

Diskussionsbeiträge des  
Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft  
der Freien Universität Berlin

Nr. 2002/19

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE REIHE

Elke Muchlinski

Die Fed im Kontext der Transparency Debatte.

(Zweite unveränderte Neuauflage, neu: Postskriptum)

ISBN-3-935058-46-2

## Die Fed im Kontext der Transparency Debatte<sup>1</sup>

"The Federal Reserve System is perhaps the most controversial nonelected element of the government of the United States. Journalists and voters vilify it, Congress and the President seek to dominate it, and scholars argue about it" (Munger and Roberts 1990, 83).

"Independence delegates responsibilities for monetary policy to an ultimately unelected authority – the central bank. So making this authority accountable for its actions insures against the democratic deficit" (Briault/Haldane/King 1996, 7).

"If the monetary authority can be clearer about what it is doing now and plans to do – not in the sense of setting future moves in stone, but rather in terms of explaining risks that might influence future policy – then market participants can improve their expectations of future short rates, and possibly reduce the premium for uncertainty" (Ferguson 1999, 2).

### O. Einleitung

Der theoretische Diskurs über die Transparenz von Zentralbanken respektive über transparente Geldpolitik ist in seinem Kern nicht von den Funktionskriterien moderner Zentralbankpolitik zu trennen (Siklos 2000). Die Debatte über die Transparenz der Geldpolitik fokussiert *prima facie* die Berichtspflicht unabhängiger Notenbanken in demokratischen Gesellschaften und die Kommunikation der Zentralbank mit dem

---

<sup>1</sup> Im Diskussionspapier 2001/14 heisst es: "Transparency or Bafflement. Zur Sprache von Zentralbanken. Communication, Convention, Common Sense". Der Arbeitstitel meines Buches lautet: "Central Banks and Language" © Muchlinski (2002, forthcoming), <http://www.wiwiss.fu-berlin.de/w3/w3tomann/muchlinski>  
Änderungen in der vorliegenden 2. Auflage des Working-Papers sind gekennzeichnet. Sie dienen der Korrektur irritierender Druckfehler in der 1. Auflage (2001/14).

"Markt" (vgl. Abschnitte 1-3). Die Herausbildung von Zentralbanken der Industriegesellschaften in historischer Entwicklung und im Kontext von Legitimität, Demokratie, Unabhängigkeit und Funktionalität dokumentiert Amtenbrink (1999).

Zur vorläufigen Strukturierung der Debatte zur Transparency möchte ich eine Differenzierung in drei Positionen vorschlagen<sup>2</sup>: Position 1: Transparenz im Kontext des KPBG-Modells; Position 2: Geldpolitik und Transparenz als optimales Kontrollproblem; Position 3: Geldpolitik als Kommunikationsprozeß. Ad (1): Es überrascht, dass in der Literatur fast übereinstimmend auf die Arbeiten von Kydland/Prescott (1977) und Barro/Gordon (1983) – kurz KPBG genannt – rekurriert wird. Folgt man hierzu den kritischen Beiträgen, dann irritiert die Idee, die Zentralbank fokussiere die Überraschungsinflation ("to fool Jo Public"). Für Goodhart gibt es keinen Zweifel, dass Zentralbanken wissen, wenn sie dieses Spiel beginnen, verfehlen sie das Beschäftigungsziel: "so that it must be a stupid game for it to play at all" (Goodhart 1994). Die Zielfunktion der Zentralbank betreffend, argumentiert Cukierman, es sei schwer nachvollziehbar, weshalb Politiker oder die Zentralbank bei gegebener Inflation gegen einen positiven Output votieren sollten. Vermutlich wurde die quadratische Verlustfunktion aus Gründen der Modellkonsistenz postuliert (Cukierman 2001, 6). Aus der Sicht der Bank of England liest sich die Distanz zur dominierenden Theorieauffassung des KPBG-Modells wie folgt: "It should go without saying that

---

<sup>2</sup> Siklos (2000) differenziert die Beiträge zur Transparency und Accountability zunächst in zwei Gruppen: "institutional approach" und "loss function approach" um Beurteilungskriterien zu dem legitimatorischen Aspekt der Unabhängigkeit der Zentralbank, ihrer Autonomie hinsichtlich der Wahl und Kommunikation ihrer Instrumente und der operativen Ausgestaltung ihrer Geldpolitik zu erhalten. Der "loss function approach" wird hernach als inadäquat verworfen. Für die Zentralbank resultiert ein gravierender Konflikt aus den divergenten Zeithorizonten ihrer Entscheidungen und dem Finanzmarkt.

the MPC's objectives are given by the Act and by the remit set by the Chancellor.<sup>3</sup> There is a large literature on inflation bias, but it is simply not applicable to the MPC. We have no desire to spring inflation surprises to try to bump output above its natural rate (wherever that may be). Quite apart from the obligation to fulfil our statutory duty, we have the strongest professional and reputational incentives, which in my opinion are incapable of being enhanced by financial incentives, to get as close as we can to the inflation target" (Vickers 1999, 6).<sup>4</sup> Die Einwände, stellvertretend von Cukierman, Blinder und Vickers, u.a., dienen als eine knappe Illustration für die im Diskussionsbeitrag zu begründende Überlegung, Transparenz als Funktionskriterium moderner Zentralbanken zu interpretieren (Position 3), ohne deren Wurzeln im KPBG-Modell zu verorten.<sup>5</sup> Es entsteht andererseits der Eindruck, dass nicht auf diesem Ansatz basierenden Arbeiten aus der neoklassischen Theorieperspektive das Merkmal "Vorstudien" zuerzählt wird. Bemerkenswert ist insofern, dass diese sog. "Vorstudien" theorierelevante Analysen für die Problematik der Unsicherheit über die monetären Transmissionswege der Geldpolitik moderner Zentralbanken liefern, deren Aktualität nicht erst seit der Abkehr vom offiziellen Ende des Golddevisenstandards evident ist.<sup>6</sup>

Die Position (2) umfasst Arbeiten, die auf die Theorie asymmetrischer Informationen – *Daten und Prognosen, Zielfunktion der Zentralbank*– rekurrieren. Die Argumentationslinien dieser Position sind in den "Klassikern" der Theorie asymmetrischer

---

<sup>3</sup> Monetary Policy Commission (MPC) of the BoE.

<sup>4</sup> Eine ähnlich distanzierte Position präsentiert neben Blinder (1998), Siklos (1999), auf dessen Kritik an dem "loss function approach" an dieser Stelle verwiesen werden soll.

<sup>5</sup> Cukierman weist darauf hin, dass der konstatierte "inflation bias" des KPBG-Modells theoriegeschichtlich an einen stabilen trade-off der Phillips-Kurve gebunden ist.

<sup>6</sup> Vgl. die Expertisen beispielsweise von Clarida/Gali/Gertler (1999), Mc Callum (1995).

Informationen nachvollziehbar.<sup>7</sup> Insofern Argumente auf die empirisch und theoretisch nicht evidenten Zusammenhänge des monetären Transmissionsmechanismus und damit auf die bestehende Unsicherheit bzw. Ungewissheit über den monetären Transmissionsmechanismus als Begründung für die Transparenz rekurrieren, kann diese Sichtweise der Position (3) zugeschrieben werden. Ungewissheit oder Unsicherheit über den monetären Transmissionsmechanismus wird auch von Vertretern der Position (1) konstatiert – vgl. Bundesbank (2000) –, allerdings sind die Konsequenzen hieraus andere als für Vertreter der Positionen (2) und (3). Mit dieser positionalen Strukturierung soll die Perspektive erweitert werden, da die Eineingung auf das KPBG-Modell nicht sinnvoll erscheint. Wird als theoretischer Ausgangspunkt das KPBG-Modell gewählt (Position 1), dann führen Untersuchungen zur Transparenz zu anderen Ergebnissen, als der Rekurs auf die Theorie moderner Zentralbanken (Position 2 und 3).

In diesem Diskussionsbeitrag wird im ersten Abschnitt die Sichtweise der Federal Reserve Bank zur Transparenz vorgestellt. Dabei wird deutlich, dass Transparenz als ein Funktionskriterium der Zentralbank verstanden wird. Vor diesem Hintergrund ist die in der Literatur auffindbare Diskussion über die Fed im Kontext der Transparency von einigen Autoren betitelte "Greenspanology" kaum begründbar. Allein im Kontext der Positionen (2) und (3) kann erklärt werden, warum die Kommunikation der Zentralbank mit dem Markt und damit das *How, Where & When, WHO* signifikant ist. Im zweiten Abschnitt schliesst sich eine pointierte, nicht aber vollständige, Literaturexpertise zum Diskurs über Transparency an. Dabei wird die Studie der Bundesbank aufgegriffen und ihre Position als Referenz einer traditionellen

---

<sup>7</sup> Cukierman/Meltzer (1985); Grossman/Stiglitz (1980); Poole (1975).

Sichtweise vorgestellt. Im letzten Abschnitt wird begründet, warum ein Rekurs auf die Prämissen des KPBG-Modells aus der Sicht der Federal Reserve Bank weder zweckmäßig noch notwendig ist.

## **I. Transparency aus der Sicht der Federal Reserve Bank**

### **1. Transparency als Funktionserfordernis moderner Zentralbanken**

Die mit dem Humphrey-Hawkins-Act aus dem Jahre 1978 (Full Employment and Balance of Growth Act) erlassene Verpflichtung für die Federal Reserve Bank impliziert keine Hierarchie der Ziele: stabiles Preisniveau, hohes Beschäftigungsniveau, moderate langfristige Zinsen zum Zwecke des Wachstumszieles, sind gleichberechtigte Ziele. Zielverfehlungen sind vor dem Kongress und der Öffentlichkeit zu begründen.<sup>8</sup> Warum sollte sich die Fed mit Fragen der Transparenz befassen? "Why is increased transparency viewed as such an important issue? The primary task of central banks is to get monetary policy right – that is, to pursue policies that effectively promote the objectives established by their legislatures or parliaments, such as stable prices, full employment, and maximum sustainable growth. Communicating what the central bank is doing, and why it is doing it, is of secondary importance to getting it right. Nonetheless, transparency is important, and even valuable" (Ferguson 2001, 1). Von Bedeutung sind folgende Aspekte: (i) Transparency, independence, and accountability; (ii) transparency and policy effectiveness. Der Grad der Unabhängigkeit der Zentralbank ist zweckmäßig funktional und dient der Realisierung ihrer Ziele: "There is now a broad consensus that central banks should be able to apply their own professional judgement in setting their operational instrument,

---

<sup>8</sup> Diese Klausel erlosch Anfang 2000; Greenspan setzt die Berichterstattung fort. Über den Zusammenhang von Fed und Kongress informieren Meyer (2000); zur Arbeitsweise der Fed, vgl. Meulendyke (1998)

usually a short-term interest rate" (Ferguson 2001, 2). Die Unabhängigkeit der Zentralbank bezieht sich auf die Wahl der Instrumente, mit denen die Ziele – common goods – erreicht werden sollen. Das Navigieren mit einer Vielfalt von Instrumenten in varianten Kontexten und induzierten distinkten Zeithorizonten muß von der Zentralbank umgesetzt und vom Publikum (Job Public) nachvollzogen sein. Die Konsequenz hieraus ist: "Transparency facilitates a broad understanding of what the central bank is doing and thereby gives the public the tools to hold the independent central bank accountable" (ibid). Selbstverpflichtung ist dem Aspekt "transparency, independence, and accountability" inhärent.

Was läßt sich über den Kontext von *transparency* und *policy effectiveness* aus der Sicht der Fed sagen? Die Fed bestimmt den kurzfristigen Zinssatz, die Federal Funds Rate. Der langfristige Zins, der die Erwartungen von Job Public über die künftige Zinsrate reflektiert und damit die Unsicherheitsprämie des Marktes repräsentiert, ist nicht von der Zentralbank kontrollierbar. "In other words, the interest rate that the central bank can control doesn't matter (much), and the rates that really matter cannot be controlled" (Blinder 1998, 30). Für offene Volkswirtschaften argumentiert Keynes: "The short term rate of interest is easily controlled by the monetary authority, (...) because it is not difficult to produce a conviction that its policy will not greatly change in the very near future, and also because the possible loss is small compared with the running yield (unless it is approaching vanishing point). But the long-term rate may be more recalcitrant when once it has fallen to a level which, on the basis of past experiences and present expectations of *future* monetary policy, is considered 'unsafe' (...). For instance, in a country linked to an

international gold standard, a rate of interest lower than prevails elsewhere will be viewed with a justifiable lack of confidence (...)" (Keynes 1936, 203).

Der langfristige Zins ist der Indikator für die Erwartungen und Risiken im Markt. Je höher der Grad der Unsicherheit bzw. Ungewissheit, umso höher die Unsicherheitsprämie. Greenspan beschreibt die Wirkungen der Unsicherheit auf die geldpolitischen Optionen der Fed: "Faced with this inevitable uncertainty, a central bank's vigilance against inflation is more than a monetary policy cliché, it is, of course, the way we fulfill our ultimate mandate to promote maximum sustainable growth". (...) "Monetary policy, as we currently practice it, endeavors to lean against the propensities for economic overshooting, from whatever source, by changing interest rate. But we are unlikely ever to be entirely successful. For example, it is not possible to foresee how far risk premiums will fall or when that decline will adversely alter psychology" (Greenspan 2001a).

Ein Mangel an Transparenz und Glaubwürdigkeit könne die Effizienz der Geldpolitik unterbinden, deren Gelingen sich nicht zuletzt in der Abwehr von Schocks manifestiere. Ferguson resümiert den Nutzen der Transparency, "thus, transparency ought to bring the rates that matter most for the macroeconomic into closer alignment with the intentions of monetary policymakers. In effect, greater transparency allows policymakers to work with the market, not against it" (ibid). Die Glaubwürdigkeit der Federal Reserve Bank basiert auf diesen kurz- und langfristigen Wechselwirkungen, die Gegenstand der kommunikativen Interaktion von Zentralbank und Jo Public sind. "Outreach efforts such as this are important because a central bank in a democracy depends on the trust and confidence of the citizenry. To earn and maintain that trust, the Fed must communicate to people about what



we do and why we do it. These displays represent one innovative example of how the Fed fulfills its responsibility to reach out and educate the public about the important mission and work of its central bank" (Greenspan 2001).

Das Problem: Weder gibt es eine exakte Definition von Transparenz, noch könne eine größere Transparenz garantieren, dass der Markt die Zinshöhe richtig prognostiziere. Prognosen können schon deshalb inadäquat sein, weil die Ökonomie sich unerwartet ändert.<sup>9</sup> Und, jenseits dieser Bemühungen für eine bessere Kommunikation, können weder die Marktteilnehmer noch die Zentralbank die Wandlungen einer sich rasch entwickelnden Ökonomie vorhersagen.<sup>10</sup> Damit Marktbewegungen als Antwort auf die antizipierte Geldpolitik interpretiert werden können, müssen sie durch die Zentralbank bestätigt werden. Letztlich geht es um diese reziproken Wahrnehmungen von Marktveränderungen und den – ebenso wahrzunehmenden – Reaktionen darauf. Weder Marktanpassungen allein, noch die "richtige" Antizipation der Geldpolitik durch den Markt können als Substitute für die Geldpolitik gelten. Die Interaktion zwischen der Zentralbank und Jo Public ist kein Reiz-Reaktions-Mechanismus, sondern ein Dialog, der bestimmten Restriktionen unterliegt. Damit wäre zugleich die Kernthese der Position (3) vorweg erwähnt (vgl. Winkler 1999). (Ergänzg in 2. A.: Winklers Beitrag aus dem Jahre 2000 geht über diesen von 1999 hinaus; vgl. Bibliographie).

Welche Definition von Transparenz verwendet die Fed? Das Problem der exakten Definition von Transparency erfordert eine terminologische Annäherung über die Wirkungsweise unterschiedlicher geldpolitischer Regimes, "Inflation targeting"

---

<sup>9</sup> Die Praxis der Bank of England dokumentiert Vickers (1999); Inflationsprognosen, Kommunikation und Transparenz im Kontext des Inflation Targetings diskutieren Kuttner/Posen (1999).

<sup>10</sup> Ferguson (1999); Meyer (2000)

versus "monetary targeting", ohne an dieser Stelle die Annahmen *en detail* erörtern oder der interessanten Frage nachgehen zu können, ob es sich bei diesen geldpolitischen Regimes um terminologische, nicht aber um geldpolitische Distinktionen handele.<sup>11</sup> Transparency wird von einigen Autoren als Substitut für fehlende exakte Endziele betrachtet (vgl. Bundesbank 2000); von anderen Autoren hingegen als Substitut für mangelnde Kommunikation mit dem Markt, oder – konträr hierzu – als Bestandteil einer gelungenen, d.h., marktrelevanten Kommunikation interpretiert (vgl. Winkler 1999). Ungeachtet dieser interpretatorischen und funktionalen Bedeutungszuschreibungen, rekuriert Transparency allgemein formuliert auf Ziele, auf zukünftige Ereignisse und Handlungen, die "verstanden" werden müssen. Was bedeutet das konkret? Das gesamte Spektrum der Geldpolitik muss eine unmißverständliche Kommunikation über langfristige Ziele und Strategien der Geldpolitik beinhalten. In den USA werden die Ziele Beschäftigung und Preisstabilität per Gesetz vorgeschrieben, ohne diese zu quantifizieren. Die Vielfalt und Präzisierung der Indizes zur Inflationsmessung sind beeindruckend wenngleich nicht ausreichend, um eine geeignete Basis für die Definition der Preisstabilität zu liefern. Ein numerisches

---

<sup>11</sup> Bernanke/Mishkin (1997), Muchlinski (1999). In diesem Zusammenhang möchte ich auf die Diskussion über das Inflation Targeting (IT) verweisen: Ungeachtet verschiedener Variationen der Ausgestaltung des geldpolitischen Ziels IT wird angenommen, IT an sich verbessere die Kommunikation der Zentralbank mit dem Markt. IT wird als Methode eines "trust building" verstanden, die ihr infolge der durch die Inflationsprognose gelieferten größeren Transparenz einen umso größeren Spielraum für flexible Antworten auf "schocks" gewährleistet. Oder IT wird als "chatty conservatism" interpretiert insofern als die mentale Verpflichtung auf das Inflationsziel als "window dressing" dazu beitragen möge, die Transparenz zu verbessern. Die Liste der Deutungen des IT ist lang, ich möchte lediglich zwei weitere Interpretationen erwähnen: IT als strikte Kontrakterfüllung; ferner IT als "cheap talk of the weak". Die Idee des "cheap talk of the weak" ist, dass Zentralbanken, die die Verpflichtung auf Preisstabilität einhalten, es tun und jene, die nicht die Selbstverpflichtung einhalten, darüber reden, es zu tun. Zu unterscheiden sind Modelle, in denen cheap talk bedeutungslos ist, weil das Reden über Ziele und Prognosen als Zeichen der Schwäche respektive Zielverfehlung interpretiert wird (Garfinkel/Oh 1995) oder Modelle, in denen sich die Zentralbank über cheap talk einen Aktionsradius sichert (Stein 1989; Farrell/Rabin 1996).

Ziel eines bestimmten Preisindizes für die Inflation erhöht nicht die Transparenz. Das Problem: Indizes sind selbst keine stabilen Werte. Ihre konzeptionelle Redefinition impliziert, dass die Wahrnehmung der ökonomischen Entwicklungen invariant sind.<sup>12</sup> Die Fixierung der Geldpolitik auf nur einen Index könnte zu konträren Konsequenzen führen.<sup>13</sup> Die Position der Fed zur Preisstabilität ist klar: "Price stability is a situation in which economic agents need not take account of expected changes in the general price level in their economic decisionmaking" (Ferguson 2001, 4). Transparency umfasst somit die öffentlichen Ankündigungen einer Änderung des kurzfristigen Zinszieles, von langfristigen Finanzinstrumenten, ferner die Information der Zentralbank über ihre Entscheidungen. Schliesslich ist die Prognostizierbarkeit und Regelmäßigkeit des Timings der politischen Entscheidungen und Kommunikation ein Bestandteil der – wenn auch vagen – Definition von Transparenz (Ferguson 2001; 1999).

Die Fed ging im Februar 1994, nach mehreren Debatten in den Sitzungen des FOMC, dazu über, unmittelbar nach dem Sitzungsende die Änderung der Federal Funds Rate mitzuteilen. Formale Ankündigungen unterbleiben, wenn Aktionen unterbleiben, womit eine klare Botschaft an den Markt gesendet wird. Im Dezember 1998 entschied die Fed, zukünftig die wichtigsten Änderungen und die eigene Einschätzung der Fed zur Marktentwicklung zu publizieren. Begleitet wird diese neue Politik durch die Arbeit einer "Working Group on the Directive and Disclosure Policy", gegründet im August 1999, die die Wirkung der neuen Politik auf den Markt beurteilen soll. Diese Working Group befaßt sich sitzungsübergreifend mit der Evaluation der wirtschaftlichen Entwicklung. Seit Januar 2000 nun wird unmittelbar

---

<sup>12</sup> Ein gutes Beispiel liefert das sog. Monetaristische Experiment der Fed von 1979 bis 1982; vgl. Muchlinski (2001), erg. 2.A.: publiziert in Heise, Arne (2001); vgl. Bibl.

nach jeder Sitzung des FOMC eine Positionsbestimmung der Öffentlichkeit vorgelegt, in der Informationen über die Haltung des FOMC zu künftigen Entwicklungen kommuniziert werden. Das FOMC teilt den Zins"bias" mit und erörtert die Risikobewertung der Fed. Das Ziel ist es, dem Markt die Auffassung und die Tendenzbeurteilung der Federal Reserve Bank zu ökonomischen Entwicklungen mitzuteilen. Die Hypothese lautet: Der Markt lernt durch die Einschätzung des FOMC. Folgende Überlegungen leiten die Kommunikationslinien der Fed an: Zu welcher Risikoeinschätzung gelangt oder neigt das FOMC? Aus welchen Gründen? Wird die Zinsentwicklung eher restriktiv, expansiv oder neutral sein? Diese Kommunikationsform über die Risikoeinschätzung der Fed basiert auf Standardformulierungen. Diese können durchaus als *linguistic codes*, als *Kodierungen* bestimmter Politik- bzw. Handlungsmuster angesehen werden: "The language indicates the Committee's sense of the balance of risks in the outlook against the background of the Committee's long-run goals of price stability and sustainable economic growth. Specifically, it indicates whether the Committee believes that the risks are 'balanced with respect to prospects for both goals', 'weighted mainly toward conditions that may generate heightened inflation pressures, or 'weighted mainly toward conditions that may generate economic weakness'" (Ferguson 2001, 5). Das FOMC beschloss, die zentrale Änderungen ihrer Markteinschätzungen über zukünftige Entwicklung auch dann anzukündigen, wenn die gegenwärtige Politik unverändert bleibt. Festzuhalten ist: Die Risikobewertung ist kein Substitut für notwendige Zinsänderungen.

Ferner werden von der Fed folgende Publikationen und Berichte zur Geldpolitik bereitgestellt: "Monetary Policy Report submitted to the Congress", jeweils im February

---

<sup>13</sup> Vgl. die Bank of England in der Darstellung von Vickers (1999).

and July; Testimony of Chairman Alan Greenspan. The Federal Reserve's Report on Monetary Policy. Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate. Section (1) Monetary Policy and the Economic Outlook. Section (2) Economic and Financial Developments in 2001 (July 23).<sup>14</sup> Diese Kommunikationsebenen und -medien bringen trotz fehlender exakter Definition des Begriffs Transparenz zum Ausdruck, dass (i) "transparency, independence, and accountability", (ii) "transparency and policy effectiveness" das Funktionserfordernis moderner Zentralbankpolitik repräsentieren.

## 2. "Greenspanology"?

Vor den Ausführungen des vorherigen Abschnitts soll ein aktuelles Argument aufgegriffen werden, wonach es Greenspan als "Maestro" gelingt, die Intentionen der Fed in Feinabstimmung und vor allem in Übereinstimmung mit *Jo Public* zu realisieren. Neben der institutionellen Besonderheit der amerikanischen Zentralbank, der "asymmetrischen Direktive", mit der der Chairman ein Votum zugesprochen wird, wird ihm ein besonderes Talent oder Charisma zugesprochen. Die Literatur vergibt hierzu das Label "Greenspanology".<sup>15</sup>

Zunächst einige Anmerkungen zur "asymmetrischen Direktive". Mit der asymmetrischen Direktive kann der Chairman zwischen den regulären Sitzungen des FOMC Änderungen der Federal Funds Rate vornehmen, wenn das FOMC ihn dazu ermächtigt. Diese Praxis der Zinssteuerung ist unter Greenspan eingeführt worden. Das Ziel der asymmetrischen Direktive ist die flexible Zinssatzänderung, die nicht unabhängig von dem Federal Open Market Committee, dennoch unabhängig von den

---

<sup>14</sup> Vgl. Kettell (1999); Beckner (1996)

<sup>15</sup> Sicilia//Cruikshank (2000), Woodward (2000)

Sitzungen des FOMC ist. Das FOMC delegiert mit der asymmetrischen Direktive die Zinsentscheidung an den Chairman, ohne damit die Wirkung im Markt auszulösen, die eine Sondersitzung des FOMC hätte. Funktional ist diese asymmetrische Direktive als ein repräsentativer Konsens des FOMC zu verstehen. Sie ist keine Individualentscheidung. Dieser institutionelle Background mag mit ein Grund dafür sein, dass Greenspan eine hohe Sensibilität im Umfang mit Marktbewegungen zugesprochen wird.

Mit "Greenspanology" wird auf die Kommunikationsform der Fed respektive ihres Chairman abgestellt. Wie Sicilia/Cruikshank ausführen, "intentionally or not, Greenspan signals what is important by how long he talks about it" (2000, 238). Befassen wir uns an dieser Stelle noch ein wenig mit den Argumenten von Sicilia/Cruikshank, um einen Einstieg in die Sprachsensibilität zu erhalten. "When Greenspan speaks, the world listens. He is the author and wielder of the Greenspan Effect" (2000, 26). Sie betonen, dass es nicht allein die Wortwahl oder Satzlänge oder Redezeit an sich ist, sondern dass dieses zusammen mit dem jeweiligen Kontext eines aufmerksamen Publikums indikativ verstanden wird. Der Begriff "education" taucht auf, präziser gesagt, "how Alan Greenspan thinks about American education". Signifikant ist, dass es Greenspan vermeidet – ausserhalb des Humphrey-Hawkins Testimony – über Zinsen zu sprechen, obgleich alles was er sagt, die Zinsentwicklung fokussiert. Stattdessen thematisiert er makroökonomische Variablen – Inflation, Produktivität, Wachstum, Beschäftigung, internationale ökonomische Situation, etc. – ein indirekter Rekurs auf die Zinskondition im Markt. "The closest Greenspan ever comes to talking about interest rates is when he says something like: 'the governors are monitoring this situation carefully and are prepared to act if inflationary forces begin to appear'" (2000, 236). Es bestehe kein Zweifel über die Wortbedeutung von "act",

so die Autoren. Signifikant bei seiner Wortwahl ist, dass er Charakterisierungen benutzt, etwa folgende: "The Fed is *likely* to rein in the rapid growth of new capital investment if the current trend continues. The exhaustion of reserve labor is a *possible* source of downside risk" (Sicilia/Cruikshank 2000, 237). Er kennzeichne damit alternative Trends und Änderungen und vermeide ex ante Selbstverpflichtungen der Fed. "Greenspan is not merely hedging his bets with such language. He is hedging the bets of investors" (ibid). In ihrer Untersuchung zeigen die Autoren, dass die Fed sehr nahe am politischen Geschehen agiert. Ich möchte dieses Argument ergänzen: Der Zinssatz als sprachliche Entität scheint sich seinem verbalen Zugriff wie ein Atomkern zu entziehen. Die Fed signalisiert damit eine nicht nur verbale Partizipation an einem sozialen Kontext, den sie nicht ausschliesslich zu verantworten hat, der aber für die verschiedenen Akteure im Markt in unterschiedlicher Weise determinierend ist. Gleichzeitig wird die Fed vom *Jo Public* im politischen Kontext reflektiert und dies zur Basis ihrer Reputation bzw. *Credibility* gemacht. Es ist diese Funktion der Zentralbank, die ihre marktnahe Funktionalität erst begründen kann. Beispiele ihrer politischen "Antworten" gibt es viele, u.a. die Krise 1987, den Golfkrieg, die Asienkrise 1998, die "new economy" und der Paradigmenshift bei der Benennung der ökonomischen Indikatoren für die Beurteilung der Frage, ob die Ökonomie auf einem inflationsstabilen Wachstumspfad ist oder nicht. Dass "words matter" zeigen die Autoren am Beispiel Greenspans Rede, "The Challenge of Central Banking in a Democratic Society" vom 5. 12.1996, mit der er die "irrational exuberance in the stock markets" benennt und von "bubbles" (überbewerteten Aktien) spricht. Es sind vermutlich diese systematischen verbalen Einmischungen seitens der Fed, die ihre Marktnähe und eine gelungene Kommunikation begründen. Dazu Greenspan: "History teaches us that central banks have a crucial role to play in

responding to episodes of acute financial distress" (Greenspan's Testimony, March 31, 1998).

Im Gegensatz dazu scheint die Europäische Zentralbank wie es Festung, ein Tempel der Unnahbarkeit. Ein Kommentator der Financial Times Deutschland schreibt am 15.8.2001: "Pressekonferenzen, nein danke" und führt aus, dass es der EZB auch nach drei Jahre seit ihrer Gründung nicht gelungen ist, interaktive Kommunikationslinien mit Jo Public implementiert zu haben. Ein systematischer Vergleich der EZB und der Fed verbietet sich meines Erachtens auch aus methodischen Gründen. Es ist ein Problem der EZB, dass sie in Konkurrenz zur etablierten Fed steht. Dessen ungeachtet, möchte ich einige Anmerkungen formulieren. Im Unterschied zu Greenspan scheint die Stimme Duisenbergs als immaterieller und verschwindender Lautkörper, der keinen Klang hinterläßt. Eine Sprache, ohne dass sie Orientierung böte. Deutlich wird die Enttäuschung, somit gilt auch für Duisenberg, "words matter". Ich möchte nicht auf die EZB und den Kommentar weiter eingehen, sondern dies als Gegenbeispiel zu Greenspan's *communications skills* pointieren: Die Sprachregelung der EZB, "das Gesangbuch" für die 18 Ratsmitglieder ist noch nicht auf einer Tonleiter oder Takt erprobt worden. Analog zu Greenspan's Sichtweise über die American Education, könnte man sagen, dass die Pressekonferenz von der EZB nicht als *Education* inszeniert wird und umgekehrt, enttäuschte Reaktionen von Jo Public ihren Lauf nehmen, da die Pressekonferenz wahlweise als Substitut oder Ergänzung für die Lektüre der Publikationsmedien interpretiert wird. Die Erwartung, dass die Pressekonferenz eine Art Ritual der Belohnung oder Happening, als Abbau kognitiver Dissonanzen zwischen der EZB und Jo Public inszeniert bzw. wahrgenommen wird, dürfte ein weiterer Grund sein. Dass Greenspan's Worte nicht nur zum Gegenstand akademischer Literatur avancierten, sondern auch dazu



fürten, "the secret of the temple" (Bill Greider 1987) transparenter zu machen, kann auch mit institutionellen Differenzen erklärt werden.

Dass es für die Fed ein langer Weg war, ihre ursprüngliche Identifizierung als "monetary mystique: secrecy and central banking" (Goodfriend 1986) zu transformieren, dokumentieren verschiedene Autoren (u.a. Morris 2000). Jenseits der oben erwähnten Mystifizierungsappelle in bezug auf Greenspan kann nachvollzogen werden, dass die Evolution der Zentralbank von "monetary mystique" zur transparenten Geldpolitik und Institution an eine kontinuierliche Interaktion in einer von internationalen monetären "upheavals" geprägten Umwelt gebunden war, die meines Erachtens auch Buitter und Issing unterschätzen (vgl. den Abschnitt II.2.).<sup>16</sup> Goodfriend analysiert das Unbehagen der amerikanischen Öffentlichkeit gegenüber der Geheimhaltungspraxis der Fed.<sup>17</sup> Die Argumente der Fed für das Hinauszögern der Bekanntgabe ihrer Entscheidungen wurden in den frühen achtziger Jahren damit begründet, unfaire Spekulationen, unangemessene Marktreaktionen, Probleme mit der Zinsteuerung, Schaden für die wirtschaftlichen Interessen der Regierung und unerwünschte Verpflichtungen, zu vermeiden. Die Gegenargumente zielten exakt auf die interaktiven Marktreaktionen, die sich als Konsequenz einer Erwartungsbildung über das "top secret" der Fed ergeben würden und dysfunktionaler seien, als wenn die Fed ihre vagen Definitionen bekannt gäbe. "The FOMC argues that the Directive is written in 'terms of art' that are vague and cannot always be accurately interpreted. But this problem could be dealt with by making the language of the

---

<sup>16</sup> McCallum (1999) zeichnet den Prozeß der Wahrnehmungsverzerrungen und Wahrnehmungskorrekturen von Zentralbanken seit der Aufgabe der Goldbindung en detail nach; Mishkin (1999) erörtert ferner die Herausforderungen für die Zentralbanken bei unterschiedlichen geldpolitischen Regimes: Inflation Targeting; Monetary Targeting; Exchange Rate Targeting, etc.; vgl. auch Siklos (2000).

<sup>17</sup> Vgl. Muchlinski (2001) zu den "base-drifts" der Fed.

Directive more explicit and intelligible. (...) The FOMC argues that because it has no experience predicting market response with disclosure of the current Directive, policymaking with disclosure would be difficult" (Goodfriend 1986, 79/80).

Ich möchte an diesem Punkt meine Ausführungen zu "Greenspanology" abbrechen: Zu zeigen war, dass es kaum um Mystifizierungen geht, wenn die gelungene Kommunikation der Fed mit dem Markt diskutiert wird. Vor dem Hintergrund der Literatur zu den Auseinandersetzungen die die Fed mit dem Kongress und anderen Institutionen der Öffentlichkeit führen musste, um die derzeitige Reputation zu erlangen, kann der Hypothese der "Greenspanology" nicht zugestimmt werden.

## **II. Transparency im Diskurs**

### **1. Transparenz in der Geldpolitik – Die traditionelle Sichtweise.**

Einleitend heißt es im Papier der Bundesbank, "Transparenz in der Geldpolitik", daß Transparenz durch die Festlegung und Quantifizierung eines primären Endzieles, der Benennung und Begründung der präferierten geldpolitischen Strategie und der Publikation der entscheidungsrelevanten Daten definiert werden kann (Bundesbank 2000). Zu diesen entscheidungsrelevanten Daten gehören aus der Sicht der Bundesbank die Publikation von Daten der Zwischenzielvariablen, Erläuterungen der temporären Abweichungen und die Bekanntgabe der geldpolitischen Beschlüsse. Trendpositionen über die Zinsentwicklung, Sitzungsprotokolle oder Inflationsprognosen gehören nicht zu diesem Katalog. Ferner nennt die Bundesbank Kommunikationsmedien, wie z.B. die reguläre Berichtsmedien. Dieser Katalog, den sie auf die U.S. Federal Reserve Bank, Bank of Japan, Eurosystem und der Bank of England anwendet, liefert nicht nur ein Referenzsystem für die Definition der transparenten Geldpolitik, sondern weist interessanterweise die Bundesbank als eine der *transparenten*

*testen Zentralbanken* in der Geschichte der Geldpolitik aus (Bundesbank 2000, 20). In der Lesart der Bundesbank heißt es: "Dabei zeigt sich, dass Offenheit und Nachvollziehbarkeit von geldpolitischen Entscheidungen grundsätzlich im Interesse aller Beteiligten liegen. Unsicherheit über die monetären Wirkungszusammenhänge und Wahrnehmungsunterschiede zwischen Notenbanken und Märkten setzen dem Bemühen um vollständige Transparenz jedoch gewissen Grenzen" (2000, 15). Als Leitthese formuliert sie, dass die Beurteilung über die Frage, ob eine Zentralbank transparente Geldpolitik durchführe oder das Gegenteil zutreffend ist, nur im Zusammenhang von Überlegungen der Politikeffizienz möglich ist. Ein Kalkül der Politikeffizienz ist beispielsweise die Beurteilung der Stabilität des Zusammenhangs zwischen Geldmenge und Preisen, "so dass aus der Beobachtung einer Zielabweichung unmittelbar auf die zu erwartende Preisentwicklung geschlossen werden kann" (2000, 25). Die Bundesbank recurriert auf die neuklassische Literatur um zu verdeutlichen, dass das Erfordernis der Transparenz der Geldpolitik eindeutigen Prämissen zuordnenbar ist: Probleme der Zeitinkonsistenz und der Glaubwürdigkeit von geldpolitischen Strategien. "Transparenz übernimmt hier die Rolle eines Selbstbindungsmechanismus: Indem die Zentralbank die Grundlagen ihrer Entscheidungen offenlegt, versetzt sie die Öffentlichkeit in die Lage, deren Angemessenheit zu überprüfen und gegebenenfalls zu sanktionieren. Zugleich nimmt die Notenbank sich selbst die Möglichkeit, eine andere Politik als die angekündigte zu verfolgen" (2000, 17). Wichtig für die Bundesbank ist, dass der "Nutzen der Transparenz" nicht generell erörtert werden kann. Notwendig sei die Konzentration auf die Zielfunktion der jeweiligen Zentralbank, weil die Priorität der Variablen in der Zielfunktion – beispielsweise Preisniveaustabilität oder Beschäftigungseffekte – als Indikatoren für die Relevanz der Transparenz interpretiert werden können. So sei das Erfordernis "Transparenz" dann nicht gegeben, wenn das Endziel "Preisniveaustabilität" festge-

legt wurde. Die Bundesbank konstatiert ein steigendes Kommunikations- und Transparenzerfordernis dann, wenn die Zielfunktion der Zentralbank missverständlich ist.<sup>18</sup> Eine Festlegung auf das Ziel "Preisniveaustabilität" impliziere jedoch ein Maximum an Transparenz und Selbstbindung. Dieser Mechanismus der Selbstbindung sei für die Stabilisierung der Inflationserwartungen wichtig. Konsequenterweise ist Kommunikation dann geboten, wenn die Selbstbindung nicht glaubwürdig ist.<sup>19</sup> Dennoch, so schlussfolgert die Bundesbank, darf Transparenz nicht als Kompensation der unaufhebbaren Unsicherheit über die monetären Wirkungsmechanismen missverstanden werden. Diese Unsicherheit ist nicht kompensierbar, auch nicht durch die Publikation der Sitzungsprotokolle. Die time lags des monetären Transmissionsmechanismus können auch nicht mit Hilfe der Publikation von Indikatorvariablen beschleunigt oder neutralisiert werden, da auch die Zentralbank kein vollständiges Wissen besitzt. Nicht ein *Mehr* an Informationen, sondern die Strukturierung gezielter Informationen hinsichtlich ihrer Wirkung auf die Erwartungsbildung im Markt ist die Hauptaufgabe der Zentralbank.

Diese Sichtweise der Bundesbank dient als Beispiel der traditionellen Sichtweise, da Transparenz im Kontext des Barro-Gordon-Modells erörtert wird. Ich möchte im nächsten Abschnitt auf die zentralen Argumente der Transparency-Kontroverse eingehen, deren Wurzel fast ausschliesslich in dieser traditionellen Sichtweise gesucht werden.

---

<sup>18</sup> Vgl. kritisch hierzu Siklos (2000).

<sup>19</sup> Auf die Gefahr, dass die Selbstbindung zu einem eingeschränkten Handlungs- bzw. Aktionsrepertoire der Zentralbank führen kann, wiesen Briault/Haldane/King (1996) hin.

## II. 2. Accountability:= Transparency?

Anhand der gegenwärtigen Kontroversen über die Transparenzerfordernisse der EZB können zentrale Argumentationslinien herausgearbeitet werden; sie bieten einen Kontrast zu der Darstellung der Fed. Buiter kritisiert das institutionelle Arrangement der ECB/ESCB als "lack of legitimacy". Er unterscheidet zwei Dimensionen: "lack of openness and accountability". Buiter: "the objective of low inflation, financial stability and sustained growth and employment are best served by removing the interest rate instrument from the rough and tumble of partisan politics" (1999, 187). Der ECB/ESCB fehle eine Kultur der Offenheit. Die Entscheidungsfindung der ECB/ESCB sei für eine Demokratie dysfunktional, ihr Rechenschaftsmodell unzeitgemäß. Offenheit und Transparenz seien untrennbar. Notwendig sei die Publikation der Protokolle. Mit Blick auf die Bundesbank vertritt Buiter die Ansicht, dass der Verzicht darauf typisch ist für eine Kultur, die nicht an Offenheit, Transparenz und Rechenschaftspflicht gewöhnt ist (1999, 194). Er fordert die Publikation der Protokolle, der individuellen Abstimmungen, der Inflationsprognose und der Präzisierung des operativen Inflation Targeting.<sup>20</sup> Ferner verteidigt er die individuelle Verantwortlichkeit gegenüber der kollektiven, da nur hierdurch ein Reputationsgewinn erzielbar ist.

In seiner Replik fokussiert Issing Buiter's Argumentationshintergrund als *Inflation Targeting* (1999, 505). Die wahrnehmbare kognitive Dissonanz und Verwirrung im Eurogebiet über die Politik der ECB/ESCB könne nicht mit Rekurs auf die Erfahrungen der Bank of England erklärt werden – ein Argument, das Buiter zu der Bemerkung veranlaßt, Issing führe den Diskurs im Geiste der Bundesbank, deren bevormundende Haltung gegenüber dem Markt dysfunktional sei. Accountability und Transparency sind logisch zu trennen (was Buiter verneint). Issing schreibt: "The

distinction I have in mind is similar to that proposed by Briault et al": *de jure* accountability and *de facto* accountability or transparency (1999, 506). Accountability sei demzufolge auf Handlungen ("deeds"), d.h. auf beobachtbaren und verifizierbaren Aktionen bezogen. Transparency fokussiere "words", Wörter und Bedeutungen. Insofern Buitter die Distinktion von Transparency und Accountability verneint, bleibt die Wirkung von Handlungen respektive von Wörtern (und ihren Bedeutungen) sowohl den Akteure als auch den Empfängern verborgen. Buitter argumentiere als Vertreter des "black-and-white-picture". Aus der "Fuzzy-Logic-Perspektive" argumentiert Issing durchaus konsequent: "Achieving a maximum degree of transparency is not simply a question of making the maximum amount of information available" (1999, 508). Transparency impliziert: "we do what we say" and "say what we do". Accountability bedeutet: "we do what we are supposed to do" (Issing 1999, 508). Issing distanziert sich von der Auffassung, Zentralbanken besitzen vollständiges Wissen und verheimlichen diese dem Markt. "Centralbanks should not pretend to have magical insights" (1999, 507). Eine vollständige Transparenz über Informationen, über das Denken und tieferliegende Motive von Zentralbanken ist nicht möglich und zudem dysfunktional. "Complete transparency on the underlying information set, as well as the thinking and ulterior motives behind central bankers' decision, is logically and practically impossible to achieve". (...) "This reflects a deeper (philosophical) recognition of the limits of 'knowledge' and the impossibility of providing and communication anything like a full description of reality: 'Reality is never transparent. What we see from any one angle is always only part of the picture" (Issing 1999, 507). Die Position von Issing läßt sich als eine *graduelle* Opposition zur traditionellen Sichtweise, rekurrierend auf das Barro-Gordon-Modell

---

<sup>20</sup> Kritisch zu diesem Aspekt Vickers (1999)

und der auf geldpolitische Entscheidungen angewandten Spieltheorie beschreiben.<sup>21</sup> Folgt man den Argumentationslinien der spieltheoretischen Darstellung von geldpolitischen Entscheidungen – jenseits der vom Mainstream umstrittenen Cheap-Talk-Literature – dann ist Transparenz irrelevant.<sup>22</sup> Anhand der Buiter-Issing-Kontroverse können Indizien dafür gewonnen werden, dass Issing unter den Angriffen Buiters unbeabsichtigt nicht zum Verteidiger der Bundesbankposition, sondern des modifizierten Ansatzes (Winkler 1999) avanciert.

Zur Frage, ob Abstimmungs- und Sitzungsprotokolle publiziert werden sollen, äußert sich Issing skeptisch: "It would be a distraction to reveal who said what and who voted this or that way" (1999, 511). Es wird nicht mehr Transparenz durch die Publikation der Protokolle erreicht; Protokolle müssen interpretiert werden. Nicht alle für die Politikentscheidung relevanten Informationen sollen auch zugleich der Public Domain verfügbar sein.

Issing rekurriert auf Vickers Überlegung, wie ein Außenstehender unterscheiden kann, ob die Prognose nur das Resultat einer Datenanreicherung ist oder ob sie als eine gewünschte ex ante Vorhersage oder als Fan Chart über die Manipulation von Annahmen des Modells zustande gekommen ist? (Issing 1999, 515). Nun ist diese Parteinahme für Externe noch keine Begründung dafür, warum diese Interesse an der Politik des "painting by numbers" bekunden, während Interne "numbers by

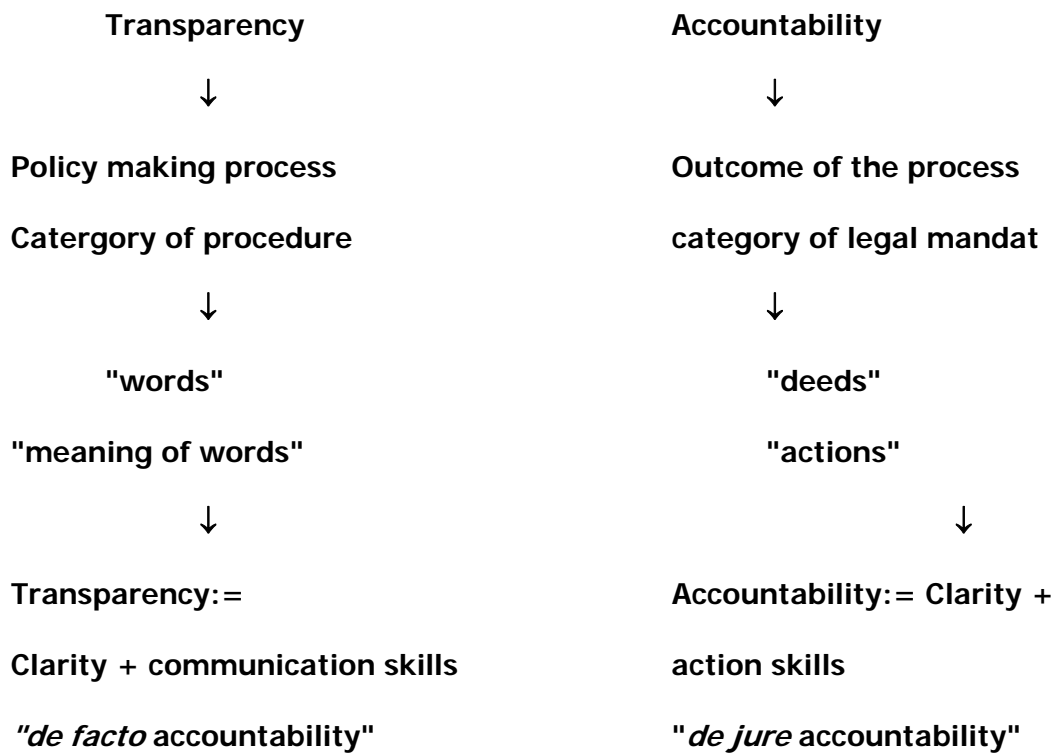
---

<sup>21</sup> Auf die in diesem Kontext genannte Problematik der "bubbling equilibria" als Konsequenz der "cheap-talk", möchte ich hier nicht eingehen; vgl. Muchlinski (2002). Farrell hat als Chefökonom der "Federal Communications Commission" in Washington, D.C., sich dieser Problematik in mehreren Aufsätzen gewidmet. Paraphrasierend und leicht verkürzt läßt sich der Kern der Debatte wie folgt pointieren: "A verbal contract isn' t worth the paper it' s written on." (attributed to Yogi Berra by Farrell/Rabin) in: Farrell/Rabin (1996).

<sup>22</sup> Weiterführend zu diesem Aspekt, s. Muchlinski (2002).

painting" favorisieren sollten. Zusammenfassend und noch unvollständig möge das nachfolgende Schaubild die Kernargumente dokumentieren:

### Central Bank Independence





### II.3. Transparenz in der modifizierten Sichtweise

Der Ansatz von Winkler (1999)<sup>23</sup> zur Transparency wurde eingangs als Position (3) erwähnt. Ich möchte kurz die zentralen Punkte, die für sein Verständnis von Geldpolitik als kommunikativen Prozeß wichtig sind: (1) Clarity, (2) Honesty und (3) Common Understanding:

#### *Ad(1) Clarity: A simplicity theory of transparency*

- Infos als heterogenes Gut für heterogene Audience
- Problem: öffentliche Informationen und segmentierte Kommunikationsmärkte ("multiple public messages")
- Zentralbank soll private Informationen an verschiedene Gruppen verteilen
- Problem: Common knowledge Annahme
- Restriktion von Information und Interpretation
- Bounded Rationality: "Under bounded rationality agents will at most behave intendedly rational but limitedly so" (Simon)

Fazit: Notwendig Informationen müssen vereinfacht, strukturiert und interpretiert werden.

#### *Ad (2) Honesty: A correspondence theory of transparency*

- Wenn der Info-Gewinnungsprozeß kostspielig ist, dann müssen Informationen simplifiziert, strukturiert und komprimiert werden, um eine umfassende interne und externe Kommunikation zu ermöglichen

---

<sup>23</sup> Neu (gegenüber 1.Auflage): Winkler (2000), vgl. Bibliographie

- Welchen Modus der Repräsentation und welchen Grad der Simplifizierung soll man wählen?
- Honesty steht in Beziehung zu diesem Modus und der gewählten Vereinfachung
- Kriterium für Transparency: Die externe Kommunikation soll die interne Informationsgewinnung glaubhaft repräsentieren

Fazit: Honesty erfordert, dass die Kommunikation mit der Bedeutung dessen, was der Sender intendiert, korrespondiert, unabhängig davon ob es eindeutig vom Empfänger verstanden werden kann.

*Ad (3) Common understanding: A Co-Ordination theory of transparency*

- Eine geldpolitische Strategie als Rahmen des Urteilens. Es gibt einen Referenzpunkt, um den herum die Kommunikation strukturiert werden kann
- Regeln organisieren den öffentlichen Diskurs
- Transparency ist eine relative Eigenschaft
- Kommunikation und geldpolitische Strategie ist wie eine Sprache, d.h., ist ein Set von Konventionen, die den einzelnen Wörtern zugeschriebene Bedeutung koordinieren soll
- "In terms of the communication challenge facing central banks, the language analogy hold two lessons" (Winkler 1999, 16):
  - Konsequenz (1): Was zählt ist nicht so sehr die spezifisch gewählte Sprache, sondern daß beide Sender und Empfänger diesselbe Sprache verstehen.
  - Konsequenz (2): Die Sprache muß erlernt werden. Die Koordinationsgewinne und Eigenschaften des öffentlichen Gutes aus einer Sprache resultieren aus dem konsistenten Gebrauch der Begriffe über die Zeit/Situationen hinweg.

- Institutionen tendieren zu einer eigenen Sprache: "linguistic code".<sup>24</sup>
- "In other words, central bankers do not make very precise statements simply because they cannot reasonable be more precise than they are" (Winkler, 1999, 17).  
Das Charakteristische der Kommunikation der Zentralbank ist eine vorsichtige Verwendung der Sprache.

- Zentralbank fokussiert die Erwartungsbildung im Markt → Komplexität der Information und Interpretation der Information sind abhängig vom Kontext

Fazit: Common understanding weist auf die Notwendigkeit, dass beide Sender und Empfänger im geldpolitischen "Spiel" eine gemeinsame Perspektive teilen und genügend Kenntnis über die jeweiligen Informationen erwerben und haben. In Unterschied hierzu ist "common knowledge" zu sehen: "An event is common knowledge among a group of agents if each one knows it, if each one knows that the others know it, if each one knows that each one knows that the others know it, and so on" (Geanakoplos 1992, 54). "Thus, common knowledge is the limit of a potentially infinite chain of reasoning about knowledge" (ibid).

### **III. Schlußbemerkung**

Dieses Diskussionspapier stellt den Versuch dar, die Diskussion zur Transparenz der Zentralbank aus dem Theoriekontext des KPBG-Modells herauszulösen. Wie anhand der referierten Literatur gezeigt werden konnte, sind die Erklärungspotentiale umso größer, je weniger auf Modelleinengungen rekurriert wird. Die Sichtweise, Geldpolitik als Kommunikationsprozess zu interpretieren und damit bis heute ungeklärte Fragen des monetären Wirkungsmechanismus theoretisch zu *reformulieren*, wirft mehr Fragen auf, als dieses Diskussionspapier beantworten könnte.

---

<sup>24</sup> Weiter hierzu Muchlinski (2002)

Vorläufig festzuhalten bleibt an dieser Stelle, dass Sprache von Zentralbanken keine repräsentative Instanz eines im Dunkeln verborgenen "inneren Mechanismus" ist. Der "Critical Realism" (Lawson) verwendet den Terminus "hidden mechanism, structures and tendencies", die es zu entdecken gilt. Im Gegenteil! Sprache bzw. *language* ist als Schrift dokumentarisch; die Berichtsmedien der Zentralbanken umfassend. Die Rede, das Sprechen des Chairman, *parole*, ist transitorisch. Im modernen Sprachverständnis ist die Sprache von Zentralbanken konstitutiv. Sie ist Quelle von Form, Systematizität und Regel. In einem nur sehr skizzenhaft unternommenen "Vergleich" zwischen Fed und EZB wurde angedeutet, dass es der Fed gelungen ist, eine analoge Form zwischen homogenen Sprach- und Kommunikationssystem und dem heterogenen Sprechen und Kommunizieren im Markt zu etablieren.

### Postskriptum

***Ergänzung in 2.A. gegenüber 1.A.:*** Seit Humboldt & Wittgenstein wird auch in den Sozialwissenschaften Sprache als ein Medium und Ort der Wirklichkeits- und Gegenstandskonstitution reflektiert, somit an Forschungsergebnisse der Sprachforschung orientiert. Sprache konstituiert Bedeutungssysteme, deren Änderung auch und gerade die Änderung der Begriffe impliziert. Dies gilt auch die Bildung der Erwartungen von ökonomischen Akteuren im Markt bzw. in der Interaktion der Marktbeziehungen. Lange vor dem Siegeszug der Hypothese der Rationalen Erwartungsbildung hat Marshak (1965, *The Economics of Language*) auf den Zusammenhang von Erwartungsbildung und Sprache verwiesen; vgl. McCallum (1999); weiterführend hierzu, siehe Muchlinski (1998). Sprache, Konventionen und Regeln sind für geldpolitische "Verständigungsprozesse" evident. Insofern ist kommunikatives Handeln nicht von

Marktprozessen zu separieren. Dass Sprache und Kommunikation der *Zentralbank als Institution* und nicht als "black-box" oder "secret of the temple" als Element von Realisierungsprozessen ökonomischer Entscheidungen relevant ist, ist für den Forschungsbereich der Geldpolitik und Theorie unumstritten (vgl. B. Friedman 2002, *The Use and Meaning of Words in Central Banking: Inflation Targeting, Credibility, and Transparency*. *NBER working Paper* No. w8972, May 2002). Auch andere, bislang in der Profession *ungehörte* Autoren, beispielsweise Marshak, Grice, Rubinstein, Samuels, u.a., werden zur Sprache kommen (vgl. Muchlinski 2002 *Central Banks and Language*). In diesem Postskriptum möchte ich exemplarisch auf Blinder/Goodhart hinweisen: "Attitudes and policies toward central bank communications have undergone a radical transformation in recent years. Not long ago, secrecy was the byword in central banking circles. Now the unmistakable trend is toward greater openness and transparency. Increasingly, the central banks of the world are trying to make themselves understood, rather than leaving their thinking shrouded in mystery" (2001, 1). Umstritten ist im aktuellen Diskurs die „Zuständigkeit“ von ökonomischer Theorie und Profession für Reflektionen auf die Sprache der Wissenschaft Ökonomie. Sollte man dieses Feld nicht den Linguisten, der Fachsprachenforschung und der Sprachphilosophie überlassen? Das provoziert das Gegenargument: Sollte man dann nicht die Mathematik den Mathematikern überlassen?

## Literatur

Amtenbrink, Fabian (1999) *The Democratic Accountability of Central Banks: A Comparative Study of the European Central Bank*. Oxford

Bernanke, Ben S./Mishkin, Frederic S. (1997) Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? In: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, Number 2, 97-116.

Buiter, Willem H. (1999) Alice in Euroland. In: *Journal of Common Market Studies*, Vol. 37, No. 2, pp. 181-209, June 1999.

Bundesbank, Deutsche (2000) Transparenz in der Geldpolitik. *Monatsbericht* März 2000, FF/M, 15-30.

Brayton, Flint/Levin, Andrew/Tryon, Ralph (1997) The Evolution of Macro Models at the Federal Reserve Board. In: *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 47, 43-81.

Briault, B.C./Haldane, A.G./King, M.A. (1996) Independence and Accountability. *Bank of England Working Paper Series* no 49, London.

Clarida, R./Gali, J./Gertler, M. (1997) The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. In: *Journal of Economic Literature*, 37, December, 1661-1707.

Cukierman, Alex (2001) Are Contemporary Central Banks Transparent About Economic Models and Objectives and What Difference Does it Make? In: *Discussion Paper 05/01 by Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank*, Frankfurt/Main.

Cukierman, Alex/Meltzer, Allan H (1985) *A Theory of Ambiguity, Credibility, and Inflation under Discretion and Asymmetric Information*. Chicago

Eijffinger, Sylvester, C.W./Hoeberichts, Marco M. (2000) Central Bank Accountability and Transparency: Theory and Some Evidence. In: *Discussion Paper 6/00, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank*, Frankfurt/M.

Farrell, Josef/Rabin, Matthew (1996) Cheap Talk. In: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 10, Nr. 3, 103-118.

Ferguson, Roger W. (2001) *Transparency in Central Banking: Rationale and Recent Developments*. Remarks before the National Economists Club and Society of Government Economists, Washington, DC. April 2001, URL: <http://www.federalreserve.gov/>

Ferguson, Roger W. (1999) Transparency and Responsibility in Monetary Policy. Remarks before the National Economists Club, Washington, D.C., September 9, 1999. URL: <http://www.federalreserve.gov/>

Garfinkel, M.R./Oh, S. (1995) When and How Much to Talk: Credibility and Flexibility in Monetary Policy with Private Information. In: *Journal of Monetary Economics*, 35, 317-40.

Gersbach, Hans (2001) On the Negative Social Value of Central Banks' Knowledge Transparency. *Discussion Paper, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank*, Frankfurt/M. (forthcoming).

Goodfriend, Martin (1986) Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking. In: *Journal of Monetary Economics*, 17, 63-92.

Goodhart, Charles (1995) Money Supply Control: Base or Interest rate? In: Hoover, K.D./Sheffrin, S.M. (1995) (Eds.) *Monetarism and the Methodology of Economics*. Aldershot, 101-119.

Goodhart, Charles (1994) Game Theory for Central Bankers – A Report to the Governor of the Bank of England. In: *Journal of Economic Literature*, 32, 101-114.

Greenspan, Alan (2001) The Value of Public Outreach by the Federal Reserve. URL: <http://www.federalreserve.gov/>

Greenspan, Alan (2001a) Economic Developments. Remarks by Chairman Alan Greenspan before the Economic Club of New York, New York, May 24, 2001. URL: <http://www.federalreserve.gov/speech>

Grossman, Sanford J./Stiglitz, Joseph E. (1980) On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. In: *American Economic Review* 70, 393-408.

- Issing, Otmar (1999) The Eurosystem: Transparent and Accountable or 'Willem in Euroland'. In: *Journal of Common Market Studies*, Vol. 37, No. 3, pp. 503-19, September 1999.
- Kettel, Brian (1999) *Fed-Watching. Making Sense of Market Information*. Halow/London.
- Kuttner, Kenneth N./Posen, Adam S. (1999) Does Talk Matter After All? Inflation Targeting and Central Bank Behavior, *CFS Working Paper* No 1999/04, Frankfurt.
- Meulendyke, Ann-Marie (1998) *U.S. Monetary Policy & Financial Markets*. Federal Reserve Bank of New York, New York.
- McCallum, Bennett T. (1995) Two Fallacies Concerning Central-Bank Interdependence. In: *American Economic Review*, Vol. 85 (2), 207-211.
- Meyer, Laurence (2000) The Politics of Monetary Policy: Balancing Independence and Accountability. <http://www.federalreserve.gov/>
- Morris, Irwin L (2000) *Congress, the President, and the Federal Reserve. The Politics of American Monetary Policy-Making*. Michigan.
- Muchlinski, Elke (2002) *Central Banks and Language*. (forthcoming)
- Muchlinski, Elke (2001) "Monetaristisches Experiment" der Federal Reserve Bank (USA) oder "smokescreen"? Anmerkungen zu einer historisch bedeutsamen Phase der Geldpolitik. In: Heise, Arne (Hrsg.) *USA-Dekonstruktion eines Modells?* Marburg, 69-101.
- Muchlinski, Elke (1999) *Inflation Targeting versus Monetary Targeting – eine unzweckmäßige Dichotomie?* Unv. Ms., Berlin.
- Muchlinski, Elke (1998) "Konventionen im Rahmen der Neuen Institutionenökonomik - Eine Kritik". In: Wegner, G./Wieland, J. (1998) *Formale und informale Institutionen-Genese, Interaktion und Wandel*. Marburg, Metropolis Verlag, 279-308.



- Munger, Michael C./ Roberts, Brian E. (1990) The Federal Reserve and Its Institutional Environment: A Review. In: Thomas D. Willett (Ed.) (1990) *The Political Economy of American Monetary Policy*. Cambridge, UP.
- Poole, William (1975) The Making Of Monetary Policy: Description and Analysis. Federal Reserve Bank of Boston New England, *Economic Review*, 21-30.
- Remsperger, Hermann/ Worms, Andreas (1999) Transparency in Monetary Policy. In: *CFS Working Paper* No. 1999/16, January 1999.
- Sicilia, David B./Cruikshank, Jeffrey L. (2000) (Eds.) *The Greenspan Effect*. New York et al.
- Stein, Jeremy C. (1989) Cheap Talk and the Fed: A Theory of Imprecise Policy Announcement. In: *The American Economic Review*, Vol. 79, No 1, 32-42.
- Thorbecke, Willem (2000) A Dual Mandate for the Federal Reserve. In: The Jerome Levy Economic Institute, *Working Paper*, no 60, New York
- Vickers, John (1998) Inflation Targeting in Practice: The UK Experience. *Speech at the Conference on Implementation of Price Stability, CFS*, Frankfurt/M, 11-12 September.
- Winkler, Bernhard (1999) *On the Need for Clarity in Monetary Policy-Making* (ECB-Conference 1999). URL:<http://www.ecb.int>
- Winkler, Bernhard (2000) Which Kind of Transparency? On the Need for Clarity in Monetary Policy-Making. Working Paper No. 26, European Central Bank, Frankfurt am Main (revised version of Winkler 1999) URL: <http://www.ecb.int>
- Woodward, Bob (2000) *Maestro. Greenspan's Fed and the American Boom*. New York.

