

## Neue Wege mit «forward guidance»

### Siegeszug der verbalen Geldpolitik

03.09.2013



**Die US-Notenbank Fed steuert seit Ausbruch der Krise die Markterwartungen mit «forward guidance». Die EZB will es ihr nun gleichtun und setzt dabei auf die eigene Glaubwürdigkeit am Markt. Der Preis eines Misserfolgs wäre deshalb hoch.**

Claudia Aebersold Szalay, Frankfurt

«We never pre-commit» – der frühere Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), Jean-Claude Trichet, war während seiner Amtszeit nicht müde geworden, bei jeder sich ihm bietenden Gelegenheit zu wiederholen, der EZB-Rat lege sich im Voraus nicht fest, was seine künftige Zinspolitik betreffe. Damit wollte er vermeiden, dass sich die Märkte auf ein Szenario einschiesse und dann enttäuscht würden, sollte der Rat anders entscheiden. Auch sein Nachfolger, Mario Draghi, hat in seinem ersten Amtsjahr gerne den Ausdruck seines Vorgängers benutzt. Doch seit diesem Sommer ist es vorbei mit der Geheimniskrämerei. «Die Schlüsselzinsen der EZB werden über einen längeren Zeitraum auf dem derzeitigen oder einem niedrigen Niveau bleiben», liess Draghi im Anschluss an die Juli-Ratssitzung vor der Presse verlauten und hat damit erstmals in der noch jungen Geschichte der EZB konkrete Hinweise über die künftige Zinspolitik der Notenbank gegeben.

#### Nahe der Nullgrenze

«Forward guidance» heisst diese Form der Geldpolitik. Sie zielt darauf ab, das Wirtschaftsgeschehen über die Erwartungen der Marktteilnehmer zu beeinflussen anstatt direkt über die Leitzinsen. Erwartungen spielen bei der Übermittlung der Geldpolitik in die Wirtschaft stets eine entscheidende Rolle, da eine Zentralbank über die Festlegung des Leitzinses nur die kurzfristigen Marktsätze beeinflussen kann. Die längerfristigen Zinsen werden am Markt gebildet und hängen ausser von den kurzfristigen Sätzen vor allem von den

Erwartungen der Marktteilnehmer über die Zukunft (Konjunktur, Inflation, Notenbankpolitik usw.) ab.

Da für die Entwicklung einer Volkswirtschaft aber vor allem die langfristigen Zinsen massgebend sind, haben Notenbanken stets ein grosses Interesse daran, diese «mitzuprägen». Ihr Interesse daran ist aber besonders gross, wenn die Leitzinsen nahe bei null liegen, denn in diesem Fall haben sie bei der traditionellen Zinspolitik kaum noch Spielraum, und der Beeinflussung der Erwartungen kommt eine noch grössere Bedeutung zu. Vor diesem Hintergrund überrascht es kaum, dass die EZB das Instrument der «forward guidance» gerade jetzt entdeckt hat, wo ihr Leitzins bei 0,5% liegt und somit so tief ist wie noch nie seit der Lancierung des Euro.

Der Chefökonom der Notenbank hat den Entscheid für «forward guidance» unlängst damit begründet, dass sich im Mai und Juni des laufenden Jahres die Markterwartungen zusehends auf höhere Zinsen in der Euro-Zone versteift hätten, was nicht der geldpolitischen Haltung des EZB-Rats entsprochen habe. Eine verbale Klarstellung der anvisierten geldpolitischen Strategie der Notenbank sei deshalb dringend nötig gewesen, um die Markterwartungen wieder in Einklang mit der Lagebeurteilung der Notenbank zu bringen.

«Forward guidance» ist für die EZB Neuland. Andere Notenbanken haben hingegen bereits Erfahrungen mit der «verbalen Geldpolitik» gesammelt, so etwa die US-Notenbank Fed, die Bank of Canada, die Bank of Japan, die schwedische Riksbank oder die Reserve Bank of New Zealand. Kurz nachdem Draghi die Neuerung bekanntgegeben hatte, ist zudem die Bank of England mit «forward guidance» gestartet. Auch für diesen Entscheid dürfte nebst der personellen Neubesetzung der Notenbankspitze – der neue Chef der Bank of England kennt das Instrument von seiner Tätigkeit bei der Bank of Canada – das historisch tiefe Zinsniveau in Grossbritannien verantwortlich sein.

Die grösste Erfahrung mit dem Instrument hat nebst der neuseeländischen Zentralbank die US-Notenbank Fed, die (mit Unterbruch) bereits seit zehn Jahren «forward guidance» betreibt. Seit Ausbruch der Finanzkrise ist nun die verbale Orientierungshilfe für die Märkte nebst den umfangreichen Käufen von Wertpapieren das Hauptinstrument des Fed im Kampf gegen die Krise und die damit verbundenen rezessiven und deflationären Tendenzen.

Seit dem Jahr 2008 macht die Notenbank den Märkten klar, dass sie auch in Zukunft an den tiefen Leitzinsen festhalten will, und mit zunehmender Verschärfung der Krise hat sie ihre verbale «guidance» kontinuierlich angepasst. Hatte sie 2008 noch angegeben, die Leitzinsen würden «für eine gewisse Zeit» ausserordentlich niedrig bleiben, präzisierte sie 2009, dies gelte für einen «längeren Zeitraum». Im Sommer 2011 wurde sie noch expliziter und sprach davon, der Leitzins werde «bis mindestens Mitte 2013» tief bleiben, nicht einmal sechs Monate später hiess es dann «bis spät ins Jahr 2014 hinein», und im Herbst des vergangenen Jahres wurde daraus «bis mindestens Mitte 2015».

Der Einsatz von «forward guidance» ist im Fall des Fed wissenschaftlich breit untersucht und wird in der Mehrheit der Studien als erfolgreich betrachtet. So scheinen die Marktteilnehmer ihre Erwartungen bezüglich künftiger Zinsen tatsächlich der «guidance» des Fed anzupassen. Studien zeigen beispielsweise auf, dass die Marktteilnehmer den Zeitpunkt, für den sie wieder steigende Leitzinsen erwarten, jedes Mal, wenn das Fed während der Krise ihre Orientierung angepasst hat, nach hinten verschoben haben.

Die Untersuchungen belegen ein deutliches Sinken der Forward-Zinsen für länger laufende US-Staatsanleihen in Reaktion auf die Fed-Äusserungen sowie eine Verflachung der US-Zinsstrukturkurve insgesamt. Diese Effekte haben auch dann Bestand, wenn die «guidance» nicht gleichzeitig durch andere Massnahmen begleitet war, also das Fed nicht zum selben Zeitpunkt auch den Leitzins senkte oder Anleihen im grossen Stil kaufte. Das Gros der Studien belegt zudem, dass der Effekt auf die Markterwartungen über das hinausgeht, was allein aus der Beurteilung der Konjunkturlage durch das Fed abzuleiten gewesen wäre.

### **Unsichere Erfolgsaussichten**

Angesichts der Erfahrungen in den USA stellt sich die Frage, ob die EZB mit ihrer «forward guidance» erfolgreich sein wird. Dafür spricht, dass die US-Notenbank mit der verbalen Steuerung laut Untersuchungen immer dann am erfolgreichsten war, wenn sie mit ihrer «guidance» die Märkte überrascht hatte, also beispielsweise Tiefstzinsen für einen längeren Zeitraum in Aussicht gestellt hat, als bisher von den Märkten erwartet worden war.

Die Aussagen des EZB-Chefökonomens deuten daraufhin, dass Draghis Aussage vom Juli die Märkte tatsächlich überrascht haben könnte. Gegen einen raschen Erfolg des neuen Instruments spricht hingegen, dass sich die EZB noch keine Reputation mit «forward guidance» aufbauen konnte, da sie sie erst seit kurzem anwendet. Die Marktreaktionen gehen aber laut wissenschaftlichen Untersuchungen vor allem dann in die von der Notenbank gewünschte Richtung, wenn die Märkte ihr glauben, dass sie sich an ihre Aussagen halten wird, weil sie dies in der Vergangenheit ebenfalls stets getan hat.

Die EZB geniesst zwar, was die Gewährung der Preisstabilität betrifft, eine hohe Glaubwürdigkeit, doch werden ihr die Märkte auch glauben, dass sie sich an ihre «guidance» halten wird? Sollte die EZB gleich beim ersten Mal, in dem sie die neue verbale Strategie anwendet, wegen überraschend anziehenden Preisdrucks gezwungen sein, von ihrer «guidance» abzuweichen, wäre ihre Reputation bezüglich verbaler Orientierungshilfe möglicherweise gleich beim Start ein für alle Mal ramponiert. Zudem belegen Forschungsarbeiten, dass die Glaubwürdigkeit geschmälert wird, wenn sich herausstellt, dass die Notenbankspitze uneins über die «forward guidance» war. Sollte die EZB künftig die Diskussionsverhältnisse im Rat in Protokollen offenlegen, könnten abweichende Haltungen zum Problem werden (vgl. Zusatzartikel).

Zudem kommen einzelne wissenschaftliche Arbeiten zum Schluss, dass «forward guidance» als alleiniges Instrument der unkonventionellen Geldpolitik nur im Falle einer mittelschweren Krise wirkungsvoll ist. Bei schweren und lang andauernden Krisen – und dazu muss die nun seit mehreren Jahren schwelende Finanz- und Staatsschuldenkrise in der Euro-Zone wohl gezählt werden – sei sie nur in Kombination mit anderen Formen des «Quantitative Easing», wie umfangreichen Käufen von Wertpapieren, wirklich effektiv. Da die EZB mit den «Outright-Monetary-Transactions» solche zwar unter gewissen Bedingungen in Aussicht gestellt, aber noch nicht angewandt hat, ist nicht klar, ob ihre verbale Geldpolitik denselben Erfolg haben wird wie jene in den USA.

Ebenfalls unklar ist, ob die EZB mit ihrer Ankündigung eine grosse Wirkung erzielt, wenn sie sie nicht an konkrete Bedingungen bindet. Sowohl das Fed als auch die Bank of Japan und neuerdings die Bank of England haben ihre «guidance» an ganz konkrete Konjunkturdaten gebunden. So will das Fed beispielsweise die Leitzinsen erst wieder erhöhen, wenn die Arbeitslosenquote unter 6,5% gesunken ist. EZB-Chef Draghi hat seine Aussagen nicht an

konkrete Massstäbe gebunden, weshalb sich zeigen muss, ob er eine ähnliche Wirkung wie seine Zentralbankkollegen erzielen kann.

### **Eine riskante Wette**

Grundsätzlich ist «forward guidance» keine risikolose Strategie für eine Notenbank. Selbst Fed-Chef Bernanke räumt ein, die Effekte der verbalen Geldpolitik seien schwer einzuschätzen, da man mit ihr, im Unterschied zum traditionellen Zinsinstrument, noch wenig Erfahrung habe. Sein Kollege von der Federal Reserve Bank von San Francisco spricht die Risiken der «forward guidance» offen an: Mangels Erfahrungen könne nicht ganz ausgeschlossen werden, dass die verbale Geldpolitik genauso wie die umfangreichen Asset-Käufe des Fed zu Inflationsdruck führe, der für die Zentralbank (noch) nicht sichtbar sei. Gerade wenn «forward guidance» den gewünschten Effekt habe und expansiv wirke, könne Inflationsdruck nicht ausgeschlossen werden.

Ebenfalls nicht ausgeschlossen werden könne in diesem Fall Fehlverhalten an den Finanzmärkten, in dem Sinne, dass Investoren wegen des Niedrigzinsumfeldes zu hohe Risiken eingingen. Wissenschaftler befürchten zudem, die Marktteilnehmer könnten sich zu stark auf die Angaben der Notenbank verlassen und deswegen andere Informationen ungenügend verarbeiten, was die Markteffizienz schmälern würde. Eine andere Gefahr könnte daher rühren, dass eine Zentralbank möglicherweise zu lange an ihrer Politik festhält, um aus Reputationsgründen ihr Versprechen aus der «guidance» einzuhalten, und damit den richtigen Zeitpunkt für einen Politikwechsel verpasst.

Dies gilt umso mehr, als Studien belegen, dass «forward guidance» bei Leitzinsen in der Nähe der Nullgrenze besonders wirkungsvoll ist, wenn sie über das hinausgeht, was die Notenbank von den reinen Konjunkturdaten her entscheiden würde. Um sich gegen mögliche Schocks abzusichern, binden sich Zentralbanken mit ihrer «guidance» demnach also gerne für einen längeren Zeitraum, als sie es allein aufgrund ihrer Konjunkturmodelle täten. Damit tragen sie dem Umstand Rechnung, dass ihnen im Falle eines weiteren Schocks bei den Leitzinsen die Hände gebunden sind.

Die Wirkung von «forward guidance» steht und fällt mit der Glaubwürdigkeit der Notenbank und ihrer Art zu kommunizieren. Daraus lassen sich für die EZB als Neuling in diesem Gebiet zwei Lehren ziehen: Erstens muss der Markt ihre Strategie richtig verstehen. Wird ausserhalb der Notenbank nicht verstanden, was sie tut, ist «forward guidance» bestenfalls wirkungslos. Eine sehr gute Kommunikation ist deshalb essenziell. Zweitens funktioniert die verbale Geldpolitik nur bei hoher Glaubwürdigkeit der Notenbank. In diesem Punkt kann die EZB zwar auf ihre bereits erlangte hohe Reputation im Bereich der Preisstabilität bauen, dies ist aber gleichzeitig auch ihr grösstes Risiko. Pannen bei der «forward guidance» könnten nämlich nicht nur deren Wirkung kompromittieren, sondern die EZB auch ihre bereits erlangte Glaubwürdigkeit kosten.

### **Die Tücken der Transparenz**

mmn. · Die Europäische Zentralbank (EZB) denkt laut über die Veröffentlichung ihrer Ratssitzungsprotokolle nach. EZB-Chef Mario Draghi hat im August angekündigt, das Direktorium werde bis im Herbst einen entsprechenden Vorschlag ausarbeiten. Bisher hielt die Notenbank im Unterschied zu anderen Zentralbanken ihre Protokolle unter Verschluss. Für eine Publikation sprechen die dadurch erhöhte Transparenz sowie der Mehrwert in der Kommunikationspolitik der Notenbank. Dagegen spricht hingegen die Gefahr, dass durch die

Offenlegung der einzelnen Positionen im Rat die Unabhängigkeit der Ratsmitglieder gefährdet sein könnte. Tatsächlich muss dieses Risiko ernst genommen werden, denn der EZB-Rat besteht aus dem sechsköpfigen, geschäftsführenden EZB-Direktorium sowie den Präsidenten der nationalen Zentralbanken der 17 Euro-Länder.

Würden die individuellen Meinungen der Ratsmitglieder bekannt, könnten Letztere verstärkt von Politikern und Interessengruppen ihrer Heimatländer unter Druck gesetzt werden und Repressalien erfahren, wenn sie sich im Rat gegen vermeintliche «nationale Interessen» aussprechen. Dieser Druck, oder auch nur schon die Angst davor, könnte zu mehr nationalem Denken im EZB-Rat führen, wodurch gesamteuropäische Interessen in den Hintergrund rücken würden. Unter diesen Umständen könnte die Protokollveröffentlichung die Effektivität der Geldpolitik in der Euro-Zone sogar schwächen, anstatt sie zu stärken. Um eine derartige Politisierung der Ratsentscheidungen also zu vermeiden, müssten die Protokolle ohne Namensnennung publiziert werden. Die Aussagen Draghis von August scheinen in diese Richtung zu deuten. Doch auch ohne Namensnennung könnte die Veröffentlichung Probleme bereiten. Divergierende Positionen der Ratsmitglieder etwa könnten Ungewissheit stiften und unerwünschte Marktreaktionen auslösen. Die Geheimhaltung der Ratsdiskussionen hat bisher stets den einheitlichen Auftritt der EZB gewahrt. Bei einer Veröffentlichung würde jedes Wort im Protokoll von der Öffentlichkeit auf die Goldwaage gelegt. Das EZB-Direktorium muss bei seinem Vorschlag für die Protokollpublikation deshalb eine kluge Balance zwischen Transparenz und Unabhängigkeit finden.