

**Professor Dr. Axel A. Weber**  
Präsident  
der Deutschen Bundesbank

**Notenbankkommunikation als geldpolitischer Erfolgsfaktor**

Festansprache anlässlich der Verleihung des Karl-Klasen-  
Journalistenpreises  
in Hamburg  
am 26. Januar 2010

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 13

---

## Inhalt

1	Einleitung .....	2
2	Die Bedeutung von Notenbankkommunikation .....	3
3	Notenbankkommunikation während der Finanzkrise .....	10
4	Schluss .....	11
	Literatur .....	12

## 1 Einleitung

Sehr geehrter Herr Bürgermeister von Beust,  
sehr geehrter Herr Klasen,  
sehr geehrte Frau Dr. Gelinsky,  
meine sehr verehrten Damen und Herren,

ich fühle mich geehrt, bei der heutigen Verleihung des Karl-Klasen-Journalistenpreises die Festansprache halten zu dürfen. Aus zwei Gründen freue ich mich besonders:

Zum einen weil dieser Journalistenpreis nach einem meiner Amtsvorgänger benannt ist. Karl Klasen war von 1970 bis 1977 Präsident der Deutschen Bundesbank.

Zum anderen weil der Preis in diesem Jahr an Katja Gelinsky verliehen wird, die viele Jahre für die Frankfurter Allgemeine Zeitung aus Washington berichtet hat und den Lesern diesseits des Atlantiks das politische und rechtliche System der Vereinigten Staaten näher gebracht hat.

Ich möchte diese Preisverleihung zum Anlass nehmen, darüber zu reden, weshalb Notenbankkommunikation so wichtig für den Erfolg der Geldpolitik ist.

## **2 Die Bedeutung von Notenbankkommunikation**

Zunächst einmal stellt sich die Frage, warum Notenbanken eigentlich überhaupt transparent und kommunikativ sein sollten.

Als Antwort auf diese Frage ist zum einen auf die Stellung der Notenbanken im Staat hinzuweisen. Notenbanken sind in aller Regel öffentliche Institutionen. Öffentliche Institutionen haben gegenüber der Allgemeinheit als ihrem Souverän transparent zu sein, sofern nicht triftige Gründe, wie zum Beispiel bei Geheimdiensten, dagegen sprechen. Hinzu kommt, dass unabhängige Notenbanken zwar öffentliche Institutionen sind, bei ihren geldpolitischen Entscheidungen aber dem demokratischen Willensbildungsprozess entzogen sind. Für diese Unabhängigkeit der Geldpolitik, die sich mehr oder weniger stark ausgeprägt in fast allen entwickelten Volkswirtschaften durchgesetzt hat, gibt es sehr gute Gründe. So gelingt es unabhängigen Notenbanken nachweislich besser, das Ziel der Preisstabilität zu gewährleisten, als Notenbanken, die den Weisungen des Regierungsapparats unterworfen sind.

Gerade wegen der hohen Unabhängigkeit unterliegen Notenbanken auch einer besonderen öffentlichen Rechenschaftspflicht für ihr Handeln. Hohe Transparenz ist dafür eine unabdingbare Voraussetzung, Transparenz und Unabhängigkeit sind gewissermaßen zwei Seiten derselben Medaille. Und ganz offensichtlich spielen die Medien in diesem ständigen Prozess der Rechenschaftslegung eine zentrale Rolle, sowohl als Informationsquelle als auch als Meinungsbildner.

Neben dieser eher staatsphilosophischen Argumentation gibt es aber auch handfeste ökonomische Gründe, die dafür sprechen, Geldpolitik nicht als Geheimwissenschaft zu betreiben. So besteht unter den Zentralbanken wie auch in der Wissenschaft heutzutage weitgehend Einigkeit darüber, dass die Kommunikation ein wichtiges Element für die Effektivität der Geldpolitik ist.<sup>1</sup>

Lassen Sie mich dies etwas näher erläutern.

Das Ziel der Geldpolitik ist, ein stabiles Preisniveau zu gewährleisten. Hierzu variiert sie Preis und Menge der bereitgestellten Liquidität, um über verschiedene Transmissionskanäle die wirtschaftliche Dynamik und den Preisdruck zu beeinflussen. Die genaue Wirkung der geldpolitischen Impulse ist aber vielfach nur sehr mittelbar und damit unsicher. Denn als Instrument steht dem Geldpolitiker vor allem der kurzfristige Zins zur Verfügung. Änderungen des Leitzinses haben zwar sehr deutlichen Einfluss auf die kurzfristigen Marktzinsen. So ziehen Senkungen des Zinssatzes für einwöchige Refinanzierungsgeschäfte unmittelbar niedrigere Zinsen für Dreimonatsgeschäfte auf dem Interbankenmarkt nach sich.

Für den Verlauf der wirtschaftlichen Entwicklung, also für Produktions-, Investitions- oder Konsumentscheidungen spielen Geldmarktzinsen jedoch eine unbedeutende Rolle. Entscheidungen über Realinvestitionen orientieren sich an langfristigen Zinssätzen, schließlich rentieren sich Sachinvestitionen nur dann, wenn sie langfristig die Finanzierungskosten wieder einspielen.

Langfristige Zinsen, sprich Kapitalmarktzinsen, sind aber – vereinfacht gesagt (Risiko- und Liquiditätsprämien vernachlässigend) – nichts anderes als das Produkt aller kurzfristigen

---

<sup>1</sup> Vgl. Blinder, A. (2009), S. 1f.

---

Zinssätze – des aktuellen tatsächlichen und der zukünftig erwarteten (Arbitragefreiheit). Damit hängt das Kapitalmarktzinsniveau ganz wesentlich von Zukunftserwartungen ab. Eine Notenbank, die das lange Ende der Zinskurve beeinflussen möchte, wird daher gut beraten sein, die Steuerung von Erwartungen in ihr Entscheidungskalkül mit einzubeziehen. Wie gut eine Notenbank den Verlauf der Zinskurve ändern kann, hängt also davon ab, wie gut es ihr gelingt, die Erwartungen über die zukünftigen Kurzfristzinsen zu steuern.

Wirtschaftliche Entscheidungen wie Investitionen hängen indes weniger von nominalen Zinssätzen als vielmehr vom Realzins ab, also dem Zinssatz, der sich nach Abzug der erwarteten Inflationsrate ergibt. Die Steuerung der Inflationserwartungen, genauer gesagt, die stabile Verankerung auf einem niedrigen Niveau ist daher ebenfalls essenziell für den Stabilitätserfolg der Notenbank. Es gelingt ihr nämlich deutlich leichter, Preisstabilität tatsächlich zu gewährleisten, wenn die Inflationserwartungen stabil verankert sind.

Für die erfolgreiche Steuerung von Erwartungen sind zwei Elemente von ganz wesentlicher Bedeutung: Zum einen eine überzeugende geldpolitische Strategie und zum anderen die möglichst unmissverständliche Vermittlung dieser Strategie, die sich vor allem in der fortlaufenden Kommunikation geldpolitischer Entscheidungen konkretisiert.

Vom theoretischen Standpunkt aus gesehen ist das zweite Element, die Kommunikation, an sich überflüssig. Wenn die geldpolitische Strategie eindeutig ist, umgesetzt und von den Marktteilnehmern vollständig verstanden wird, bedürfte es im Prinzip keiner zusätzlichen Kommunikation. Tatsächlich gibt es jedoch Gründe dafür, weshalb die Strategie alleine eben nicht für sich spricht. Einer davon ist, dass geldpolitische Strategien in der Realität keine automatischen Mechanismen sind. Eine sinnvolle geldpolitische Strategie wird sich stets einen diskretionären Spielraum vorbehalten.

---

Am Beispiel des Eurosystems lässt sich verdeutlichen, welche Bedeutung die geldpolitische Strategie und deren Kommunikation haben.

Schematisch betrachtet besteht die Strategie des Eurosystems aus zwei Elementen: Der quantitativen Definition von Preisstabilität und der Analyse von Risiken für die Preisstabilität.

Da der Vertrag über die Arbeitsweise der EU (früher EG-Vertrag) der europäischen Geldpolitik zwar das Ziel der Preisstabilität als primär vorgibt, aber auf eine genauere Definition verzichtet, hat der EZB-Rat selbst eine quantitative Definition vorgenommen: „Unter, aber nahe 2 %“ soll der Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex im Euro-Raum auf mittlere Frist liegen. In der Außenwirkung hat eine solche numerische Zielvorgabe zwei bedeutsame Vorteile<sup>2</sup>:

1. Die Rechenschaftspflicht der Notenbank wird damit objektiviert und erleichtert. Denn es gibt einen Maßstab, an dem gemessen werden kann, ob die Notenbank ihr Ziel erreicht oder verfehlt hat.
2. Eine glaubwürdige Zielvorgabe trägt dazu bei, die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer und der privaten Haushalte zu stabilisieren.

Das Stabilitätsziel wurde im Durchschnitt der ersten elf Jahre der Währungsunion nur hauchdünn verfehlt (2,01 %). Seine Bekanntgabe und vor allem das regelmäßige Bekenntnis dazu haben ebenfalls einen Beitrag zur Stabilisierung der Inflationserwartungen geleistet. Dass die Inflationsrate des Euro-Raums mit Ausnahme der Jahre 1999 und 2009 meist knapp oberhalb von 2 % lag, hängt im Übrigen mit den zahlreichen Schocks zusammen, die

---

<sup>2</sup> Vgl. De Haan, J., Jansen, D.J. (2009), S. 7f.

in den ersten Jahren der Währungsunion auftraten und verkräftet werden mussten, insbesondere bei Öl- und Nahrungsmittelpreisen. Solchen vorübergehenden Schocks, wie wir sie 2007 und 2008 besonders deutlich zu spüren bekommen haben, sollte die Geldpolitik nicht entgegentreten. Denn solange es keine Zweitrundeneffekte gibt, beeinflussen solche Schocks dauerhaft nur das Preisniveau, nicht aber die Inflationsrate. Deswegen ist es auch so wichtig, die Mittelfristorientierung des Stabilitätsziels zu betonen.

Das andere Element der geldpolitischen Strategie ist die Analyse der Preisrisiken. Sie besteht aus der eher kurzfristig orientierten wirtschaftlichen Analyse und der eher langfristig orientierten monetären Analyse, den bekannten zwei Säulen. Treffender wäre es gleichwohl, von den zwei Perspektiven zu sprechen. Für die geldpolitischen Entscheidungen bieten sie nämlich Informationen aus unterschiedlichen Blickwinkeln. Erst durch die Gegenüberstellung der beiden Perspektiven wird die geldpolitische Entscheidung hinreichend fundiert.

Die beiden analytischen Perspektiven dienen indes nicht nur der Fundierung der geldpolitischen Entscheidungen. Darüber hinaus haben sie auch eine wichtige Kommunikationsfunktion. Sie ermöglichen nämlich der Öffentlichkeit, die Entscheidungen des EZB-Rates besser nachzuvollziehen und auch besser antizipieren zu können.

Außenstehende wird allerdings selbst ein profundes Verständnis des Analyserahmens des Eurosystems nicht zur perfekten Vorhersage der geldpolitischen Entscheidungen befähigen. Eine aktive Notenbankkommunikation ist daher sinnvolle und notwendige Ergänzung der geldpolitischen Strategie.

Man sollte sich im Klaren darüber sein, dass solcherlei Erkenntnis noch gar nicht so lange Gemeingut im Zentralbankwesen ist. Noch bis vor ein bis zwei Jahrzehnten gab es nicht wenige Notenbanken, die die Öffentlichkeit an ihren Erwägungen lieber nicht teilhaben lassen wollten. William Greider schrieb vor zwei Jahrzehnten einen Bestseller namens „The Secrets of the Temple“. Es war kein Enthüllungsbuch über eine obskure Religionsgemeinschaft. Nein, es ging um die Federal Reserve.

Während die Fed erst im Laufe der neunziger Jahre eine zunehmend aktive Kommunikationspolitik betrieb, war die Bundesbank übrigens schon sehr viel länger vom Nutzen einer transparenten Geldpolitik überzeugt. Ihre Kommunikationspolitik hat zum Stabilitätsbewusstsein der Deutschen sicherlich einen wichtigen Beitrag geleistet.

Die 1998 gegründete Europäische Zentralbank legte von Anfang an großen Wert auf eine transparente Kommunikation. Die transparente Kommunikationspolitik des Eurosystems hat neben der mittlerweile vorhandenen Erfolgsbilanz gewiss ganz wesentlichen Anteil daran, dass an der Stabilitätsorientierung des EZB-Rates keine Zweifel mehr bestehen. Das ist sehr wichtig, gerade in einer Zeit, in der sich viele – auch wir – wegen der stark steigenden Staatsschulden Sorgen machen.

Die Veröffentlichung der Zinsentscheidung unmittelbar nach der geldpolitischen Sitzung ist unter den Zentralbanken mittlerweile Standard geworden – wie gesagt, es gab andere Zeiten.

Die monatliche Pressekonferenz des EZB-Präsidenten (und Vizepräsidenten) im Anschluss an die Ratssitzung ist hingegen immer noch eine Besonderheit des Eurosystems. Außergewöhnlich ist sie auch deswegen, weil dabei nicht nur ein vorab im Rat abgestimmtes



Einleitendes Statement verlesen wird, sondern Journalisten auch die Möglichkeit haben, Fragen zu stellen, so dass eventuelle Unklarheiten in der Kommunikation sofort ausgeräumt werden können.

So konnte in der Pressekonferenz Anfang Dezember unmittelbar und ausdrücklich klargestellt werden, dass der verkündete Beschluss zur Berechnung des Zinssatzes des letzten der drei Zwölfmonatstender nicht als zinspolitisches Signal in eine bestimmte Richtung zu verstehen ist.

Die Pressekonferenz bietet „Kommunikation in Echtzeit“, schließlich bekommen die Märkte sehr zeitnah einen strukturierten Einblick in die Entscheidung des EZB-Rates. Das Einleitende Statement greift in seinem Aufbau die beiden Säulen der geldpolitischen Strategie – die wirtschaftliche und die monetäre Analyse – auf und fasst damit die entscheidenden Beweggründe zusammen.

Die Relevanz dieser Informationen lässt sich an den unmittelbaren Kursreaktionen ablesen, die bereits mehrfach untersucht und nachgewiesen wurden.<sup>3</sup> Die hin und wieder geforderte Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen brächte den Finanzmärkten indes nur wenig zusätzlichen Erkenntnisgewinn, könnte aber für zusätzliche, unerwünschte Volatilität an den Finanzmärkten sorgen, zumal sie nur mit deutlicher zeitlicher Verzögerung möglich wäre.<sup>4</sup>

Der hohe Aufmerksamkeitswert so genannter Codewörter in den Statements ist ein zweischneidiges Schwert. Einerseits ermöglichen sie ein recht erfolgreiches Erwartungsmanagement, ohne dass damit schon Vorfestlegungen verbunden wären. Andererseits

---

<sup>3</sup> Vgl. Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2007).

<sup>4</sup> Vgl. Issing, O. (2005), S. 536ff.

bergen sie die Gefahr, dass der Fokus der Aufmerksamkeit allzu sehr auf diese Codewörter gerichtet wird. Die für das Verständnis der Geldpolitik wichtige, tiefer gehende Analyse der wirtschaftlichen und monetären Entwicklung träte dann in den Hintergrund. Abgesehen von einem überschaubaren Kreis von Finanzjournalisten und -marktteilnehmern dürfte eine zu verschlüsselte Sprache viele mehr verwirren als erhellen. Ich bevorzuge es deshalb, die Dinge möglichst klar beim Namen zu nennen.

Auch Reden, Interviews und andere Formen des öffentlichen Auftritts von Mitgliedern des EZB-Rates sind wichtige Elemente der Notenbankkommunikation, die Einfluss auf die Erwartungsbildung haben.<sup>5</sup> Hinzu kommen die zahlreichen Veröffentlichungen der Zentralbanken, wie Monatsberichte und Forschungspapiere, die tief greifende und akademisch unterfütterte Informationen bieten.

### **3 Notenbankkommunikation während der Finanzkrise**

Eine ganz besondere Herausforderung für die Notenbankkommunikation stellt zweifelsohne die Finanzkrise dar. In einer Phase drastisch erhöhter Unsicherheit und vielfach erschütterten Vertrauens kommt es besonders darauf an, dass die Notenbanken klare und unmissverständliche Signale senden.

Die kräftigen Zinssenkungen auf ein historisch niedriges Niveau, die nach dem starken Konjunkturunbruch im letzten Winterhalbjahr nicht nur möglich, sondern auch notwendig waren, wurden kommunikativ intensiv begleitet. In der jetzigen Phase, in der das Leitzinsniveau weiterhin so niedrig ist, weil die mittelfristigen Inflationsrisiken gering sind, ist es

---

<sup>5</sup> Vgl. Blinder, A. et al. (2008), S. 32ff.

enorm wichtig, immer wieder an Eines zu erinnern: Trotz der extrem expansiven Ausrichtung unserer Geldpolitik haben wir von unserem Preisstabilitätsziel keine Abstriche gemacht und werden sie auch weiterhin nicht machen. Wenn sich Risiken für die Preisstabilität abzeichnen, werden wir gegensteuern.

Dank intensiver Kommunikation ist es nicht nur gelungen, zu vermitteln, warum die umfangreichen Liquiditätsoperationen und Sondermaßnahmen, die das Eurosystem seit dem Ausbruch der Finanzkrise ergriffen hatte, notwendig waren, nämlich um das Finanzsystem funktionsfähig zu halten. Offenkundig gelang es auch, klar zu machen, dass sämtliche Maßnahmen so gestaltet wurden, dass der spätere Ausstieg zur rechten Zeit möglich sein wird.

Ebenso konnte kommuniziert werden, dass der Ausstieg aus den Maßnahmen unkonventioneller Geldpolitik und der Beginn einer zinspolitischen Normalisierung gedanklich zu separieren sind, weil sie unterschiedlichen Bedingungen folgen. Die kommunikative Vorbereitung und Begleitung des Exit wird freilich die Herausforderung der nächsten Zeit sein – nicht nur im Eurosystem, sondern auch für andere Notenbanken.

#### **4 Schluss**

Meine Damen und Herren, das Letzte, was ich tun möchte, ist es einer Preisverleihung unnötig lange im Wege zu stehen. Lassen Sie mich deshalb zum Ende kommen.

Die Medien sind für die Notenbanken ein wichtiger Kanal, um die geldpolitischen Strategien und Entscheidungen an die Finanzmärkte und an die breite Öffentlichkeit zu vermitteln. An-

gesichts der wichtigen Funktion, die die Medien für den Erfolg der Geldpolitik haben, bemühen sich die Notenbanken, den Erfordernissen der Medien gerecht zu werden.

Für den langfristigen Erfolg der stabilitätsorientierten Geldpolitik kommt es nicht alleine darauf an, die Finanzmarkterwartungen zu lenken. Die gesamte Öffentlichkeit darf keinen Zweifel an der Stabilitätsorientierung haben. Die Medien haben deshalb eine Mitverantwortung dafür, dass die Menschen Vertrauen in die Glaubwürdigkeit der Notenbanken gewinnen können.

Dazu sind fachlich kompetente Journalisten unverzichtbar. Gerade in einer Zeit, in der verstärkt über die wirtschaftliche Zukunft der Printmedien diskutiert wird, sollten wir uns dies immer wieder bewusst machen. Umso mehr freue ich mich daher, dass heute mit dem Klasen-Preis eine Journalistin geehrt wird, die diese Anforderungen in ganz besonderer Weise erfüllt.

Ich danke Ihnen für die Aufmerksamkeit.

\* \* \*

## Literatur

Blinder, A. et al. (2008), Central bank communication – a survey of theory and evidence, ECB working paper series No. 898

Blinder, A. (2009), Talking about monetary policy: the virtues (and vices?) of central bank communication, BIS Working Papers No. 274

De Haan, J, Jansen, D.J. (2009), The communication policy of the European Central Bank: An overview of the first decade, DNB Working Paper No. 212

Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2007), Explaining monetary policy in press conferences, ECB working paper series No. 767

Issing, O. (2005), Kommunikation, Transparenz, Rechenschaft – Geldpolitik im 21. Jahrhundert, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Band 6, Heft 4