

**Diskussionsbeiträge des
Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft
der Freien Universität Berlin**

Nr. 2004/6

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE REIHE

Birgit Ladwig

**Transparenz von Zentralbanken
am Beispiel der EZB**

ISBN-3-935058-75-6

Abstrakt

Wird die Unabhängigkeit von Zentralbanken schon lange in der Literatur diskutiert, hat die Thematisierung von Transparenz erst durch neue Praktiken der Zentralbanken größere Aufmerksamkeit erlangen können. In dieser Arbeit wird eine Klassifikation der Aspekte von Transparenz erarbeitet, anhand derer die unterschiedlichen Forschungsarbeiten systematisiert und in ihrer Relevanz analysiert werden können. Diese Analyse erfolgt am Beispiel der Politik der Europäischen Zentralbank, da diese sich einerseits permanenter Kritik bezüglich ihrer Intransparenz ausgesetzt findet und andererseits ihre neuen Praktiken die Grenzen der bisherigen Forschung aufzeigen können.

1 Einleitung

Die tiefgreifenden Veränderungen, denen sich die Politik der Zentralbanken innerhalb des letzten Jahrzehnts ausgesetzt fand, verdanken sich wesentlich einem weltweiten Trend zu Unabhängigkeit und Transparenz, der als neues Paradigma auch die Forschung zu prägen begonnen hat. Wurde die Unabhängigkeit von Zentralbanken dabei schon lange in der Literatur diskutiert, hat die Thematisierung von Transparenz erst durch neue Praktiken der Zentralbanken selbst größere Aufmerksamkeit erlangen können: Als Grundlage solider Wirtschaftspolitik wird sie inzwischen allgemein anerkannt. Diese Akzeptanz manifestiert der Internationale Währungsfond mit der Veröffentlichung des „Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies“, mit dem Verhaltensgrundsätze für eine sinnvolle transparente Geldpolitik einer Zentralbank festgelegt werden (vgl. Internationaler Währungsfond 1999).

In der aktuellen Debatte gilt die institutionelle Unabhängigkeit einer Zentralbank und eine explizite Bindung an eine niedrige Inflation als beste Möglichkeit, Preisstabilität zu sichern und die Geldpolitik von politischen Einflüssen mit kurzfristigen wirtschaftlichen Zielen (Wachstum und niedrige Arbeitslosigkeit, Erhöhung der Wiederwahlchancen) freizuhalten. Auf der anderen Seite wird argumentiert, dass die Überantwortung eines der wichtigsten wirtschaftspolitischen Mittel wie dem des Zinssatzes an eine ungewählte Institution undemokratisch sei. Dieses Argument wiegt umso mehr, wenn die Geldpolitik nicht nur das Ziel der Preisstabilität verfolgt, sondern ebenso versucht, ihre zumindest kurzfristigen Einflüsse auf reale Größen zur Stabilisierung von Schocks einzusetzen. Um diese (undemokratische) Unabhängigkeit auszugleichen, wird zunehmend die Forderung nach mehr Rechenschaftspflicht („*Accountability*“) als *quid pro quo* der Unabhängigkeit von Zentralbanken erhoben – oder, wie Issing (1999a) es ausdrückt: „*Accountability is the reverse side of the coin of central bank independence*“ (Issing 1999a, S. 509). In diesem Zusammenhang wird häufig Transparenz postuliert, um der Öffentlichkeit die Möglichkeit zu geben, eine unabhängige Zentralbank zur Rechenschaft zu ziehen.

Das zweite Argument für Transparenz rekurriert auf die ökonomische Effizienz von Geldpolitik: Eine effektive Geldpolitik begründet sich essenziell auf den Erwartungen der verschiedenen Marktteilnehmer, da diese die Verbindung zwischen dem kurzfristigen Zinssatz, der von der Zentralbank steuerbar ist, und den letztendlich für die Preisentwicklung entscheidenden langfristigen Zinsen herstellen. Eine Diskrepanz zwischen beiden Zinssätzen führt zu ökonomischen Ineffizienzen, so dass es Ziel der Geldpolitik sein muss, diese Abweichung zu minimieren. Um die Markterwartungen in ihrem Sinn beeinflussen zu können, muss sich die Zentralbank ein gewisses Maß an Glaubwürdigkeit in ihrer Strategie und in ihren Ankündigungen aufbauen. Als Mittel dazu wird Transparenz vorgeschlagen, da angenommen wird, so das Verständnis der Märkte für die

Strategie der Zentralbanken zu verbessern und sie in Konsequenz zuverlässiger und sensibler auf Ankündigungen der Zentralbank reagieren zu lassen.

Ziel dieser Arbeit ist es, den Terminus Transparenz, der in der Forschung mit sehr unterschiedlichen Inhalten belegt ist, in seinen verschiedenen Facetten zu erfassen und einzugrenzen. Im Anschluss wird eben jene Klassifikation der verschiedenen Aspekte von Transparenz aufgegriffen und einer Untersuchung unterzogen. Entsprechend dieser Klassifikation können so die wichtigsten Ansätze zur Erklärung der Rolle von Transparenz in der Geldpolitik vorgestellt werden.

Gleichzeitig soll die Kommunikationspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) analysiert werden. Dabei wird sich herausstellen, dass die Debatte um die EZB vor allen Dingen durch einen Konflikt zwischen den verschiedenen theoretischen Ansätzen zur Erklärung von Transparenz bedingt ist, dieser jedoch als solcher anscheinend nicht erkannt oder zumindest nicht formuliert wird.

Ziel dieser Arbeit ist es deswegen, diese Kontroverse aufzulösen und die Unmöglichkeit aufzuzeigen, die Praxis einer sehr jungen und in ihrer Ausgestaltung und ihrem Mandat sehr speziellen Zentralbank mit Hilfe verschiedener und zweifelsohne konfliktärer Auffassungen von Transparenz zu beurteilen, sondern dass vielmehr neue Maßstäbe und Ansätze vonnöten sind, die EZB zu verstehen und in ihrer Komplexität zu erfassen.

2 Transparenz in der Theorie

2.1 Definitive Grundlagen

Bevor die verschiedenen Ansätze zur Implementierung von Transparenz und der jeweiligen Konsequenzen dargestellt werden, erscheint es angesichts der erheblichen Differenzen zwischen den jeweils zugrundeliegenden Definitionen als zweckmäßig, den Begriff der Transparenz zunächst eingrenzend zu erläutern.

Vergleicht man die verschiedenen Ansätze zur Erklärung von Transparenz, so wird deutlich, dass angesichts der Polyphonie der in der Forschung vertretenen Thesen eine eindeutige Definition von Transparenz nicht zu leisten ist.

Geraats (2002a) greift diese Problematik auf und konkretisiert fünf Aspekte von Transparenz, die verschiedenen Stufen der geldpolitischen Entscheidungsfindung zuzuordnen sind (vgl. Geraats 2002a, S.8f.).

Die folgende Abbildung verdeutlicht den Zusammenhang:

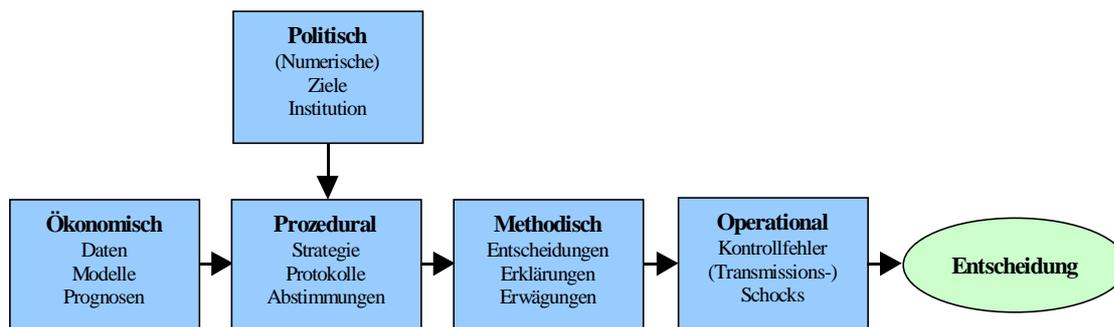


Abb. 1: Aspekte von Transparenz

Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Geraats (vgl. Geraats 2002a, S.8)

Den Ausgangspunkt bilden mit der politischen Transparenz die Erwägungen bezüglich der Ziele und der institutionellen Ausgestaltung der Zentralbank. In die Entscheidungsfindung fließen ökonomische Daten in Form von Statistiken, Modellen und Prognosen ein (ökonomische Transparenz). Der auf Grundlage genannter Faktoren stattfindende Entscheidungsprozess selbst soll durch die prozedurale Transparenz beleuchtet, die Kommunikation über das Ergebnis dieser Entscheidungen durch die methodische Transparenz vermittelt werden. Operationale Transparenz ist motiviert durch bei der letztendlichen Durchführung der Politik auftretende Störungen oder Schocks.¹

2.2 Politische Transparenz („*political transparency*“)

Der in der Forschungsliteratur am intensivsten diskutierte Aspekt ist der der politischen Transparenz. Politische Transparenz umfasst sowohl die Kommunikation der geldpolitischen Ziele (im Allgemeinen das Inflationsziel) und institutionellen Vereinbarungen als auch die Unabhängigkeit der Zentralbank, Zentralbankverträge und *Override*- Mechanismen.²

¹ Weitere Klassifizierungen verwenden z.B Gersbach und Hahn (2001a), indem sie zwischen Zieltransparenz, Kenntnistransparenz und operationaler Transparenz unterscheiden (vgl. Gersbach und Hahn 2001a, S. 1f.), oder Blinder *et al.* (2001), die zwischen den Zielen, den Methoden und den Entscheidungen einer Zentralbank differenzieren (vgl. Blinder *et al.* 2001, S. 2ff.). Jedoch erscheint angesichts der Zielsetzung dieser Arbeit die Klassifikation Geraats´ die Theorie am sinnvollsten erfassen zu können.

² Auf die beiden letztgenannten soll an dieser Stelle nicht weiter eingegangen, zur weiteren Information jedoch auf Walsh (1995) zu Zentralbankverträgen und Lohmann (1992) bezüglich des *Override*- Mechanismus verwiesen werden.

2.2.1 Geldpolitische Ziele

Wurden bis vor einigen Jahren oft mehrere, teilweise konfligierende Ziele der Geldpolitik angegeben, ohne die Trade-Offs zwischen ihnen oder ihre jeweilige Priorität zu präzisieren, herrscht seit den Neunzigerjahren mehr Transparenz bezüglich der Ziele der Geldpolitik und ihrer Reihenfolge.³

In Weiterentwicklung des Modells von Kydland und Prescott (1977) und unter Einbezug des Inflation Bias⁴ analysiert Geraats (2002a) zwei entgegengesetzte Effekte: den positiv wirkenden Unsicherheitseffekt, der durch ein höheres Maß an Transparenz die Prognosefehler der Öffentlichkeit für die Inflation und den Output reduziert, und einen schädlichen Anreizeffekt: Da die Erwartungsbildung des privaten Sektors rational und auf Grundlage vergangener Daten erfolgt, könnte ein Zentralbanker in der ersten Periode versuchen, sich durch ein niedriges Inflationsziel, welches niedrige Inflationserwartungen für die zweite Periode auslöst, Reputation aufzubauen, um einen vorteilhafteren Trade-Off zwischen Inflation und Output zu erreichen. Dementsprechend kommen Modelle, die auf den Inflation Bias Bezug nehmen, zu dem Schluss, dass Transparenz über das Inflationsziel die Inflation erhöht, da wegen der durch den Inflation Bias induzierten Zeitinkonsistenz⁵ der Anreizeffekt den Unsicherheitseffekt überwiegt (vgl. Geraats 2002a, S. 5ff).⁶

Blinder *et al.* (2001) differenzieren zwischen langfristigen und kurzfristigen Zielen. Bei den langfristigen Zielen eines Inflation Targeters, also der Inflationsrate, sprechen sie sich eindeutig für Transparenz als “one of the hallmarks of inflation targeting regimes“ aus, denn eine Ziffer wie die Inflationsrate sei eine gute Möglichkeit für Rechenschaftspflicht *ex post*, durch deren Fehlen es

3 In den meisten Zentralbanken ist das gesetzlich festgelegte Ziel, die Preisstabilität, in Form eines numerischen Wertes oder einer Bandbreite vorgegeben, während andere Ziele entweder nicht existieren (wie zum Beispiel in der Charta der EZB, in der wirtschaftliche Stimulation nur unter dem Gebot der Vorrangigkeit des Inflationsziels möglich ist) oder als deutlich niedriger priorisiert werden (wie das Wachstums- und Beschäftigungsziel im Fall der Bank of England). Eine Ausnahme bildet die Federal Reserve Bank, die explizit ein duales Mandat verfolgt (vgl. Humphrey- Hawkins- Act 1978).

4 In diesen Modellen und in der Arbeit von Barro und Gordon (1983) wird davon ausgegangen, dass die Zentralbank in ihrer Verlustfunktion von der Öffentlichkeit differierende Präferenzen bezüglich der Gewichtung des Output- und Inflationsziels besitzt. Will die Zentralbank den Output erhöhen oder die Arbeitslosigkeit senken, so führt sie eine Überraschungsinflation durch, so dass die Marktteilnehmer nicht sofort Preise und Löhne anpassen können und die Geldpolitik kurzfristig realwirtschaftlichen Einfluss besitzt. Transparenz würde die wahren Absichten der Zentralbank enthüllen und eine Überraschungsinflation unmöglich machen.

5 Zeitinkonsistenz meint in diesem Zusammenhang, dass wegen der Verfolgung kurzfristiger politischer Ziele eine in der aktuellen Periode getroffene Entscheidung in der nächsten Periode nicht die optimale Entscheidung darstellt (vgl. Eijffinger und De Haan 1996, S. 5).

6 Dabei sollte jedoch beachtet werden, dass der Inflation Bias nicht von Zentralbankern bestätigt wird (vgl. Blinder 1997, S. 13; Blinder 1998, S. 42f.; Vickers 1998, S. 369) und der Anreizeffekt neben genannter negativer gleichzeitig auch positive Auswirkungen auf andere Aspekte von Transparenz besitzt (vgl. Geraats 2002a, S. 7).

zum Verlust der Glaubwürdigkeit einer unabhängigen Zentralbank kommen könne (Blinder *et al.* 2001, S. 28).⁷

Das wichtigste Instrument einer Zentralbank ist der kurzfristige Geldmarktzinssatz. Dieser beeinflusst die Inflation allerdings nur indirekt über realwirtschaftliche Variablen wie zum Beispiel langfristige Kapitalmarktzinsen.

Die Zentralbank ist also gezwungen, mit Hilfe des kurzfristigen Zinssatzes auf diese Variablen einzuwirken. Dazu sind, sich ebenfalls kurzfristig ändernde, Erwartungen und Ziele bezüglich dieser Variablen notwendig. Kommunikation dieser Ziele birgt einige Risiken, da zum Beispiel die Aussage, im Moment werde ein niedrigeres Wachstum oder eine höhere Arbeitslosigkeit verfolgt, schwerlich das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Zentralbank stärken dürfte. Einer Veröffentlichung kann in dem Moment zugeraten werden, in dem es der Zentralbank möglich ist, die (geringere) Relevanz der kurzfristigen Ziele zu kommunizieren und klarzustellen, dass diese mit geringerer Konsequenz als die langfristigen Ziele verfolgt werden (vgl. Blinder *et al.* 2001, S. 31).

Zwar wissen die Öffentlichkeit und die Finanzmärkte, dass kurz- und langfristige Ziele gegebenenfalls in Konflikt miteinander stehen und nicht simultan erreicht werden können, jedoch ist die Relationierung und Gewichtung innerhalb der jeweiligen Zentralbank nicht bekannt. Genau an diesem Punkt setzt die Kritik an dem Inflationsziel der EZB an.⁸ Zwar stellt die EZB klar, dass Deflation nicht als mit Preisstabilität vereinbar angesehen wird (vgl. EZB 1999, S.51), nichtsdestominder kritisiert Buiters (1999) die unklare Formulierung, da sie auf eine „zone of inaction“ hindeute. Die unscharfe Relation zwischen dem Inflationsziel und dem Instrument des kurzfristigen Zinssatzes erschwere die Entscheidungsfindung der Haushalte und Unternehmen und schwäche darüber hinaus die einzige Form der Rechenschaftspflicht, der sich die EZB verpflichtet habe (vgl. Buiters 1999, S. 189).

Desweiteren wird bezweifelt, ob die EZB in der Tat ausschließlich das Ziel der Preisstabilität verfolgt. Zum einen zeigen die Vergangenheit und die Gegenwart, dass die wenigsten Zentralbanken sich ausschließlich der Preisstabilität widmen (vgl. Clárida und Gertler 1996 über die Deutsche Bundesbank, und Taylor 1993 über die Federal Reserve Bank (Fed)). Zum anderen bestimmt Artikel 105 (1) der ESZB- Statuten: „Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der

7 Deutlich an Komplexität gewinnt diese Frage, wenn neben der Preisstabilität weitere Ziele wie Stabilisierung oder reales Wachstum verfolgt werden, denn dann entsteht ein Tradeoff zwischen der Anzahl der Ziele und dem Grad der Rechenschaftspflicht (vgl. Cukierman 2000, S. 13f.)

8 „Preisstabilität wird definiert als Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2% gegenüber dem Vorjahr“ (EZB 1999, S. 51).

Preisstabilität möglich ist, unterstützt die ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft, um zur Verwirklichung der in Artikel 2 festgelegten Ziele der Gemeinschaft beizutragen“.⁹

Diese eindeutige Priorisierung der Ziele trägt zwar zur politischen Transparenz bei, kann aber mit der Eigendarstellung der EZB als *“Inflation Fighter”* kollidieren. Mangelnde Transparenz über ihr Wirtschaftsziel sollte der EZB jedoch nicht zum Vorwurf gemacht werden, denn gerade die aktuelle Situation zeigt, dass das Ziel der wirtschaftlichen Stimulation dem der Preisstabilisierung klar untergeordnet und somit vernachlässigbar ist. Ändert sich dieses Verhältnis allerdings mit einer Entspannung der momentanen Lage, sollte das umgehend den Märkten und der Öffentlichkeit mitgeteilt werden, um keine Glaubwürdigkeitseinbußen hinnehmen zu müssen. Gleichzeitig sieht sich die EZB in einem solchen Fall genötigt, ihre Rechenschaftspflicht über die bloße Inflationsleistung hinaus zu erweitern.

2.2.2 Institutionelle Ausgestaltung einer Zentralbank

Die meisten westlichen Zentralbanken sind institutionell sowohl sehr unabhängig als auch sehr transparent ausgestaltet. Geraats (2002b) zeigt, dass es neben Erwägungen der demokratischen Rechenschaftspflicht auch einen ökonomisch fundierten Zusammenhang zwischen der Unabhängigkeit einer Zentralbank und ihrem Grad an Transparenz gibt. Sie legt dar, dass im Fall einer abhängigen Zentralbank Informationsfreigabe über die den Entscheidungen zugrundeliegenden wirtschaftlichen Daten wegen drohender politischer Einflussnahme schädlich sein kann. Für eine unabhängige Zentralbank hingegen sind derartige Erwägungen bezüglich der Transparenz unerheblich, da solche Einflussnahmen nicht zu befürchten sind und die Vorteile von Transparenz bedingungslos genutzt werden können (vgl. Geraats 2002b, S. 11f.).

Artikel 107 des EG- Vertrages begründet die Weisungsunabhängigkeit der EZB von „Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen“.¹⁰

9 Artikel 2 des EG- Vertrages: „Aufgabe der Gemeinschaft ist es, [...] eine harmonische und ausgewogene Entwicklung des Wirtschaftslebens innerhalb der Gemeinschaft, ein beständiges, nicht- inflationäres und umweltverträgliches Wachstum, einen hohen Grad an Konvergenz der Wirtschaftsleistungen, ein hohes Beschäftigungsniveau, ein hohes Maß an sozialem Schutz, die Hebung der Lebenshaltung und der Lebensqualität, den wirtschaftlichen und sozialen Zusammenhalt und die Solidarität zwischen den Mitgliedsstaaten zu fördern.“

10 In der Tat sieht der EG- Vertrag bis auf die in Artikel 109 (4) des Vertrages festgelegte Möglichkeit des Europäischen Währungsinstituts, mit einer Zwei-Drittel-Mehrheit „Stellungnahmen oder Empfehlungen zu der allgemeinen Orientierung der Geld- und der Wechselkurspolitik der einzelnen Mitgliedsstaaten sowie zu deren diesbezüglichen Maßnahmen ab[zugeben“ keinerlei Eingriffsmöglichkeiten anderer Institutionen in die Geldpolitik vor. Buiter (1999) plädiert auf die Abschaffung dieser Klausel, da sie die operationale Unabhängigkeit der EZB in Zweifel ziehe (vgl. Buiter 1999, S. 206).

Es ist jedoch umstritten, ob die EZB neben der vertraglich festgelegten instrumentellen Unabhängigkeit auch Zielunabhängigkeit besitzt.¹¹

Während Buitter (1999) dies bezweifelt (vgl. Buitter 1999, S. 188), sehen Begg und Green (1998) die operationalen Ziele der EZB nicht eindeutig spezifiziert und interpretieren diesen Umstand als Zielunabhängigkeit. Sie empfinden die EZB deswegen als zu unabhängig und weisen auf die Gefahr der Untergrabung der Glaubwürdigkeit wegen des demokratischen Defizits hin (vgl. Begg und Green 1998, S. 134).¹² Angesichts der Multinationalität der EZB bei gleichzeitiger Nichtexistenz einer supranationalen Regierung scheint es jedoch keine Alternative zu dieser Unabhängigkeit zu geben. In der Konsequenz sieht sich die EZB zu einem hohen Maß an Rechenschaft und auch Transparenz verpflichtet (vgl. Geraats 2002b).

2.3 Ökonomische Transparenz („*economic transparency*“)

Ökonomische Transparenz bezieht sich auf die ökonomischen Informationen, die in den geldpolitischen Prozess einfließen. Hervorzuheben sind die zugrundeliegenden Modelle der Wirtschaft, dabei insbesondere Annahmen bezüglich der Transmission geldpolitischer Impulse und (Inflations-) Prognosen.¹³

2.3.1 Modell der Wirtschaft/ Geldpolitischer Transmissionsmechanismus

Bis heute herrscht große Unsicherheit darüber, wie geldpolitische Impulse auf die Wirtschaft übertragen werden. Zwar hat die Literatur einige Übertragungskanäle identifiziert (zum Beispiel den Zins-, Wertpapier-, Wechselkurs- oder Kreditkanal), deren empirische Belegung ist jedoch kaum möglich. Institutionelle Gegebenheiten wie das Finanz- und Bankensystem oder die Handelsstruktur können den Transmissionskanal beeinflussen, so dass empirische Ergebnisse eines Landes nicht uneingeschränkt auf andere Länder oder Ländergruppen übertragen werden können (vgl. Remsperger und Worms 1999, S. 3). Da diese Schwierigkeit auch innerhalb der Zentralbank existiert, handelt es sich weniger um ein Problem asymmetrischer als um eines unzureichender

11 Innerhalb der Unabhängigkeitsdebatte wird im Allgemeinen zwischen Ziel- und instrumenteller Unabhängigkeit unterschieden. Eine Zentralbank besitzt Zielunabhängigkeit, wenn sie ihr vorrangiges Ziel frei formulieren und bei Vorgabe mehrerer Ziele (im Allgemeinen wirtschaftliches Wachstum) frei priorisieren kann. Instrumentelle Unabhängigkeit meint die Freiheit, eigenständig die Mittel zur Realisierung der vorgegebenen Ziele einzusetzen. Die instrumentelle Unabhängigkeit der EZB wird durch Artikel 18, 19 und 20 der ESZB- Statuten gewährleistet.

12 Tatsächlich bekräftigen De Haan (1997) und Eijffinger und De Haan (2000) in empirischen Untersuchungen, dass die EZB zu den unabhängigesten Zentralbanken weltweit gehört (vgl. De Haan 1997, S.411ff. und Eijffinger und De Haan 2000, S. 395f.).

13 Ebenso werden die Auswirkungen von Transparenz hinsichtlich wirtschaftlicher Schocks untersucht. An dieser Stelle soll diesbezüglich jedoch lediglich auf Cukierman (2000 und 2001) verwiesen werden.

Information. Die Zentralbank kann also diese Art von Unsicherheit nur reduzieren, indem sie selber diesen Prozess versteht. Da das nur in Ansätzen der Fall ist, liegt es lediglich bedingt in der Hand der Zentralbank, an dieser Stelle mehr Transparenz zu schaffen.¹⁴

Diese Unsicherheit ist besonders stark im Fall des Euro- Währungsgebietes: Es ist wahrscheinlich, dass eine Währungsunion zu einer Veränderung der Transmission führt (Lucas-Kritik) (vgl. Remsperger und Worms 1999, S. 3ff.).¹⁵ Zudem kommt im Euro- Währungsgebietes die Heterogenität der Bankensysteme der einzelnen Mitgliedsstaaten erschwerend hinzu. Werden in einigen Ländern monetäre Impulse über den Kreditkanal übertragen und Zinssenkungen damit oftmals nur sehr langsam vermittelt, werden in anderen Ländern, in denen sich Unternehmen vorrangig an den Kapitalmärkten finanzieren, monetäre Impulse sofort über den Disintermediationsprozess weitergegeben (vgl. Dornbusch *et al.* 1998, S. 28f.). Nichtsdestominder versucht die EZB mit Hinweis auf die genannten Schwierigkeiten, in empirischen Untersuchungen Übertragungskanäle zu identifizieren (vgl. EZB 2000b und EZB 2002a). Angesichts der beschriebenen Unsicherheiten kann der EZB diesbezüglich ein hohes Maß an Transparenz attestiert werden, da selbst bei einer falschen Einschätzung der Transmission die Märkte und die Öffentlichkeit zumindest darüber informiert sind, auf welcher Grundlage die geldpolitischen Entscheidungen getroffen werden (vgl. Tarkka und Mayes 1999, S. 10). Diese Transparenz scheint vor allen Dingen deswegen unabdingbar, weil nur dann die Strategie der EZB (und daraus resultierend ihre Ablehnung gegenüber einer Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle und des Abstimmungsverhaltens) verstanden werden kann.

2.3.2 Inflationsprognosen

Den Inflationsprognosen wird deswegen in der Theorie und Praxis ein so auffallend hoher Stellenwert beigemessen, weil sie es der Öffentlichkeit ermöglichen (sollen), durch die Einschätzung der Zentralbank hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung mögliche Politik-Alternativen, wie etwa Zinsänderungen, abzuleiten und so die Erwartungsbildung zu verfeinern. Zudem gilt vor allem bezüglich Inflationssteuerung betreibender Zentralbanken, dass Prognosen die Möglichkeiten von Regierung und Öffentlichkeit erweitern, die Zentralbanken auf Grundlage

14 Allerdings limitiert diese Unwissenheit auch die Transparenz in anderen Bereiche, zum Beispiel durch Prognosen oder die Interpretation des Geldmengenwachstums, die wesentlich von dem angenommenen Transmissionsmechanismus abhängen (vgl. Remsperger und Worms 1999, S. 4). Die Abhängigkeit von dem zugrunde gelegten Transmissionsmechanismus bezüglich der Inflationsprognosen untersucht Cukierman (2000).

15 Die Lucas-Kritik besagt, dass geldpolitische Effekte auf die Wirtschaft nicht durch ökonometrische Modelle gemessen werden können, da „wirtschaftspolitische Maßnahmen zu Erwartungsänderungen führen, die ihrerseits die strukturellen Parameter des ökonometrischen Modells beeinflussen. Dies wird bei der ursprünglichen Schätzung aber nicht berücksichtigt.“ (Gabler Wirtschaftslexikon 2000, S.2030).

der prognostizierten Werte und gestellten Annahmen zur Rechenschaft zu ziehen (vgl. Blinder *et al.* 2001, S. 33).

Tatsächlich sah die EZB anfangs von der Veröffentlichung von Inflations- oder allgemeinen Wirtschaftsprognosen ab. Issing (1999a und 1999b) verteidigte diese Praktik mit der den Prognosen anhaftenden Unsicherheit, die wegen des neuen ökonomischen Umfelds und der strukturellen Veränderungen im Euro- Währungsgebiet besonders bedeutend sei. Insbesondere in der Anfangsphase der Währungsunion bestehe die Gefahr, die Glaubwürdigkeit der EZB und ihren Ruf als Inflationskämpfer zu untergraben (vgl. Issing 1999a, S. 516). Konträr dazu besteht die Auffassung, dass sich die Glaubwürdigkeit sogar noch erhöhe, wenn zusätzlich zu den Prognosen die jeweilige Reaktion der Geldpolitik geschildert würde (vgl. Tarkka und Mayes 1999, S. 35). Der prognostizierte Wert dürfe eben nicht als lineare Handlungskette, sondern vielmehr als mögliche Entwicklung in Abhängigkeit von den Annahmen aufgefasst werden, wobei diese Annahmen auch unter Beachtung der Auswirkungen, die ihre Veränderung zeitigen würde, genau definiert werden müssen (vgl. Tarkka und Mayes 1999, S. 11). Vickers (1998) weist darauf hin, dass die den Märkten und der Öffentlichkeit verständlichen ökonomischen Modelle nur einen kleinen Teil der relevanten Variablen erfassen könnten, also konsequenterweise auch Off- Modelle, Statistiken und Erklärungen veröffentlicht werden müssten (vgl. Vickers 1998, S. 370). Dann stellt sich allerdings die Frage, inwieweit wirklich mehr Verständnis für die Geldpolitik seitens der Öffentlichkeit und der Märkte generiert werden kann, oder ob diese nicht vielmehr durch den auftretenden Informationsüberfluss überfordert würden (vgl. Issing 1999a, S. 515).

Weiterhin solle die Leistung der EZB nicht nach der Qualität ihrer Prognosen, sondern anhand der Erfüllung des Mandats der Preisstabilität beurteilt werden (vgl. Duisenberg 1999). Dieses Argument ist für Buiters (1999) nicht haltbar, da es allein durch eine Prognose der Regierung und der Öffentlichkeit möglich sei zu unterteilen, inwieweit das Erreichen des Inflationsziels Zufall oder technische Expertise sei; zudem erlaube ein Prognose Einblicke in die Geldpolitik der EZB (vgl. Buiters 1999, S.195). Dessen ungeachtet nimmt Issing (1999a) mit Verweis auf die Nichtexistenz eines operationalen Inflationsziels der EZB Abstand von dieser Argumentation, da eine Prognose im Fall der EZB deren Bedeutung innerhalb der Zwei- Säulen- Strategie überbetonen und verzerren würde.¹⁶ Zudem könne eine Prognose angesichts ihrer untergeordneten Rolle die Funktion der Rechenschaftspflicht nur bedingt erfüllen (vgl. Issing 1999a, S. 513).

¹⁶ Neben dem vorrangigen Ziel der Preisstabilität baut die EZB- Strategie auf zwei Säulen auf, die der Beobachtung und Analyse der monetären, finanziellen und wirtschaftlichen Entwicklung dienen sollen: Das Geldmengenaggregat M3, für dessen Wachstum zur Zeit ein Referenzwert von viereinhalb Prozent pro Jahr verkündet wird und eine breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die künftige Preisentwicklung und der Risiken der Preisstabilität im Euro- Währungsgebiet insgesamt.

Jedoch schliesst Issing (1999a) eine Veröffentlichung nicht kategorisch aus, macht aber größere Genauigkeit der Prognosen und eine bessere Kommunikation der EZB und den Marktteilnehmern zur Bedingung. Nur bei Erfüllung dieser Voraussetzung sei gewährleistet, dass die EZB ihre Strategie erfolgreich mitteilen könne und Prognosen der richtige Stellenwert innerhalb dieser Strategie zugewiesen würde (vgl. Issing 1999a, S. 516).

In einer Presseerklärung vom 16. November 2000 kündigte die EZB (2000a) schließlich die künftige Veröffentlichung einer "von Experten erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektion für das Euro-Währungsgebiet" an, die seit Dezember 2000 halbjährlich im Monatsbericht der EZB veröffentlicht wird (vgl. EZB 2000a). Diese Projektion wird vom Mitgliedsstab der EZB erstellt, der seine zugrundeliegenden Modelle und Annahmen in dem im Juni 2001 veröffentlichten "Guide to Eurosystem Staff Macroeconomic Projection Exercise" darlegt (vgl. EZB 2001b). Zwar wird die Projektion nicht vom EZB- Rat unterzeichnet, jedoch wird ausdrücklich auf die Relevanz der Prognose für die Entscheidungsfindung des EZB- Rates innerhalb der zweiten Säule hingewiesen, während aber gleichzeitig klargestellt wird, dass die Projektion nur eine von vielen einfließenden Informationen ist (vgl. EZB 2001b, S. 4). In Anwendung der theoretischen Ergebnisse konnte die EZB so auf der einen Seite den Forderungen nach der Veröffentlichung einer Prognose nach, kann aber gleichzeitig auch der großen Unsicherheit bezüglich der Wirkungsmechanismen im Euro-Währungsgebiet gerecht werden.

2.4 Prozedurale Transparenz („*procedural transparency*“)

Prozedurale Transparenz beschreibt die Wege der geldpolitischen Entscheidungsfindung. Dazu gehören die Mitteilung der geldpolitischen Strategie, eine Darstellung der politischen Beratungen durch die Sitzungsprotokolle und die Bekanntgabe des Abstimmungsverhaltens, sowie die Form der Entscheidungsfindung innerhalb des entscheidungstragenden Komitees.

2.4.1 Geldpolitische Strategie

Blinder *et al.* (2001) rekurren auf die Abhängigkeit der Kommunikationspolitik vom politischen System, in dem die Geldpolitik durchgeführt wird (vgl. Blinder *et al.* 2001, S. 11). Unter dem Regime der Inflationssteuerung wird eine viel komplexere Kommunikationspolitik als zum Beispiel in einem wechselkursfixierten System benötigt, da sich die Zwischenziele neben dem Inflationsziel konstant verändern und die Zentralbanken für gewöhnlich verschiedenen Mandaten verpflichtet sind. Im Gegensatz zum Beispiel zur Geldmengensteuerung wird der Inflationssteuerung allerdings ein hoher Grad an intrinsischer Transparenz attestiert (vgl. Blinder *et al.* 2001,

S. 28ff.).¹⁷ Den höchsten Kommunikationsbedarf besitzt sicherlich ein der Öffentlichkeit nicht vertrautes Modell, welches sich nur einiger ausgewählter Charakteristika der gängigen Modelle bedient.

Ein gutes Beispiel dafür ist die Zwei- Säulen- Strategie der EZB. Die EZB wurde vielfach wegen ihres Zwischenziels, dem Geldmengenwachstum, mit der Begründung kritisiert, sie würde die Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit auf eine Größe richten, die zu erreichen sie nicht verpflichtet ist und die ihrem eigentlichen Ziel klar untergeordnet sei. Zudem sei die Relation zwischen der Geldmenge und der Inflation nicht eindeutig nachzuvollziehen und die Geldmenge damit als Kennzahl, mittels der die EZB zur Rechenschaft gezogen werden solle, nicht geeignet (vgl. Blinder *et al.* 2001, S. 77). Desweiteren wird mit Verweis auf die eigentliche Intention des EG- Vertrages, nämlich einer vereinfachten Kommunikation, die fehlende Präzision der ersten Säule moniert, da an keiner Stelle der Term ´mittelfristig´ konkretisiert wird. Angesichts des “Catchall” – Charakters der zweiten Säule wird vorgeschlagen, auf eine der beiden Säulen zu verzichten (vgl. Blinder *et al.* 2001, S. 77).

Zwar sieht selbst die Bundesbank (2000) die Unsicherheit generierende Orientierung an zwei – “grundsätzlich das Risiko widersprüchlicher Signale in sich [bergender]” – Grössen ein, verteidigt die Politik der EZB jedoch mit der Befürchtung, eine einseitige Orientierung an der einen oder anderen Säule könne aufgrund der komplexen und noch schlecht einschätzbaren Situation zu Fehlentscheidungen führen (Deutsche Bundesbank 2000, S. 23f.). Die Durchführung einer inflations- oder geldmengenbasierten Geldpolitik setzt die Kenntnis der Wirkung geldpolitischer Maßnahmen voraus, und solange die EZB keinen eindeutigen und gleichmäßig wirkenden Prozess identifiziert hat, kann mehr Transparenz im Sinne einer bekannten oder transparenten Strategie wie der der Inflationssteuerung der Effektivität der Geldpolitik nur abträglich sein (vgl. EZB 2000b, S. 48).

2.4.2 Sitzungsprotokolle

Einer der meist diskutierten Punkte in der Transparenzdebatte ist die Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle des Zentralbank- Komitees. Eine wichtige Grundlage und gute Einführung in die Transparenzdebatte legte in diesem Zusammenhang Goodfriend (1986) mit seiner Kritik an der Kommunikationspolitik der Federal Reserve Bank, die 1981 ein gerichtliches Verfahren zu ihren Gunsten entscheiden und eine Veröffentlichungspflicht abwenden konnte. Die Prozessunterlagen,

¹⁷ Der Inflationssteuerung wird deswegen ein so hoher Grad an Transparenz zugemessen, weil sie kein Zwischenziel besitzt, dass für die Öffentlichkeit schwer nachzuvollziehen wäre. Die Endzielbezogenheit der Inflationssteuerung führt zu leichter Nachvollziehbarkeit: Wenn die Inflation steigt, ist mit einer Anhebung der Zinsen zu rechnen.

eidesstattlichen Erklärungen und Entscheidungen sind der Öffentlichkeit zugänglich und stellen die erste detaillierte Verteidigung der Federal Reserve Bank für Geheimhaltung geldpolitischer Prozesse dar: Im Mittelpunkt steht die Befürchtung des Kontrollverlustes über die Erwartungen der Marktteilnehmer und eine Verlagerung des tatsächlichen Entscheidungsprozesses auf andere Gelegenheiten oder Gremien (vgl. Goodfriend 1986 S. 71ff.).¹⁸

Protokolle der vierzehntägig stattfindenden Sitzungen des EZB- Rates werden in keiner Form veröffentlicht.¹⁹ Der Präsident und Vizepräsident des Rates geben jedoch nach jeder zweiten Sitzung eine Pressekonferenz, auf der sie die wichtigsten Punkte der Diskussion des EZB- Rates zusammenfassen, die Argumente, die zu einer Entscheidung führten, erläutern und für Fragen zur Verfügung stehen. Nach Issing (1999a) ist es das Ziel von Transparenz, den Marktteilnehmern die Argumentation hinter den Entscheidungen im Zusammenhang mit der geldpolitischen Strategie mitzuteilen. Wegen der Gefahr, Argumente mit Meinungen zu verwechseln, sieht er die Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle nicht als geeigneten Weg, diese Absicht zu erfüllen, da durch die Untergrabung der kollektiven Verantwortlichkeit²⁰ ein falsches Bild des Entscheidungsprozesses vermittelt würde. Zudem würde durch eine Veröffentlichung von Protokollen das Problem der politischen Einflussnahme durch nationale Regierung oder andere Interessengruppen potenziert (vgl. Issing 1999a, S. 512f.).

Zudem weist Issing (2000) darauf hin, dass die Pressekonferenzen des EZB- Präsidenten und Vizepräsidenten in Verbindung mit den detaillierten Ausführungen in den Monatsberichten jede relevante Information vermitteln, die auch die Sitzungsprotokolle bieten könnten, welche darüber hinaus erst mit einer Verspätung von einigen Wochen der Öffentlichkeit bereitstünden (vgl. Issing 2000). Die Pressekonferenzen dürften jedoch nicht als Substitut für die anderen publizierten Dokumente verstanden werden (vgl. Muchlinski 2002, S. 16), wenn auch die Botschaft aller Veröffentlichung und Reden verschiedener Mitglieder des EZB- Rates nicht mit den Kommunikationskanälen variere (vgl. Issing 2000).

2.4.3 Entscheidungsprozess

Die Art und Weise der Publikation von Ansichten und Entscheidungen einer Zentralbank hängt eng damit zusammen, wie innerhalb einer Zentralbank Entscheidungen getroffen werden und wie mit Meinungsverschiedenheiten umgegangen wird. Dabei wird in der aktuellen Situation in den meisten Fällen von einem Komitee (vgl. Federal Open Market Committee Fed, dem EZB- Rat,

18 Diese Befürchtung scheint sich zu bestätigen: So berichtet Ferguson, dass bei der Fed selten frei diskutiert, sondern zumeist vorgefertigte Statements vorgetragen werden (vgl. Ferguson 1999).

19 Das soll erst nach siebzehn Jahren geschehen.

20 Zur kollektiven Verantwortlichkeit vgl. Abschnitt 2.4.3

oder dem Monetary Policy Committee der Bank of England (BoE)) entschieden, und nicht, wie noch vor einigen Jahren üblich, von einer Einzelperson, wie zum Beispiel vom Finanzminister oder dem Zentralbank-Gouverneur (vgl. Blinder *et al.* 2001, S. 47f.).²¹ Während im Allgemeinen bei einer einzelnen entscheidungstragenden Person Informationen über Argumentationen oder Meinungsverschiedenheiten geheimgehalten wurden, so ergibt sich die Frage, wieviel über die interne Argumentation innerhalb eines Komitees veröffentlicht werden sollte.

Diese Frage ist in Abhängigkeit davon zu beurteilen, ob es sich um ein individualistisches (*“individualistic committee”*) oder kollegiales (*“collegial committee”*) Komitee handelt.²² Ein typisches Beispiel für ein individualistisches Komitee ist das MPC der Bank of England. Den Ansichten und Stimmen jedes einzelnen Mitgliedes wird in der Diskussion zum einen dadurch mehr Gewicht verliehen, dass sie der Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden, zum anderen durch die auf Abstimmung basierende Entscheidungsfindung. So wird sichergestellt, dass jede Meinung berücksichtigt wird und im nachhinein auch jeder einzelne zur Verantwortung gezogen werden kann (vgl. Blinder *et al.* 2001, S. 62). Bei einem kollegialen Komitee wird versucht, ein gemeinsames (kollegiales) Ergebnis durch Konsens zu finden und zu repräsentieren. Es geht also weniger um die Argumente der jeweiligen Mitglieder im einzelnen, sondern vielmehr darum, eine für alle annehmbare Kompromisslösung zu erarbeiten. In Konsequenz soll das Komitee als Ganzes, und nicht die einzelnen Mitglieder, zur Rechenschaft gezogen werden (vgl. Blinder *et al.* 2001, S. 62).

Offenkundig entspricht die Form eines individualistischen Komitees weitaus stärker der Forderung nach Transparenz als die des kollegialen, da sowohl Argumente als auch Gegenargumente genannt werden und somit der Entscheidungsprozess verdeutlicht und Informationen über die künftige Richtung der Politik abgeleitet werden können (vgl. Blinder *et al.* 2001, S. 63f.).²³ Allerdings besteht zum Beispiel die Befürchtung, dass ein individualistisches Komitee zu viele Informationen bereitstellt und, anstatt den Märkten Anhaltspunkte zu geben, sie durch zu tiefgehende Erläuterungen verwirrt. Zudem wird in dem Moment, in dem der Konflikt und die

21 Begleitet wird diese Entwicklung in vielen Fällen von größerer institutioneller Unabhängigkeit der Zentralbanken und einem Regime der Inflationssteuerung. Das Beispiel Neuseelands beweist allerdings, dass sich diese Entwicklungen nicht bedingen, denn dort ist der vertraglich gebundene Gouverneur allein unter einem Regime der Inflationssteuerung verantwortlich.

22 Über die ökonomischen Vor- und Nachteile der beiden Entscheidungsformen gibt es relativ wenig Literatur. Eine Ausnahme und leider auch nur eine Annäherung bildet Kristen (2001), die den Anreiz untersucht, sich als Individuum innerhalb eines Komitees eine Reputation aufzubauen.

23 Dieser Umstand wird dadurch erschwert, dass in einem kollegialen Komitee die Abstimmungsstruktur nicht in die Analyse mit einbezogen werden kann (vgl. Blinder *et al.* 2001, S. 63) Gersbach und Hahn (2001a und 2001b) untersuchen die Auswirkungen der Veröffentlichung des Abstimmungsverhaltens der einzelnen Mitglieder, kommen jedoch unter veränderten Annahmen zu jeweils konträren Ergebnissen. Eine konkretere Debatte liefern Issing (1999a, S. 512f.) und Buiters (1999, S. 191f.). Im Mittelpunkt stehen dabei einerseits die Befürchtung politischer Einflussnahme im Sinne nationaler Interessen, andererseits die Forderung, den Kommunikationsprozess als Ganzes transparenter zu gestalten.

Meinungsverschiedenheit als Instrument genutzt wird, eine einheitliche Meinungsabgabe zum Beispiel in Form einer Inflationsprognose mehr als schwierig (vgl. Blinder *et al.* 2001, S. 62). Letztendlich weist Ferguson (1999) noch darauf hin, dass auf Kompromiss und Konsens basierende kollektive Entscheidungsfindung mehr den Erfordernissen der Geldpolitik entsprechen, da Politik nicht der einfache gewichtete Durchschnitt der Wünsche der Mitglieder sei (vgl. Ferguson 1999).

Ein anderes Argument Blinders (1997) zugunsten der individualistischen Komitees findet sich in seiner Formulierung, dass kollektive Komitees "slow-moving creatures" seien (Blinder 1997, S. 16). Das habe zum einen den Vorteil, dass ein solches Komitee im Sinne der Verzögerungen in der Transmission nicht sprunghaft seine Politik ändern könne. Gleichzeitig bestehe aufgrund genau derselben Argumentation jedoch das Problem, dass das Komitee zu lange die gleiche Politik verfolge, so dass der beabsichtigte Effekt übererfüllt werde (vgl. Blinder 1997, S. 16f.).

Der EZB- Rat setzt sich aus achtzehn Mitgliedern zusammen: sechs Direktoriumsmitgliedern und den Notenbankchefs der zwölf partizipierenden Zentralbanken. Die Mitglieder sind gemäß dem Grundsatz "Ein Mitglied, eine Stimme" gleichrangig, wobei der Präsident als *primus inter pares* gilt. Entscheidungen werden durch Konsens und nicht durch Abstimmung getroffen. Dem zugrunde liegt das Konzept der kollektiven Verantwortung („*collective responsibility*“), nach dem nicht einzelne Mitglieder, sondern das Komitee als Ganzes rechenschaftspflichtig ist.

Buiter (1999) propagiert auch für die EZB das Konzept der individuellen Rechenschaftspflicht, dem folgend die Meinung jedes Komitee- Mitglieds veröffentlicht und zur Diskussion gegeben wird. Begründend führt er an, dass der Zusammenhang zwischen dem geldpolitischen Instrument und den Zielvariablen unsicher sei und sich - speziell im Fall des Euro- Währungsgebietes - im Zeitverlauf ändern könne. In einem solchen Umfeld sei es von größter Bedeutung, auch die Gegenargumente einer Entscheidung darzulegen, um die mit den Transmissionprozessen verknüpfte Unsicherheit zu kommunizieren (vgl. Buiter 1999, S.195f.).

Issing (1999a) befürchtet, eine Veröffentlichung der Abstimmungen oder der Protokolle führe über eine Beurteilung des Komitees nach der Kohärenz seiner Entscheidungen zu einer Aufweichung des Konzepts der kollektiven Verantwortung. Angesichts der speziellen Situation der EZB gehe es aber darum, Reputation für die Institution als Ganzes, nicht für einige Individuen aufzubauen, desweiteren um kollektive Argumentation und nicht um bloßen Meinungs austausch. Gerade im Fall der EZB besäßen die einzelnen Mitglieder des EZB- Rates heterogene Informationen über ihr Heimatland und das Euro- Währungsgebiet, die nur durch diese Form der Entscheidungsfindung adäquat berücksichtigt werden könnten. Darüber hinaus biete die kollektive Verantwortlichkeit einen Schutz gegen nationale politische Einflussnahme (vgl. Issing 1999a, S. 510).

2.5 Methodische Transparenz („*policy transparency*“)

Methodische Transparenz umfasst die sofortige Verkündigung und Begründung der geldpolitischen Entscheidungen in Form von argumentativen Erklärungen sowie Ausblicke auf die zukünftige Politik in Form strategischer Erwägungen.

2.5.1 Verkündigung und Begründung der Zinsentscheidungen

Im Gegensatz zur in der gegenwärtigen Situation gängigen Praxis sind noch bis vor einigen Jahren Änderungen des kurzfristigen Zinssatzes nicht zwangsläufig publiziert worden. Stattdessen oblag es den Zentralbank-Watchers, diese Änderungen aus den Wertpapierpreisen abzuleiten. Dieses Verfahren gefährdete nicht nur die Effektivität der Geldpolitik, sondern widersprach zudem dem Recht der Öffentlichkeit auf ein umfassendes Verständnis der geldpolitischen Strategie (vgl. Blinder *et al.* 2001, S. 37).

Die Verkündigung der Zinsentscheidung umfasst in vielen Fällen auch eine kurze Darlegung der Argumente, die zu dieser Entscheidung geführt haben. Diese Erklärungen werden, um ein Durchdringen der Information über andere Quellen und unbeabsichtigte Reaktionen der Märkte zu verhindern, ein bis zwei Stunden nach der Sitzung vorgelegt. In den meisten Fällen macht das eine Vorbereitung der Erklärungen notwendig. Blinder *et al.* (2001) sehen darin aus zwei Gründen ein Problem: Zum einen kann eine Diskussion nie ganz vorhersehbar sein und das Einarbeiten wichtiger neuer Punkte eventuell in der kurzen Spanne nicht adäquat geschehen. Zum anderen besteht die Gefahr, aufgrund des Zeitdrucks standardisierte Phrasen zu verwenden, die von den Märkten mit zuviel Inhalt belegt werden, wodurch es zu überzogenen Marktreaktionen kommen kann. Standardisierte Sätze beinhalten zudem die Gefahr, sich zu einem Code zu entwickeln, womit ihre Funktion nicht mehr der der Transparenz nachkommt (vgl. Blinder *et al.* 2001, S. 52).

Es besteht eine Wechselwirkung zwischen Sitzungsprotokollen und den strategischen Erklärungen. Eine ausführliche Ausarbeitung des einen ermöglicht den Verzicht oder zumindest die Reduzierung des anderen. So hat zum Beispiel die Bank of England auf ausführliche Erklärungen zugunsten detaillierterer Protokolle verzichtet, die dreizehn Tage nach der Sitzung veröffentlicht werden (vgl. Blinder *et al.* 2001, S. 48). Vor allem für individualistisch entscheidende Komitees, welche in den meisten Fällen die Sitzungsprotokolle veröffentlichen, scheint das eine sehr vernünftige Maßnahme zu sein (vgl. Blinder *et al.* 2001, S. 50).²⁴

24 Die uneingeschränkte Substituierbarkeit von Protokollen und Erklärungen in Teilen untergrabend findet Siklos (2000) einen stabilisierenden Einfluss der Erklärungen der Bank of Canada auf die Erwartungen der Finanzmärkte (vgl. Siklos 2000, S. 20f.). Die Entscheidung zur Abgabe einer strategischen Erklärung sollte also nicht pauschal mit der Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen verknüpft werden, sondern vielmehr als eigenständige Möglichkeit wahrgenommen werden.

Die EZB veröffentlicht keine Protokolle, die Zinsentscheidungen werden jedoch in den den Ratssitzungen folgenden Erklärungen zumindest in Teilen begründet. Für genauere Erläuterungen sei auf den Abschnitt 2.4.2 dieser Arbeit verwiesen.

2.5.2 Ausblicke auf die zukünftige Politik

Bis vor einigen Jahren und teilweise noch heute scheint es ein ungeschriebenes Gesetz zu sein, vorwärts gerichtete Information geheimzuhalten. Gemeint sind damit Erwägungen über mögliche zukünftige Entscheidungen, basierend auf den verschiedenen als möglich erachteten ökonomischen und politischen Entwicklungen. Die Zurückhaltung begründet sich vor allem in der Befürchtung, die Märkte könnten durch die Verkündigung von noch nicht getroffenen oder gar nicht erst zu treffenden Entscheidungen verwirrt werden. Auf der anderen Seite erscheint jedoch die Veröffentlichung zumindest grober Anhaltspunkte sinnvoll, da durch sie aktuelle Entscheidungen besser erklärt werden können. Ein Gegenargument liegt auf der Hand: Informationen, die die Zentralbank nicht besitzt, kann sie auch nicht veröffentlichen. Außerdem basieren Projektionen auf Schätzungen und sind demzufolge sehr unsicher. Deswegen wird befürchtet, dass ein Abweichen des Plans oder die Annahme falscher Tatsachen die Unfehlbarkeit der Zentralbank untergräbt. Weiterhin ist fraglich, welchen Informationsgehalt eine Aussage besitzt, von der mit großer Wahrscheinlichkeit wieder abgewichen wird. Blinder *et al.* (2001) schlagen angesichts dieser Schwierigkeiten vor, den Marktteilnehmern das Modell der Zentralbank ausreichend zu kommunizieren, so dass neue Daten selbständig verarbeitet und interpretiert werden können, wie dies auch die Zentralbank tut (vgl. Blinder et al. 2001, S. 36ff.).

Ansätze dieser Art kommen von der Federal Reserve Bank, die seit Mai 1999 ihren Bias direkt nach einer Zinsentscheidung bekannt gibt, und der EZB, die die *Balance of Risk*. Beide Größen erlauben Rückschlüsse auf die Relevanz der wirtschaftlichen Stabilisierung und damit auf die zukünftige Politik. Der größte Vorreiter auf diesem Gebiet ist die Reserve Bank of New Zealand. Sie veröffentlicht in ihren Monetary Policy Statements eine Studie über die zukünftige Politik mit dem ausdrücklichen Zusatz, dass die auf die zukünftige Politik bezogenen Aussagen reine Projektionen ausgehend von bestimmten Annahmen seien, die von der Entwicklung der folgenden Umstände abhängen. Darüber hinaus gibt sie auch den Zinspfad bekannt, der die Inflation innerhalb von ein bis zwei Jahren auf ein Niveau von anderthalb bis zwei Prozent senken würde (vgl. Blinder *et al.* 2001, S. 37f.).

2.6 Operationale Transparenz („*operational transparency*“)

Betrachtet wird hier die konkrete Durchführung der Geldpolitik, wobei dem Risiko von dabei auftretenden monetären Kontrollfehlern besondere Aufmerksamkeit geschenkt wird, da sie zu makroökonomischen Transmissionsstörungen führen.

In den Achtzigerjahren tauchte Transparenz noch nicht explizit in der Literatur auf. Als Äquivalent kann die dort vorgestellte Unsicherheit der Öffentlichkeit bezüglich a.) der Präferenzen der Zentralbanker und b.) der aktuellen wirtschaftlichen Situation verstanden werden. Grundlegend ist die Arbeit von Cukierman und Meltzer (1986), in der sie den Begriff der Ambiguität in die Transparenzdiskussion einführen. Ambiguität – Doppeldeutigkeit – meint in diesem Zusammenhang genau diese zweifache Unsicherheit der Öffentlichkeit gegenüber der Zentralbank, die die Bildung der Inflationserwartungen erschwert und es gleichzeitig der Zentralbank erlaubt, positive oder negative Überraschungsinflation durchzuführen. Im Ergebnis analysieren Cukierman und Meltzer, dass für die Zentralbank sehr wohl ein Anreiz besteht, zugunsten der sozialen Wohlfahrt eine Überraschungsinflation durchzuführen und auf eine transparente Politik zumindest in Teilen zu verzichten.²⁵ Diese Vorliebe für einen höheren Grad an Ambiguität analysieren Cukierman und Meltzer vor allem bei Zentralbanken mit relativ instabilen Zielen. Die Zentralbanken generieren auf diese Weise einen höheren Grad an Flexibilität, verlieren jedoch zugleich an Glaubwürdigkeit (vgl. Cukierman und Meltzer 1986, S. 1119).

Zwar führen Cukierman und Meltzer (1986) keine explizite empirische Untersuchung zur Belegung ihrer Thesen durch, sehen sich jedoch durch singuläre Tatsachen bestätigt: So variiert das Geldmengenwachstum innerhalb eines Landes beträchtlich, weshalb – entgegen anders lautender Aussagen – die meisten Zentralbanken einer eher diskretionären denn regelgebundenen Politik folgen (vgl. Cukierman und Meltzer 1986, S. 1122f.).

In einer Erweiterung des Modells von Cukierman und Meltzer (1986) kommen Faust und Svensson (1998) zu dem Ergebnis, dass größere Transparenz die soziale Wohlfahrt erhöht, da ein Anreiz für die Zentralbank entsteht, sich durch sozial optimales Verhalten eine Reputation aufzubauen. Dieser Anreiz wird durch Transparenz noch verstärkt. Eine disziplinierte Zentralbank mit konstant von den Beschäftigungszielen der Öffentlichkeit abweichenden Zielen würde sich im Grenzfall der sozial optimalen Politik annähern (vgl. Faust und Svensson 1998, S. 21). Da eine Zentralbank generell einen aus sozialer Perspektive zu niedrigen Grad an Transparenz wählt, empfehlen Faust und Svensson (1998), die Entscheidung über das Ausmaß an Transparenz nicht der Zentralbank zu überlassen, sondern es durch Statute zu implementieren (vgl. Faust und

²⁵ So erklärt sich zum Beispiel die Ablehnung der Fed gegenüber der Forderung nach mehr Informationsfreigabe (vgl. Cukierman und Meltzer 1986, S. 1122).

Svensson 1998, S. 27).²⁶ Ein Nachteil der Arbeit von Faust und Svensson (1998) besteht darin, dass nicht erklärt werden kann, wieso in der Realität immer mehr Zentralbanken sich bewusst für mehr Offenheit entscheiden. Weiterhin ist nicht klar, ob die von Faust und Svensson (1998) untersuchte Transparenz tatsächlich der von Zentralbanken praktizierten in Form von Veröffentlichung der Prognosen, Protokollen und Abstimmungsverhalten entspricht.

Schon der Titel der Arbeit Jensens (2001), "Optimal Degrees of Transparency in Monetary Policy-Making", zeigt eine Einschränkung der gängigen Auffassung, nach der ein Höchstmaß an Transparenz als optimal angenommen wird. Grund für die verhaltene Aussage ist der von ihm aufgezeigte Trade-Off zwischen Glaubwürdigkeit und Flexibilität.²⁷ Die zentrale These Jensens (2001) besagt, dass mehr Transparenz durch Reduktion des Inflation Bias zu einer disziplinierten Geldpolitik und somit zu mehr Glaubwürdigkeit führt. Dies ist besonders wichtig für eine Zentralbank, die noch jung ist oder aus zum Beispiel politischen Gründen mit Reputationsproblemen zu kämpfen hat. Gleichzeitig verhindert jedoch mehr Transparenz die Möglichkeit, angemessen, diskretionär und stabilisierend auf exogene Schocks zu reagieren (vgl. Jensen 2001, S. 19f.).

In allen drei Ansätzen wird Transparenz als monetärer Kontrollfehler modelliert. In der Realität jedoch besitzen die meisten Zentralbanken nahezu perfekte Kontrolle über ihre geldpolitischen Instrumente, nur unvorhergesehene Schocks beeinflussen die Transmission. Operationale Transparenz sollte sich nach Meinung Geraats (2002a) weniger auf Aussagen bezüglich des Kontrollfehlers konzentrieren, sondern vielmehr in der Veröffentlichung makroökonomische Analysen bestehen, die implizit Informationen über solche Fehler enthalten (vgl. Geraats 2002a, S. 21f.).²⁸ Bezüglich der EZB sei auf den Abschnitt 2.3.1 verwiesen, der den Umgang und die Kommunikation der Bank über Natur und Störungen der Transmission im Euroland behandelt.

26 Allerdings ist der Extremfall der vollständigen Transparenz, in dem die Intentionen der Zentralbank wie in einem Glashaus direkt beobachtbar sind, wiederum auch nicht sozial wünschenswert, denn die Reputation der Zentralbank wird dann komplett unabhängig von ihren Handlungen. Die Zentralbank ist nicht mehr durch drohende steigende Inflationkosten beschränkt und die stabilisierende Wirkung durch das Bestreben, die Inflationkosten auf ein den Gewinnen aus Überraschungsinflation angemessenes Level zu senken, geht verloren. Es ergibt sich ein Gleichgewicht mit einem hohen Inflation Bias und hoher Variabilität von Inflation und Output (vgl. Faust und Svensson 1998, S. 20).

27 Dieser Trade-Off wurde innerhalb der Inkonsistenzliteratur zum ersten Mal von Rogoff (1985) formuliert.

28 Gründe für eine ablehnende Haltung bezüglich operativer Transparenz können neben den Schwierigkeiten der Identifikation und Quantifizierung der Kontrollfehler auch die Befürchtung des Verlustes von Reputation sein, nämlich wenn die Zentralbank zugeben muss, nicht adäquat auf einen Schock reagiert zu haben. Eine Ausnahme bilden die Bank of England und die schwedische Ryksbank, die über Prognosefehler der Vergangenheit berichten.

3 Zusammenfassung und Ausblick

Die evidente Tendenz zu mehr Unabhängigkeit und Transparenz in der Geldpolitik erfordert eine Revision der bisher geleisteten Arbeit zu dieser Thematik. Wird mehr Transparenz zum einen wegen der ihr zugesprochenen Fähigkeiten zur Erhöhung der Effektivität der Geldpolitik, zum anderen im Zusammenhang mit der institutionellen Unabhängigkeit einer Zentralbank im Sinne der demokratischen Rechenschaftspflicht gefordert, konnte die bisherige Forschung zur Transparenz von Zentralbanken alles andere als einen kohärenten Rahmen zur Erfassung und Beurteilung der Kommunikationspolitik einer Zentralbank erarbeiten. So unterschiedlich die Modelle und Herangehensweisen sind, so verschieden sind auch die Ergebnisse bezüglich der Vorteilhaftigkeit einer transparenten Geldpolitik. Ebenso uneingegrenzt bleibt die inhaltliche Belegung des Begriffs: Entweder als diffuser Terminus in den Raum gestellt oder mit jeweils unterschiedlichen Teilaspekten beladen, findet sich keine einhellige Definition.

Einen Versuch, diese Ungenauigkeiten aufzulösen, stellen die Arbeiten Geraats' (1999, 2002a, 2002b) dar, die den Begriff von Transparenz in verschiedene Teilaspekte differenzieren und so eine konkrete Zuordnung ermöglichen. So kann zumindest ein Rahmen geschaffen werden, der die Diskussion von mehr oder weniger Transparenz in systematisierte Formen bringt und eine differenzierte Auseinandersetzung ermöglicht.

In zweiter Instanz sollte versucht werden, die EZB und die an sie gerichteten Vorwürfe im Licht dieser Klassifikation zu beurteilen. Es mangelt jedoch noch immer an einer aussagekräftigen Verbindung zwischen der Literatur und der praktischen Durchführung der Geldpolitik. Zwar konnte sich der Großteil der akademischen Beiträge von einer ökonomischen Betrachtung unter Einbeziehung des Inflation Bias lösen. Nichtsdestominder zeigt die vehemente Kritik an der EZB, dass diese Modelle teilweise noch Grundlage der Beurteilung der Politik bilden, ohne dass die besondere Situation der EZB berücksichtigt wird. Zu undifferenziert wird immer noch ein Höchstmaß an Transparenz, verstanden als die Veröffentlichung jedweder den Entscheidungsprozess betreffenden Information, gefordert.

Darüber hinaus resultiert die Ablehnung oder das Misstrauen gegenüber der Politik der EZB aus der Tatsache, dass ihre Strategie aus den Deutungsmustern und Paradigmen der Geldmengen- oder Inflationssteuerung heraus bewertet wird (vgl. Buiters 1999, der die EZB in Systemkonkurrenz zur Bank of England diskutiert). Die EZB verfolgt jedoch weder Inflations- noch Geldmengensteuerung. Wegen des fehlenden Lernprozesses der Kritiker und ihrer Unfähigkeit, aus dem kognitiven Gefängnis der traditionellen Theorien der Geldpolitik auszubrechen, sieht sich die EZB mit dem Vorwurf konfrontiert, weder den Ansprüchen an Transparenz des einen noch des anderen Regimes gerecht zu werden.

Wie kann dieser Konflikt gelöst werden? Zunächst sollte sich der Begriff Kommunikation wieder auf seine eigentliche Funktion besinnen, nämlich des Redens und Zuhörens zum Zweck des Verstehens. Dabei ist zu beachten, dass Kommunikation einen starken situativen Bezug besitzt und immer innerhalb des Kontextes, der Praxis und der jeweiligen Situation interpretiert werden muss. Ein Großteil der Kritik entspringt dem Unvermögen der Märkte, die Argumente und Aussagen der EZB aufzunehmen und zu verarbeiten. Zwar besitzt die Veröffentlichung der Protokolle, Inflationsprognosen oder des Abstimmungsverhaltens Relevanz und Sinnhaftigkeit, und die Interpretation dieser Rohmaterialien kann durchaus zu einem besseren Verständnis der Geldpolitik und den daraus erhofften Effekten führen. Jedoch sollte die Prämisse von Kommunikationspolitik zunächst die Vermittlung eben dieser Strategie sein, da nur dann gewährleistet ist, dass Informationen wie die genannten Veröffentlichungen in den richtigen Kontext eingeordnet werden können – oder, wie im Fall der EZB, eine Nicht-Veröffentlichung als sinnvoller Teil der Strategie verstanden und nicht als Mangel oder Unwillen zu Transparenz kritisiert wird.

Das Moment der Offenheit in der Geldpolitik erlangt eine im Vergleich mit den Ergebnissen der Arbeiten, die im Kontext der bis zu den Achtigerjahren vorherrschenden Geldpolitik entstanden, nicht zu vergleichende Bedeutung. Insofern sollte sich die Debatte nicht auf ein Austauschen größtenteils unterschiedlichen Ideologien entpringender Argumente beschränken, sondern vielmehr als Chance gesehen werden, zum einen ein neues Verständnis einer geldpolitischen Strategie zuzulassen und eine neue Auffassung von Transparenz zu gewinnen, um zum anderen darauf aufbauend die Kommunikationspolitik entsprechend den divergierenden Markterfordernissen der unterschiedlichen Akteure (Geschäftsbanken, Finanz- und Immobilienmärkte, Investoren und Arbeitnehmern) effektiver zu gestalten.

Einen Schritt in diese Richtung stellt zweifelsohne die Arbeit Winklers (2000) dar, deren Hauptverdienst darin besteht, auf das in der Realität grundlegende, in der Akademie bisher vollständig vernachlässigte Problem der tatsächlichen Generierung von Transparenz aufmerksam zu machen. Dabei handelt es sich nicht um ein ausschließliches Problem der EZB, vielmehr können auch andere Zentralbanken von einer Auseinandersetzung mit der tatsächlichen Vermittlung von Transparenz profitieren. Es geht darum, eine Sprache zu entwickeln, die in klarer Weise die Strategie einer Zentralbank darstellen kann, zunächst aber muss dem Markt und der Öffentlichkeit diese Sprache vermittelt werden.

Eng verknüpft mit der Person ihres Präsidenten Alan Greenspan ist es der Fed im Laufe des letzten Jahrzehntes gelungen, ihre Politik der „secrets of the temple“ (Greider 1987) in eine transparente und allgemein verstandene Strategie zu transformieren. Diese nahezu reibungslose Kommunikation zwischen Zentralbank und Öffentlichkeit konnte im Fall der EZB noch nicht aufgebaut werden. Erschwerend kommt im Fall der EZB die Multinationalität dieser Institution

hinzu: Identische Informationen müssen in verschiedene Sprachen übersetzt und an unterschiedlichen Orten an ein heterogenes Publikum vermittelt werden, sollen aber nichtsdestotrotz dem Anspruch genügen, auf die gleiche Weise verstanden zu werden (vgl. Issing 2000).

Angesichts der immensen Wichtigkeit einer von den Märkten und der Öffentlichkeit verstandenen und akzeptierten Geldpolitik muss sich die EZB dieser Herausforderung stellen, wie sie es bisher ja auch tut. So sollte auch die Veröffentlichung einer wirtschaftlichen Prognose seit Dezember 2000 nicht als ein Nachgeben vor den Kritikern verstanden werden, sondern vielmehr als ein Zeichen des Vertrauens seitens der EZB in das mit der Zeit gewachsenen Verständnis, das Markt und Öffentlichkeit ihrer Strategie entgegenbringen.

LITERATURVERZEICHNIS

Barro, R. J., Gordon, D. B., (1983), Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary policy, *Journal of Monetary Economics* 12 (1), S. 101-21

Begg, I., Green, D., (1998), The Political Economy of the European Central Bank, in: Arestis, P., Sawyer, M.C. (eds), **The Political Economy of Central Banking**, Cheltenham: Edward Elgar, S. 122-35

Blinder, A. S., (1997), Distinguished Lecture on Economics in Government. What Central Bankers Could Learn from Academics - and Vice Versa, *Journal of Economic Perspectives* 11 (2), S. 3-19

Blinder, A. S., (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge: MIT Press

Blinder, A. S., Goodhart, C., Hildebrand, P., Lipton, D., Wyplosz, C., (2001), **How do Central Banks Talk?**, Geneva Report of the World Economy 3, International Center for Monetary and Banking Studies, Oxford: Information Press

Buiter, W.H., (1999), Alice in Euroland, *Journal of Common Market Studies* 37 (2), S. 181-209

Clárida, R., Gertler, M., (1997), How the Bundesbank Conducts Monetary Policy?, NBER Working Paper Nr. 5581

Cukierman, A., Meltzer, A., (1986), A Theory of Ambiguity, Credibility and Independence under Discretion and Asymmetric Information, *Econometrica* 54, S.1099-128

Cukierman, A., (2000), Accountability, Credibility, Transparency and Stabilization Policy in the Eurosystem, Foerder Institute for Economic Research Working Paper Nr. 04- 2000, Tel-Aviv University

Cukierman, A., (2001), Are Contemporary Central Banks Transparent About Economic Models and Objectives and What Difference Does It Make?, *Bundesbank Discussion Paper Nr. 05/01*

De Haan, J., (1997), The European Central Bank: Independence, Accountability and Strategy: A Review, *Public Choice* Nr. 93, S. 395-426

Deutsche Bundesbank (2000), *Transparenz in der Geldpolitik*, in: Monatsbericht 03/00, S. 15- 30

Dornbusch, R., Favero, C. A., Giavazzi, F., (1998), The Immediate Challenges for the European Central Bank, NBER Working Paper Nr. 6369

Duisenberg, W.F., (1999), The Euro: The New European Currency, Rede vor dem Council of Foreign Relations, Chicago, 1. Februar. Im Internet: www.ecb.int/key/sp990201.htm

Eijffinger, S. C. W., De Haan, J., (1996), The Political Economy of Central Bank-Independence, *Princeton Special Papers in International Economics* Nr. 19, Mai, Princeton: Princeton University Printing Services

Eijffinger, S. C. W., De Haan, J., (2000), The Democratic Accountability of the European Central Bank: A Comment on Two Fairy-tales, *Journal of Common Market Studies* 38 (3). S. 393-407

Europäische Union, (1994), *Die Vertragstexte von Maastricht*, Bonn: Europa Union Verlag

Europäische Zentralbank, (1999), Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems, in: Monatsbericht 01/99, S. 43- 56

Europäische Zentralbank, (2000a), Veröffentlichung der von Experten erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen, Pressemitteilung vom 16. November. Im Netz: <http://www.ecb.int>

Europäische Zentralbank, (2000b), Geldpolitische Transmission im Euro- Währungsgebiet, in: Monatsbericht 07/00, S. 45- 62

Europäische Zentralbank, (2001a), Die externe Kommunikation der Europäischen Zentralbank, in: Monatsbericht 02/01, S. 67- 74

Europäische Zentralbank, (2001b), A Guide to Eurosystem Staff Macroeconomic Projection Exercise, Juni

Europäische Zentralbank, (2001c), Monatsbericht 12/01

Europäische Zentralbank, (2002a), Jüngste Erkenntnisse über die geldpolitische Transmission im Euro- Währungsgebiet, in: Monatsbericht 10/02, S. 47- 59

Europäische Zentralbank, (2002b), Die Rechenschaftspflicht der EZB in: Monatsbericht 11/02, S. 49- 62

Europäische Zentralbank, (2002c), Transparenz in der Geldpolitik der EZB in: Monatsbericht 11/02, S. 63- 71

Faust, J., Svensson, L.E.O., (1998), Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals, NBER Working Paper Nr. 6452

Ferguson, R. W., (1999), Transparency and Responsibility in Monetary Policy, Rede vor dem National Economists Club and Society of Government Economists, Washington D.C., 9. September

Gabler Wirtschaftslexikon, (2000), Die ganze Welt der Wirtschaft: Betriebswirtschaft-Volkswirtschaft- Recht und Steuern, 15. Auflage, Wiesbaden: Gabler Verlag

Geraats, P. M., (1999), Transparency and Reputation: Should the ECB Publish Its Inflation Forecasts?, Konferenzpapier zu "Monetary Policy- Making under Uncertainty", Europäische Zentralbank und Center for Financial Studies, Frankfurt am Main, 3. und 4. Dezember

Geraats, P. M., (2002a), Central Bank Transparency, mimeo, University of Cambridge

Geraats, P. M., (2002b), Transparency of Monetary Policy: Does the Institutional Framework Matter?, mimeo, University of Cambridge

Gersbach, H., Hahn, V., (2001a), Should Individual voting Records of Central Bankers Be Published?, Bundesbank Discussion Paper Nr. 02/01

Gersbach, H., Hahn, V., (2001b), Voting Transparency and Conflicting Interests in Central Bank Councils, Bundesbank Discussion Paper Nr. 03/01

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

Greider, W., (1989), *Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country*, London: **Touchstone Books**

Internationaler Währungsfond, (1999), *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies*. Im Internet: <http://www.imf.org>

Issing, O., (1999a), *The Eurosystem: Transparent and Accountable or 'Willem in Euroland'*, *Journal of Common Market Studies* 37 (3), S. 503-19

Issing, O., (1999b), *The Euro - Four Weeks After the Start*, Rede an die Europäische Atlantische Gruppe, London, 28. Januar. Im Internet: www.ecb.int/sp990128.htm

Issing, O., (2000), *Communication Challenges for The ECB*, Eröffnungsrede zur CFS- Konferenz "The ECB and Its Watchers II", Frankfurt, 26. Juni

Jensen, H., (2001), *Optimal Degrees of Transparency in Monetary Policymaking*, Bundesbank Discussion Paper Nr. 04/01

Kristen, P., (2001), *Monetary Policy Committees and Interest- Rate Setting*, unveröffentlicht, Universität Basel, Februar

Kydland, F. E., Prescott, E. C., (1977), *Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, *Journal of Political Economy* 85, S.473-90

Lohmann, S., (1992), *Optimal Commitment in Monetary Policy, Credibility versus Flexibility*, *American Economic Review* 82 (1), S. 273- 86

Muchlinski, E., (2002), *Die Fed im Kontext der Transparency Debatte*, Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaften der Freien Universität Berlin Nr. 2002/19

Remsperger, H., Worms, A., (1999), *Transparency in Monetary Policy*, CFS Working Paper Nr. 16, Januar

Rogoff, K., (1985), *The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target*, *Quarterly Journal of Economics* 100 (4), S. 1169- 89

Siklos, P. L., (2000), *Monetary Policy Transparency, Public Commentary, and Market Perceptions about Monetary Policy in Canada*, Bundesbank Discussion Paper Nr. 08/00

Tarkka, J., Mayes, D., (1999), *The Value of Publishing Official Central Bank Forecasts*, Bank of Finland Discussion Paper 22/99

Taylor, J.B., (1993), *Discretion versus Policy Rules in Practice*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, S. 195-214

Vickers, J., (1998), *Inflation Targeting in Practice: The UK Experience*, Bank of England Quarterly Bulletin 38 (4), S. 368-75

Walsh, C. E., (1995), *Optimal Contracts for Central Bankers*, *The American Economic Review* 85 (1), S. 150- 67

Winkler, B., (2000), *Which Kind of Transparency? On the Need for Clarity in Monetary Policy-Making*, ECB Working Paper Nr. 26