

---

# Die Glaubwürdigkeit der Federal Reserve Bank: Vertrauen zwischen Eliten

Martin Schürz

---

Der frühere Chefökonom der Weltbank, J. Stiglitz, staunte über den suggestiven Sog des unbestimmten Wortes *Glaubwürdigkeit*. Seine Erfahrungen als Vorsitzender des *Council of Economic Advisers* hatten ihn gelehrt, daß ökonomische Theorie und wirtschaftspolitische Praxis durch eine Kluft getrennt sind.

“A so-called foreign policy expert would claim with fervor that we must maintain our “credibility”. Surely, no one would dispute that. The issue was, what was the theory and evidence concerning the relations between particular actions and “credibility”, however that was defined. What credibility meant and how it was established seemed issues beyond rational inquiry.”<sup>1</sup>

In wirtschaftspolitischen Debatten wird oft einem *Jargon der Glaubwürdigkeit* gehuldigt. Diesem dürfte die Überzeugung zugrunde liegen, daß Glaubwürdigkeit für die Wirtschaftspolitik wichtig sei und daß vorab ein Einverständnis existiere, was überhaupt darunter zu verstehen sei. Der Glaubwürdigkeitsjargon ist meist eng mit Überzeugungen neoliberaler Provenienz verwoben, so daß sich ein Ideologieverdacht unmittelbar aufdrängt.

Im vorliegenden Artikel wird anhand der Aufzeichnungen von Sitzungen des Entscheidungsgremiums der Fed, des Offenmarktausschusses (FOMC), für den Zeitraum 1987-1994 die Frage gestellt, “Glaubwürdigkeit gegenüber wem?” Geldpolitische Glaubwürdigkeit kann auf verschiedene soziale Agenten bezogen werden. Medien, Politik und Tarifpartner sind Referenzgruppen, die unterschiedliche Wahrnehmungsmuster und Interessen haben. Notenbanksicht und akademische Perspektive werden vermutlich divergieren.

Aus der Sicht der Zentralbank der USA, der Federal Reserve Bank (Fed) sind die Finanzmarktagenten ihre wichtigste Referenzgruppe. Anhand eines Fragebogens an die Chefökonominnen der Primärhändler der Fed soll geklärt werden, was *Fed-watchers* unter Notenbankglaubwürdigkeit verstehen. Ihre Wahrnehmung muß im Kontext gemeinsamer Interessen mit der Zen-

tralbank entschlüsselt werden. Unsere Hypothese ist, daß Glaubwürdigkeit nicht nur Resultat zeitkonsistenten Handelns ist, sondern Ergebnis sozialer Einflußfaktoren wie Vertrauen, Macht und Interessen.

## 1. Problemauswahl in der orthodoxen ökonomischen Literatur

*"Theorists have lavished vastly too much attention on nonexistent time-consistency problems."*

Ehemaliger Vize-Vorsitzender der Fed, Alan Blinder

Das Thema der Glaubwürdigkeit wird in der neoklassischen Literatur auf das Problem von Zeitkonsistenz eingeengt. Ein Zeitinkonsistenzproblem kann sich aus fehlenden Bindungen bei veränderten Anreizen ergeben.

Die akademische Literatur interessiert sich – beginnend mit der Arbeit von Kydland und Prescott (1977) – hauptsächlich für das Problem eines *inflationären bias*. Die Gesellschaft im allgemeinen und die Politik im besonderen hätten eine Inflationsneigung. Die Politik habe einen Anreiz, Geldpolitik zur kurzfristigen Stimulierung der Wirtschaft zu nutzen. Eine zu expansive Geldpolitik könne zwar kurzfristig Wirtschaftswachstum und Beschäftigung stimulieren, mittelfristig würden sich aber die Erwartungen der privaten Agenten anpassen und Löhne und Preise erhöht werden. Ergebnis sei ein höherer Inflationsanstieg ohne zusätzliches Wachstum oder steigende Beschäftigung.

Barro und Gordon (1983) untersuchten die Bedeutung von Reputation in wiederholten Spielen. Notenbank und private Akteure interagieren über mehrere Perioden. Unternehmer und Arbeitnehmer erreichen vorab eine Übereinstimmung hinsichtlich des Nominallohnes. Da angenommen wird, daß die Notenbank auch ein Beschäftigungsziel hat, haben die geldpolitischen Entscheidungsträger einen Anreiz, eine Überraschungsinflation herbeizuführen, um die Reallöhne zu senken. Daraus resultiert ein intertemporaler Zielkonflikt. Während in einem Einperiodenspiel die Notenbank die Tarifpartner mit einer Überraschungsinflation täuschen kann, gilt dies in einem Mehrperiodenspiel nicht mehr. Die Notenbank wird daher keine kurzfristigen realwirtschaftlichen Ziele anstreben, da sie ansonsten ihre Reputation schwächen würde.

Rogoff (1985) empfahl, das Glaubwürdigkeitsproblem durch die Wahl eines konservativen Notenbankers, der eine höhere Inflationsaversion hat als der Medianwähler, zu lösen.

Einer unabhängigen Notenbank könnten auch Anreize in Form von Verträgen zwischen dem Prinzipal (Regierung bzw. Gesellschaft) und der Zentralbank (Agent) gesetzt werden.<sup>2</sup> Walsh (1995) zeigt etwa, daß ein optimaler Vertrag die Entlohnung des geldpolitischen Entscheidungsträgers von der erzielten Inflationsrate bzw. Geldmengenentwicklung abhängig machen würde.

Folgen Zentralbanken in der Geldpolitik einer Regel, deren Nichteinhaltung mit Kosten für die Institution verbunden ist, dann sollte dies ihre Glaubwürdigkeit stärken.

Intuitiv wären eine Vielzahl von weiteren Anreizen denkbar, die eine Notenbank zu zeitinkonsistentem Verhalten bewegen könnten:

- Eine unabhängige Notenbank (mit einem ausschließlichen Preisstabilitätsziel) könnte einen *deflationary bias* haben und zu wenig zur Reduktion von Arbeitslosigkeit tun.<sup>3</sup>
- In einem deflatorischen Umfeld könnte es wichtig sein, die Inflationserwartungen der privaten Agenten zu erhöhen.
- In einer Finanzmarktkrise könnte die Bereitstellung von Liquidität notwendig sein, ungeachtet eines möglichen Risikos für das generelle Ziel der Preisstabilität.
- Eine unabhängige Notenbank könnte einen Anreiz haben, in der Praxis eine wenig transparente Geldpolitik zu verfolgen, mit dem Ziel, die Institution für jede Form von Kritik zu immunisieren.
- Der Strukturwandel erschwert eine systematische Geldpolitik. Prognosen, die auf Daten aus der Vergangenheit basieren, *Output-Gap*-Schätzungen und NAIRU-Berechnungen verlieren an Aussagegehalt für den geldpolitischen Entscheidungsfindungsprozeß. Ein erhöhter diskretionärer Ermessensspielraum verweist auf zahlreiche Anreizprobleme.
- In einem Umfeld liberalisierter Finanzmärkte, in welchem Finanzmarkterwartungen als geldpolitische Indikatoren an Bedeutung gewinnen, könnte ein zu enges Verhältnis von Finanzmarktakteuren und Notenbanken – das eine Kurzfristorientierung auf Kosten einer mittelfristigen Perspektive impliziert – problematisch werden.

Diese unvollständige Liste von Beispielen weist auf eine Vielzahl von Glaubwürdigkeitsproblemen hin. Diese reichen von konfligierenden geldpolitischen Zielen über divergierende Interessen der Entscheidungsträger bis zu einem hohen Grad an Unsicherheit in der geldpolitischen Entscheidungsfindung. In der orthodoxen akademischen Literatur fanden die der praktischen Geldpolitik inhärenten Probleme jedoch – im Gegensatz zur wirklichkeitsfernen Hypothese einer Überraschungsinflation – kaum Beachtung.

Da die Gewichtung der geldpolitischen Ziele der Output-Stabilisierung und Preisstabilität nicht direkt beobachtet werden kann, erscheint es interessant, die Wahrnehmung der Geldpolitik durch die Entscheidungsträger selbst in den Mittelpunkt einer Untersuchung zu rücken. Wie argumentieren die Mitglieder des Offenmarktausschusses untereinander? Wie wollen sie Glaubwürdigkeit für die Institution gewinnen, und was deuten sie als zentrale Glaubwürdigkeitsprobleme der Geldpolitik?

Wir untersuchen im ersten Teil des Artikels die Frage, welche Problemwahrnehmung im geldpolitischen Entscheidungsfindungsprozeß vorherrschte und welche Glaubwürdigkeitsprobleme sich für die Entscheidungsträger der Fed gestellt haben.<sup>4</sup>

Außer Zeitinkonsistenzproblemen können Fehlwahrnehmungen auf Grund asymmetrischer Informationen oder unvollkommener Rationalität der sozialen Agenten beim Glaubwürdigkeitserwerb eine Rolle spielen. Zudem sind möglicherweise soziale Einflußfaktoren wie Macht und Interessenstrukturen von Relevanz. Da unsere Ausgangsüberlegung ist, daß

Glaubwürdigkeit das Ergebnis eines komplexen Zusammenspiels von Notenbank und relevanten sozialen Agenten ist, wird im zweiten Teil der Untersuchung die Wahrnehmung der US-Geldpolitik durch Finanzmarktagenten in den Mittelpunkt des Interesses gerückt.

## 2. Glaubwürdigkeit aus Sicht der Offenmarktausschußmitglieder<sup>5</sup>

Die normativen Empfehlungen der Glaubwürdigkeitsliteratur fanden in der Ausgestaltung der US-amerikanischen Geldpolitik nur geringe Resonanz. Zwar ist die Fed bereits seit 1913 eine unabhängige Institution, aber weder wurden explizite Anreize für die Entscheidungsträger gesetzt, noch verfolgt die Fed ein direktes Inflationsziel. Geldpolitische Regeln werden eher als Orientierungshilfen in der Diskussion denn als normative Vorgaben in der Entscheidungsfindung angesehen. Inflexible Regeln, die den diskretionären Ermessensspielraum einengen würden, sind im Entscheidungsgremium nicht beliebt.<sup>6</sup>

Aus den diversen internen Stellungnahmen der FOMC-Mitglieder kann der Diskussionsprozeß zur Glaubwürdigkeit der Geldpolitik nachgezeichnet und können Anschauungen und Überzeugungen destilliert werden.

Vorab kann festgehalten werden, daß laut FOMC-Aufzeichnungen im Zeitraum 1987-1994 niemals Argumente verwendet wurden, die auf eine *Inflationsneigung* der Mitglieder deuten würden.<sup>7</sup> Der analytische Wert der Protokolle sollte aber nicht überschätzt werden.<sup>8</sup> Die Aufzeichnungen enthüllen nicht die *wahren* Präferenzen geldpolitischer Entscheidungsträger. Sie geben auch nicht *das* Verständnis von Geldpolitik wieder.<sup>9</sup> Individuen nehmen in Sitzungen strategische Positionen ein, und wichtige geldpolitische Fragen werden – wie aus den Aufzeichnungen belegbar – während des Mittagessens besprochen. Ein prädiskursiver Konsens hinsichtlich bestimmter Fragestellungen kann vermutet, aber nicht nachgewiesen werden. So wird etwa den Verteilungswirkungen der Geldpolitik weder in Stabsanalysen noch in der Diskussion Aufmerksamkeit geschenkt.

Ein einziges Mal in den Jahren 1987-1994 gab es im FOMC eine ausführliche Diskussion zur Frage der Notenbankglaubwürdigkeit.<sup>10</sup> Prinzipiell argumentieren Notenbanker, daß Geldpolitik auf der Grundlage wissenschaftlicher Kriterien erfolge.<sup>11</sup> Die in den Wirtschaftswissenschaften prominente Theorie der rationalen Erwartungen mit ihrer Betonung von Glaubwürdigkeitseffekten sollte demnach den geldpolitischen Entscheidungsfindungsprozeß beeinflussen haben. Faust und Svensson (1997) behaupten explizit, daß dies bei der Fed mit einer gewissen Zeitverzögerung der Fall gewesen sei.<sup>12</sup>

Wenn es die ökonomischen Ideen wären, die die geldpolitischen Entscheidungen beeinflussen, dann müßte eine Notenbank nur den Empfehlungen der *mainstream*-Literatur folgen, um Glaubwürdigkeit auf den Finanzmärkten und bei der Bevölkerung zu erwerben.

Aus folgenden Gründen können die Notenbankstrategien zum Erwerb von Glaubwürdigkeit jedoch nicht einfach als Abbild hegemonialer ökonomi-

scher Ideen analysiert werden: Das Selbstverständnis der Entscheidungsträger divergiert von der Problemwahrnehmung der akademischen Literatur. Während die *scientific community* in ihren Empfehlungen auf institutionelle Bindungen, Regeln und Anreize zielt, gehen Notenbanker davon aus, daß der *track record*, d.h. geldpolitische Erfolge in der Vergangenheit, entscheidend sind für den Aufbau von Glaubwürdigkeit. Genauer formuliert ist es die Wahrnehmung des *track record* durch bestimmte soziale Agenten, wie Politik, Finanzmarktteilnehmer und Medien, welche die Offenmarktausschußmitglieder interessiert. Glaubwürdigkeit in ihrem Verständnis meint Reputation, die auf Basis einer als erfolgreich wahrgenommenen Geldpolitik erworben wurde. Die Offenmarktausschußvertreter vermuten, daß Glaubwürdigkeit ihre Politik erleichtert. Wenn die geldpolitischen Ziele und Strategien verstanden und akzeptiert werden und auch an ihre Umsetzung geglaubt wird, dann sollte dies die institutionelle Bedeutung einer Notenbank erhöhen, "*When a central bank's word is as important as its deeds, it pays to be believed*".<sup>13</sup> Glaubwürdigkeit ist ein spezifisches Kapital, das in Krisensituationen verwendet werden kann.

Im Verständnis der FOMC-Mitglieder bezieht sich die Glaubwürdigkeit der Fed auf eine Vielzahl von geldpolitischen Zielen und entspricht daher nicht Reputation im Barro-Gordon-Modell, die über Inflationsaversion erreicht wird. Während die neoklassische Literatur sich analytisch auf Erfolge bei der Inflationsbekämpfung konzentriert, sahen die Entscheidungsträger der US-Notenbank auch den glaubwürdigkeitsfördernden Beitrag ihrer Politik bei der Vermeidung einer Rezession oder der Bekämpfung einer Finanzmarktkrise.

Eine Reihe von geldpolitischen Problemen der Fed Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre sollen demonstrativ angeführt werden. Danach wird untersucht, inwieweit Finanzmarktagenten diese Schwierigkeiten als Glaubwürdigkeitsprobleme interpretieren.

## 2.1 Die abnehmende Bedeutung von Prognosen in den neunziger Jahren

Generell gilt als zentrales Problem der Geldpolitik, daß nur ein beschränktes Wissen über makroökonomische Zusammenhänge vorhanden ist. Die US-Geldpolitik in den neunziger Jahren war aber nicht nur mit den klassischen Problemen unvollständiger Informationen, Modellunsicherheiten und Wirkungsverzögerungen konfrontiert, sondern die den Zinsentscheidungen inhärente Unsicherheit war weit größer als in akademischen Arbeiten modelliert. Reale Informationsprobleme in der Geldpolitik erfuhren erst spät Beachtung in der akademischen Literatur.<sup>14</sup>

Eine Geldpolitik, die idealiter zukunftsorientiert gestaltet wird, wäre auf Risiken für die zukünftige Inflationsrate fokussiert. In den neunziger Jahren hatten die internen Prognosen der Fed-Ökonomen, die für die sechswöchigen Sitzungen des FOMC vorbereitet wurden, jedoch generell einen Prognose-*bias*. Sie unterschätzten systematisch das zukünftige BIP-Wachstum und überschätzten den Inflationsanstieg.<sup>15</sup> Der schwache Aussagegehalt von Prognosemodellen leitete über zu einem stärker induktiv orien-

tierten geldpolitischen Entscheidungsfindungsprozeß, der eine Vielzahl von aktuellen Inflationsindikatoren in den Mittelpunkt rückte.

Die Inflationsindikatoren haben jedoch weder zuverlässige Indikatoreneigenschaften noch besteht Fed-intern Übereinstimmung hinsichtlich ihrer Gewichtung in einem Indikatorenset. Eine konsistente Darstellung einer selbst – im strengen Sinn – nicht konsistenten Geldpolitik gegenüber der Öffentlichkeit wird damit zu einer sehr schwierigen Aufgabe.

Die Fed verfolgt eine geldpolitische *looking at everything*-Strategie, die ihr viel Spielraum in der Entscheidungsfindung und -begründung läßt. Es handelt sich um einen induktiven Suchprozeß mit einem sehr hohen Grad an Unsicherheit.<sup>16</sup> Die zentrale Unterscheidung in der akademischen Glaubwürdigkeitsliteratur ist jene zwischen *rules and discretion*. Aus akademischer Sicht bleibt das Problem fehlender Bindung in der Geldpolitik ungelöst.

In den neunziger Jahren hat eine Reihe von FOMC-Mitgliedern Ansichten zur Geldpolitik entwickelt, die von konventionellen theoretischen Ansätzen zur Geldpolitik abweichen. Das Konzept einer *opportunistischen Disinflation* war nicht durch geldpolitische Theorie gestützt, sondern die Bezeichnung erfolgte in Referenz zur faktisch realisierten Geldpolitik.<sup>17</sup> Vereinfachend formuliert, war in diesem Ansatz folgende geldpolitische Empfehlung angelegt: Wenn sich die Inflationsrate auf relativ niedrigem Niveau, aber über der Definition von Preisstabilität befand, sollten in der Geldpolitik trotzdem keine zinspolitischen Schritte gesetzt werden, sondern auf exogene Entwicklungen – wie etwa einen positiven Angebotsschock, eine unvorhergesehene Rezession – gewartet werden, um das gewünschte Inflationsergebnis zu erzielen. Bei beginnendem Inflationsdruck hingegen würde die Fed entschieden in ihrer Zinspolitik reagieren.

Sogar wenn es möglich ist, ex post eine Regel (etwa die Taylor-Regel) zu finden, welche die Geldpolitik der Fed beschreibt, ist es irreführend, daraus Aussagen zur Frage, wie die Fed Glaubwürdigkeit gewinnen kann, zu destillieren, da weder klar ist, ob die privaten Agenten die Regel bereits vorab kannten noch ob die Voraussetzungen zur Regeleinhaltung gegeben waren.<sup>18</sup>

Mishkin (1999) 37 kritisiert die geldpolitische Strategie der Fed als einen *just do it*-Ansatz, der durch die Konzentration auf die Person des Fed-Vorsitzenden einer Personalisierung der Geldpolitik Vorschub leiste und Inkonsistenzen mit demokratischen Prinzipien impliziere. "A just do it strategy suffers from a lack of transparency which both leads to confusion in the market place, a lack of accountability of the central bank, and a missed opportunity to focus the public and politicians on the need for a long-run orientation of monetary policy."

## 2.2 Ermessensspielraum bei der geldpolitischen Zielinterpretation

Die geldpolitischen Ziele des Humphrey-Hawkins-Act sind zahlreich, aber nur wenig detailliert. Es obliegt den Entscheidungsträgern des FOMC, zu

interpretieren, was "maximum employment" und "stable prices" in der Geldpolitik tatsächlich bedeuten.<sup>19</sup> Die Auslegung der Ziele erfolgt in einem gesellschaftlichen Kontext widerstreitender Interessen. Wirtschaftspolitische Paradigmen, die sich im Zeitablauf ändern, und nicht zeitlose wissenschaftliche Wahrheiten markieren den Rahmen für geldpolitische Entscheidungen.

Ein zu einer bestimmten Zeit hegemoniales wirtschaftspolitisches Paradigma als einzig gültige Interpretation von gesetzlich festgelegten Zielen zu verstehen, ist wirtschaftspolitisch riskant. Eine prominente Auslegungsvariante von *maximum employment* in den 1990er Jahren war die sogenannte *non-accelerating inflation rate of unemployment* (NAIRU). Das NAIRU-Konzept ist ein wissenschaftliches Konzept, das aus einer Reihe von empirischen und theoretischen Gründen kritisiert werden kann.<sup>20</sup> Das Spezifikum der Fed-Politik war, daß "the staff came with the NAIRU figures but fortunately we did not believe them" (Alan Blinder, Gespräch 4.12.1999).

Die Zinsentscheidungen erfolgten demnach nicht auf Basis des aktuellsten Wissenstandes in der akademischen Ökonomie und nicht einmal auf Grundlage der internen ökonomischen Notenbankexpertise, sondern waren das Ergebnis der Einschätzungen der Entscheidungsträger. In Ökonomenkreisen wird die Zinspolitik auf Basis von Annahmen über die Reaktionsfunktion der Notenbank evaluiert.<sup>21</sup> Wissenschaftliche Beobachter, die ihr Interesse auf ein regelähnliches Verhalten in den geldpolitischen Entscheidungen richten, können ex post ein Reaktionsmuster beschreiben. Orthodoxe akademische Theoretiker vermuten, daß Notenbanker verkappte Theoretiker sind. Die FOMC-Aufzeichnungen zeigen, daß dem nicht so ist. Die modellierten Verhaltensannahmen reflektieren nicht die spezifischen Charakteristika der Notenbankwelt. Die orthodoxe akademische Sicht verfehlt deshalb die Notenbankperspektive, die sich eher einer Ökonomik der Praxis erschließen würde.

Ein weiteres Beispiel einer unklaren Zielfestlegung und -interpretation sind die Ziele für monetäre Aggregate. Die Fed kündigt Zielbänder für M2 und M3 an, doch intern wurde dies Anfang der neunziger Jahre als eine Art unangenehme Pflichtübung angesehen, da die Geldmengenziele nur wenig Informationsgehalt für die tatsächliche geldpolitische Entscheidung hatten und nicht einmal in das Prognosemodell der Fed integriert sind.<sup>22</sup>

### 2.3 Kontroversen zur Transparenz in der Geldpolitik und Bestreben nach institutioneller Geschlossenheit des FOMC

Transparenz kann als Instrument zur Erhöhung der Glaubwürdigkeit verstanden werden, da durch die größere Offenheit des Agenten (Notenbank) auch stärkere Kontrollmöglichkeiten des Prinzipals (US-Kongreß bzw. Öffentlichkeit) impliziert sind.<sup>23</sup>

Die Fed veröffentlicht keinen Inflationsbericht. Die FOMC-Mitglieder versuchen aber, den Finanzmarktagenten frühzeitig ihre qualitative Einschätzung zu möglichen geldpolitischen Entwicklungen zu geben. Die Vorberei-

tung und nachträgliche Begründung von Entscheidungen wurden zunehmend wichtiger, da Finanzmarktteilnehmer daraus Hinweise auf die zukünftige geldpolitische Ausrichtung gewinnen.

1999 war der sogenannte *bias-talk* in der Fed-Präsentation gegenüber der Öffentlichkeit eingeführt worden. Der *bias-talk* sollte insbesondere Finanzmarktagenten über die Präferenzen der geldpolitischen Entscheidungsträger hinsichtlich zukünftiger geldpolitischer Schritte informieren. Der *bias-talk* war von der Fed als ein weiterer Schritt zu mehr Transparenz in der Geldpolitik angekündigt worden. Den Marktteilnehmern sollte die der Geldpolitik inhärente Unsicherheit vermittelt werden. Ein wesentlicher Grund war aber in internen Entscheidungsabläufen des Offenmarktausschusses zu suchen. So war das Ziel, "to bring everyone to a common position".<sup>24</sup> Ein möglicher Dissens in der zinspolitischen Entscheidungsfindung sollte auf die Frage der Ausrichtung des *bias* begrenzt werden und sich nicht in einer Ablehnung der zinspolitischen Empfehlung des Vorsitzenden niederschlagen.

Transparenz steht demnach in keinem notwendigen Zusammenhang mit Glaubwürdigkeit. Einerseits kann Offenheit einfach als Instrument zur Erhöhung der Effizienz der Geldpolitik verstanden werden. "The constant guessing game about the Fed's intentions created by its close-mouthed approach creates unnecessary volatility in financial markets".<sup>25</sup> Andererseits kann Transparenz im Zusammenhang mit institutionellen Anreizen, sich vor Kritik zu schützen, gesehen werden. Aus dieser Perspektive gab es in den Offenmarktausschusssitzungen oft Diskussionen zum angemessenen Ausmaß an Transparenz der Geldpolitik. Die Debatten entzündeten sich an der Frage nach undichten Stellen innerhalb des Gremiums. Journalisten dürften manchmal an *Insider*-Informationen aus dem FOMC gelangt sein, und Greenspan bezieht die Themen Indiskretion und Glaubwürdigkeit explizit aufeinander:<sup>26</sup> "I have discussed this subject a number of times but just let me tell you that, as a best I can judge from feedback I'm getting from friends of ours, the *credibility* of this organization is beginning to recede and we're beginning to look like buffoons to some of them. If one readily translates what we heard here yesterday about how the *credibility* of this institution has major economic policy effects, one cannot fail to realize how important it is for us to have an organization which is not perceived to be discussing all sorts of confidential things to newspapers.... If we cannot be free and forward with our colleagues, then I think the effectiveness of this organization begins to deteriorate to a point where we will not have the ability to do what is required of us to do.... If we cannot function, the sole major economic policy instrument that this country has will not be able to function." (Transcripts 18./19.12 1989).

Meistens folgten die FOMC-Mitglieder den geldpolitischen Empfehlungen ihres Vorsitzenden. Weder der frühere Vorsitzende der Fed Paul Volcker noch Alan Greenspan unterlagen jemals in einer Abstimmung zu geldpolitischen Entscheidungen. Der Dissens bei den Abstimmungen im FOMC ging unter dem Vorsitz von Greenspan zurück. Der Vorsitz übt eine spezifi-



sche Form interner Autorität aus, die über verschiedene Kanäle wirkt. Die Aufzeichnungen indizieren, daß Greenspan die Diskussionen ob seines ökonomischen Wissens und der Organisationsstruktur des Ausschusses dominiert. Der Vorsitzende beginnt die geldpolitische Diskussionsrunde mit einer Empfehlung, der die Mehrheit der wahlberechtigten FOMC-Mitglieder folgt.

Ein inhaltlicher Konsens in der externen Begründung geldpolitischer Entscheidungen wird von den meisten FOMC-Mitgliedern angestrebt. Eine einheitliche Argumentation gegenüber der Öffentlichkeit wird als elementar für den Bestand und den Erfolg der Institution betrachtet. Im Selbstverständnis der geldpolitischen Entscheidungsträger dürfte eine einheitliche interne Positionierung als eine Art Substitut zu einer Regelbindung verstanden werden. Die freiwillige Selbstbindung an die Autorität des Vorsitzenden dient einem besseren Außenbild und soll die Glaubwürdigkeit der Institution festigen.

Da die US-Geldpolitik nicht systematisch durchgeführt wird, kann sie auch nicht den Glaubwürdigkeitskriterien der Zeitkonsistenzliteratur genügen. Der Einschätzung, daß die Fed deswegen keine Glaubwürdigkeit habe, würde von einer Vielzahl von Beobachtern in den Medien, auf den Finanzmärkten und in Ökonomenkreisen selbst widersprochen werden.

Ein induktiver Entscheidungsfindungsprozeß, eine sich im Zeitablauf ändernde geldpolitische Zielinterpretation und Zielgewichtung stehen zwar offensichtlich in Kontrast zur Modellglaubwürdigkeit, aber nicht unbedingt im Widerspruch zur Notenbankglaubwürdigkeit in der Praxis.

Wie erwirbt eine Notenbank Glaubwürdigkeit in der Praxis? Eine Möglichkeit wäre anzunehmen, daß geldpolitische Erfolge in der Vergangenheit zur hohen Reputation der gegenwärtigen Geldpolitik geführt haben. Demnach würde die Glaubwürdigkeit der Greenspan-Fed auf den Erfolgen der Volcker-Fed bei der Bekämpfung der Inflation Anfang der 1980er Jahre basieren. Die Volcker-Fed hätte, dieser Hypothese folgend, eine Art *type-credibility* erworben. Indem sie nicht auf die realwirtschaftlichen Kosten ihrer Disinflationstrategie geachtet hat, enthüllte sie ihre inflationsaversen Präferenzen. In einem der Tierwelt entlehnten Notenbankjargon formuliert: Der *Falke*, der Arbeitslosigkeit als *quantité négligeable* betrachtet, ermöglicht der *Taube*, eine ausgewogene, auf Preisstabilität und Beschäftigung achtende Geldpolitik durchzuführen.

Diese Hypothese von der notwendigen Härte, d.h. besonders ausgeprägten Inflationsaversion eines Zentralbankers kann aber nicht die anhaltend hohe Reputation der Greenspan-Fed in unterschiedlichen Problemlagen wie der Finanzmarktkrise 1987, den Bemühungen zu einer Rezessionsvermeidung Anfang der 1990er Jahre, einer Politik niedriger Realzinsen 1992 und 1993 und einer Inflationsgefahren vorbeugenden Geldpolitik 1994 erklären. Diese Annahme gibt auch keine Orientierung hinsichtlich der Frage, wie Glaubwürdigkeit ohne Bindung und explizite Anreize zu zeitkonsistentem Verhalten erworben wird.

Bei dieser zentralen Fragestellung wird die ökonomische Analyse meist durch ein geradezu mythisch anmutendes Vertrauen auf die Weisheit unab-

hängiger Experten ersetzt.<sup>27</sup> Während diskretionärer Ermessensspielraum im Feld der Politik von der akademischen Literatur nahezu einhellig als Quelle von Glaubwürdigkeitsproblemen angesehen wird, da damit eine Kurzfristorientierung verbunden ist, lautet die Beurteilung des Entscheidungsspielraumes unabhängiger Notenbankexperten vielfach anders. Ein hoher Grad an Unabhängigkeit in der Gestaltung der Geldpolitik sei ein Glaubwürdigkeitsindikator und daher Voraussetzung einer angemessenen monetären Ausrichtung.<sup>28</sup> Die Problemauswahl des inflationären *bias* kann aber nicht theorieimmanent begründet werden. Schließlich könnten sich die Zeitinkonsistenzprobleme verschoben haben, d.h. die neoklassische Effizienzargumentation stößt allein aus Konsistenzgründen an Grenzen. Die Vermutung, daß der inflationäre *bias* auch für eine unabhängige Notenbank das wichtigste Problem ist, hängt letztlich nur von nicht-thematisierten Überzeugungen ab.<sup>29</sup>

Die institutionelle Ausgestaltung einer unabhängigen Notenbank kann aus einer Effizienzperspektive betrachtet werden, sie kann aber auch auf die Verteilungswirkungen von Geldpolitik und damit auf die zugrundeliegenden Interessen rekurrieren. Da *Modellglaubwürdigkeit* und *Notenbankglaubwürdigkeit* nur wenig inhaltliche Berührungspunkte miteinander haben, scheint es uns notwendig, letztere grundsätzlich anders zu untersuchen und uns auf die Wahrnehmung von Spielern (Finanzmarktagenten) und nicht von Beobachtern (akademische Ökonomen) zu konzentrieren. Wir argumentieren, daß sich die Anreizprobleme einer Notenbank im Zeitablauf verschieben können. Mögen es für eine abhängige Notenbank die Fehlreize durch die Politik sein, so könnte für die unabhängige Fed ein zu enges Verhältnis zu Finanzmarktagenten eine Problemquelle sein.<sup>30</sup>

### 3. Notenbankglaubwürdigkeit aus Sicht der Fed-watchers

*"The Fed is a training-ground for Wall-Street."*  
(*Fed-watcher* Harris Ethan, Lehman and Brothers)<sup>31</sup>

Auf der Grundlage der Ergebnisse eines Fragebogens an die Chefökonominnen der Primärhändler von Staatsanleihen vom Herbst 1999 soll gezeigt werden, daß im Zentrum von Notenbankglaubwürdigkeit das Vertrauen zwischen Eliten steht.<sup>32</sup>

*Fed-watchers* sind eine mächtige Referenzgruppe für die US-Notenbank. Einerseits geben die Chefökonominnen ihren Klienten Anlageempfehlungen und nehmen daher eine wichtige Stellung im monetären Transmissionsmechanismus ein. Andererseits sind die *Fed-watchers* ob ihrer ökonomischen Kompetenz und medialen Präsenz mögliche relevante Kritiker der Geldpolitik.

Der enge Kreis der hauptberuflichen *Fed-watchers* auf den Finanzmärkten ist relativ klein. Die Gruppe ist homogen, und viele haben Arbeitserfahrungen in ökonomischen Forschungsabteilungen der Fed. Keine andere Gruppierung in der amerikanischen Gesellschaft schenkt der Geldpo-

litik so viel an Aufmerksamkeit und investiert so viel an Ressourcen in die Analyse zukünftiger geldpolitischer Entscheidungen. Die *Fed-watchers* entwickeln eigene Inflationsprognosen und studieren Vorträge der FOMC-Mitglieder, um mögliche Änderungen in der geldpolitischen Ausrichtung seismographisch aufzuspüren. Sie analysieren auch die Sitzungsprotokolle des Offenmarktausschusses, damit sie einen möglichen zukünftigen Dissens innerhalb des Entscheidungsgremiums, der Auswirkungen auf zinspolitische Entscheidungen haben könnte, frühzeitig erkennen. *Fed-watchers* bilden gemeinsam mit den US-Notenbankern eine epistemische Gemeinschaft, "a professional group that believes in the same cause-and-effect relationships, truth tests to accept them and shares common values, its members share a common understanding of a problem and its solution".<sup>33</sup> Auf Grundlage gemeinsamer Interessen am Ziel der Preisstabilität und beträchtlicher Machtressourcen können sie hegemonial die geldpolitische Debatte prägen.

Da die Befragten zu den bestinformierten Fed-Kennern in den USA zählen, ist die Möglichkeit, daß es sich bei den *multiple-choice*-Antworten um Zufallsergebnisse handelte, minimal. Zudem waren die retournierten Fragebögen auch zumeist namentlich gekennzeichnet, und die interne Konsistenz in der Fragenbeantwortung war gewährleistet.<sup>34</sup>

Zuerst wurde nach dem Begriffsverständnis von Glaubwürdigkeit gefragt.<sup>35</sup> Glaubwürdigkeit aus Sicht der *Fed-watchers* dürfte ein anderer Ausdruck für eine bei der Bekämpfung von Inflation erfolgreiche Geldpolitik sein. Es handelt sich um Vertrauen von Experten auf den Finanzmärkten in die Kompetenz von Notenbankexperten. Akademische Themen wie Anreize und Regeln schlagen sich in den Antworten nicht nieder. Im Gegenteil: "It is to the benefits of the chairman to keep rules uncertain, Greenspan can decide the rules of credibility on its own; once you have achieved credibility the incentives to rules decline. As credibility builds flexibility can be higher." (Gespräch mit Harris, Ethan S. Senior Vice President Lehman Brothers, 25.10.1999). Trotz unterschiedlicher Ansichten, was Notenbankglaubwürdigkeit genau bezeichnet, besteht Übereinstimmung, daß die Fed glaubwürdig ist.

Alan Blinder vertritt die aus gängiger Notenbankperspektive häretisch anmutende Meinung, daß die Jahre 1992 und 1993 mit niedrigen Realzinsen elementar für den Reputationsaufbau der Greenspan-Fed gewesen seien. Diese Sicht einer Geldpolitik, die gerade wegen – und nicht trotz – ihrer Orientierung an realwirtschaftlichen Zielen Reputation gewinnt, steht konträr zur neoklassischen Literatur, die Glaubwürdigkeit auf Bekämpfung von Inflation bezieht.

Die Wahrnehmung auf den Finanzmärkten läuft dieser These zuwider. Kein Finanzmarktanalyst nahm die Phase der niedrigen Realzinsen als glaubwürdigkeitserhöhend wahr. Im Gegenteil, so betonte etwa der ökonomische Experte von Lehman and Brothers, für eine Notenbank gelte das neoklassische Rezept, "*to be credible it must occasionally risk recession*". Eine niedrige Inflationsrate in der Vergangenheit wird als die herausragende Glaubwürdigkeitsdeterminante der Fed betrachtet.

*Institutionelle Harmonie* des Entscheidungsgremiums wird von Greenspan und anderen Offenmarktausschußvertretern als entscheidender Faktor zum Erwerb von Glaubwürdigkeit angesehen. Auch Alan Blinder erwähnte, daß er diese mögliche Determinante von Reputation in seinem Fragebogen 1999 vergessen habe. Ergebnis unserer Befragung ist, daß Finanzmarktökonom Harmonie im FOMC ohnehin für unbedeutend halten. In einem vom Vorsitzenden dominierten Ausschuß ist der inhaltliche Konsens bzw. Dissens vermutlich weniger wichtig, als dies Notenbanker vermuten.

Die *intellektuelle Fähigkeit des Vorsitzenden (analytische Strenge, Vertrautheit mit empirischer Evidenz)* war in Interviews mit Finanzmarktökonom mehrfach als Voraussetzung von Glaubwürdigkeit erwähnt worden. Diese Form von Vertrauen in die spezifische Kompetenz des Vorsitzenden wird auch in der Beantwortung als entscheidende Glaubwürdigkeitsdeterminante identifiziert. Verwandt damit ist ein *kontinuierliches Hinterfragen und Überprüfen konventionellen geldpolitischen Wissens*. Dies bestätigt die intuitive Überlegung, daß Glaubwürdigkeitsgewinne nicht auf Grund einer starren Regelingung resultieren müsse, sondern vertrauensbasiert sein können.

Ein im Abschnitt 2 angeführtes Beispiel für Ermessensentscheidungen waren die wirtschaftspolitischen Zweifel der US-Notenbanker hinsichtlich des in den Wirtschaftswissenschaften hegemonialen Projekts der NAIRU. Aber auch die fehlende Berücksichtigung von monetären Aggregaten in der Entscheidungsfindung trotz gesetzlicher Zielvorgabe wurden angeführt. In der Beantwortung reiht fast ein Drittel der Befragten die Bereitschaft, konventionelles geldpolitisches Wissen zu hinterfragen, an die erste Stelle.

Diese Faktoren verweisen auf den diskretionären Ermessensspielraum, den das FOMC bei seinen Entscheidungen hat und nach Meinung der Finanzmarktexperten auch haben soll. Solange die Fed bei der Inflationsbekämpfung erfolgreich ist, dürfte ihr Vertrauen von den *Fed-watchers* entgegengebracht werden.

Die Mishkin-Kritik,<sup>36</sup> daß die Geldpolitik der Fed zu personenbezogen erfolge, wird von den Befragten nicht geteilt. Eine deutliche Mehrheit der Antworten indiziert, daß es institutionelle Glaubwürdigkeit ist und nicht nur *Greenspan-Glaubwürdigkeit*. Zwischen dem medialen Greenspan-Kult und der Wahrnehmung durch Experten muß unterschieden werden.<sup>37</sup>

Nur vereinzelt wird von den Finanzmarktökonom befürwortet, daß die Fed ein direktes Inflationsziel verfolgen solle. Einerseits dürfte ob der bereits etablierten Reputation eine Bereitschaft der *Fed-watchers* bestehen, den diskretionären Ermessensspielraum der Fed in der geldpolitischen Strategie zu akzeptieren. Andererseits wird die Geldpolitik mit der ihr inhärenten Unsicherheit von Finanzmarktanalysten praxisnäher wahrgenommen als von der akademischen Literatur.

Es besteht eine Form impliziter Kooperation zwischen Notenbank und *Fed-watchers*. Gemeinsame Interessen, informelle Kontakte und wechselseitig relevantes Wissen prägen die Beziehung. Glaubwürdigkeit handelt nicht nur vom Verhältnis von beobachtbaren zu unbeobachtbaren Variablen, sondern von gemeinsamen Interessen und wahrgenommener Macht.

Notenbanker gehen implizit davon aus, daß Glaubwürdigkeit primär Reputation auf Finanzmärkten bezeichnet. Die Fragebogenbeantwortungen bestätigen, daß dies umgekehrt auch von der Finanzmarktseite so wahrgenommen wird. Die FinanzmarktökonomInnen antworteten nahezu einhellig, daß Glaubwürdigkeit gegenüber den Finanzmärkten von vorrangiger Bedeutung für die Fed ist.<sup>38</sup> Die Tarifpartner hingegen – im akademischen Barro/Gordon Modell prominent plaziert – rangieren in der Reihung abgeschlagen. Die in Notenbankreden oft erwähnte *Öffentlichkeit* ist aus Sicht der *Fed-watchers* nicht von Bedeutung. Trotz der Sanktionsmöglichkeiten, die der US-Kongreß gegenüber der Fed besitzt, wird *Glaubwürdigkeit gegenüber der Politik* nur einmal an erster Stelle gereiht. Dies dürfte auch Ergebnis der Strategie des US-Kongresses in den 1990er Jahren sein, die Fed nicht öffentlich zu kritisieren.

Das in den US-Medien kolportierte Bild von Alan Greenspan ist das eines *Datenjunkys*. Die auf den ersten Blick unseriös anmutende Frage: Was glauben Sie, sind die drei Lieblingsindikatoren des Fed-Vorsitzenden Greenspan?, schien uns aus folgendem Grund wesentlich: Die Frage basiert auf einer weit verbreiteten medialen Darstellung der Geldpolitik der Fed und zielt auf die Spielregeln von Geldpolitik aus Sicht der Spieler und nicht nur aus Sicht der Beobachter. Die Unterschiede zwischen dem, was akademische Ökonomen für den korrekten Rahmen zur Analyse von Glaubwürdigkeit halten, und dem, was von Finanzmarktanalysten *Datenbeobachtung mit Greenspan* genannt wird, sind eklatant.

Mit zwei Ausnahmen nannten alle ChefökonomInnen tatsächlich drei Indikatoren. Dies kann entweder als Beleg dafür genommen werden, daß sie von ihren Medienkontakten her gewohnt sind, jede – sogar offensichtlich unsinnige – Frage zu beantworten oder aber, daß sie selbst an das Medien-Spiel zu den *Lieblingsindikatoren von Greenspan* glauben.

Es bestritt niemand, daß Greenspan Lieblingsindikatoren hat, aber es besteht keine Einigkeit, welche Variablen dies sind. Die Finanzmarktanalysten versuchen offensichtlich zu erraten, was Greenspan aktuell für einen wesentlichen Indikator hält, und dann dessen Gewicht in einem ebenfalls vermuteten Indikatorenset der Fed zu bestimmen. Genannt wird ein enorm breites Spektrum an möglichen Indikatoren, u.a.:

Beschäftigungskostenindex, Verbraucherpreisindex, Goldpreis und andere Güterpreise, Zahl der unselbständig Beschäftigten, Beschäftigungsbericht, Renditenkurve, Preise für Stahlschrott, USD-Wechselkurs, Kernindex der Erzeugerpreise, NAPM-Einkaufsmanager-Index, aktiv Arbeitssuchende, Unternehmens- und Produktrating, Deflator des privaten Verbrauchs (Kernwert), Arbeitskräfteangebot, Arbeitsmarktanspannung, Lohnstückkosten.

Es wird auch vermutet, daß Greenspan Indikatoren heranzieht, die den Finanzmarktanalysten nicht bekannt sind, und erwähnt wird, daß sich die Gewichtung der aktuellen Indikatoren durch die Fed rasch ändern könne ("Glaubwürdigkeit der Produktivität geht über in Glaubwürdigkeit der Arbeitsmarktanspannung."). Andere erwähnen, daß sich die Gewichtung

der Indikatoren so rasch ändere, daß die Frage nicht angemessen beantwortet werden könne.

Die Überlegung, daß Notenbank und Finanzmarktteilnehmer auf gemeinsamer Datenbasis *rationale* geldpolitische Entscheidungen bzw. Anlageentscheidungen treffen, ist wirklichkeitsfremd. Finanzmarktökonomien konzentrieren sich vielmehr auf jene Daten, von denen sie annehmen, daß sie aktuell von den geldpolitischen Entscheidungsträgern hoch gewichtet werden. Die Finanzmarktanalysten verstehen unter *Datenbeobachtung mit Greenspan* ein *Ratespiel*.<sup>39</sup>

#### 4. Schlußfolgerungen

Unser Artikel hatte zwei Zielsetzungen: Erstens, hinsichtlich der Frage der Notenbankglaubwürdigkeit sollte ein ideologiekritischer Beitrag zu den normativen Empfehlungen der orthodoxen Zeitkonsistenzliteratur geleistet werden. Wird die perspektivische Komponente bei Problemwahrnehmungen beachtet, so können sich sowohl Problemauswahl als auch Lösungsvorschläge zur Glaubwürdigkeit beträchtlich voneinander unterscheiden.

Die orthodoxe akademische Literatur hält die Lösung des Zeitinkonsistenzproblems eines inflationären *bias* für die entscheidende Glaubwürdigkeitsdeterminante. Die geldpolitischen Entscheidungsträger der US-Notenbank hingegen halten die Bewältigung der jeweils aktuellen – auch realwirtschaftlichen – Probleme für die entscheidende Dimension ihrer Glaubwürdigkeit. Die *Fed-watchers* wiederum halten die dokumentierte Leistung der Fed bei der Inflationsbekämpfung für den wesentlichen Faktor zum Erwerb von Glaubwürdigkeit. Ihre Konzentration auf *Inflationsglaubwürdigkeit* stimmt zwar mit den Ansichten orthodoxer akademischer Experten überein, und es scheint so, als würden neoklassische Effizienzargumentation und Expertenmythologie eine seltsame Allianz eingehen. Der wesentliche Unterschied ist aber, daß die *Fed-watchers* am Anleihenmarkt die Notwendigkeit eines hohen diskretionären Ermessensspielraums der Notenbank einsehen. Im Gegensatz zu den akademischen Ökonomen haben sie gemeinsame Interessen mit der Notenbank und anerkennen die geldpolitischen Entscheidungen inhärente Unsicherheit. Erst die Ausnutzung des diskretionären Ermessensspielraums in einem unsicheren geldpolitischen Umfeld zeigt den *Fed-watchers*, mit welchem Typ von Notenbankern – Falke oder Taube – sie es zu tun haben.

Zweitens wollten wir zeigen, daß Anreizstrukturen einer Notenbank nicht nur gegenüber der Politik, sondern gegenwärtig primär gegenüber den Finanzmärkten problematisiert werden müssen. Das geldpolitische *Ratespiel* zwischen Fed- und Finanzmarktexperten hinsichtlich zukünftiger Zinsentscheidungen ist getragen von gemeinsamen Interessen hinsichtlich Preisstabilität. Die Finanzmarktagenten haben, spieltheoretisch formuliert, ein glaubwürdiges Drohpotential gegenüber einer Notenbank, die eine zu lockere Geldpolitik verfolgt. Sie stellen aber nicht sicher, daß Probleme wie eine zu restriktive Geldpolitik, eine arbiträre Zieldeutung und -gewichtung und eine Geldpolitik "aus dem Bauch" vermieden werden.<sup>40</sup>

In der Wahrnehmung der geldpolitischen Entscheidungsträger der Fed werden die Finanzmarktteilnehmer klammheimlich zu einer Art *Prinzipal*, der die Performanz des *Agenten* (Notenbank) evaluiert und gegebenenfalls sanktioniert. Die *symbiotische Beziehung zwischen Wall Street und der Fed* (*Fed-watcher* E.S. Harris) impliziert demokratiepolitische Folgeprobleme. Für den rechtlich vorgesehenen *Prinzipal* (US-Kongreß bzw. letztlich die US-Bevölkerung) wird die Kontrolle der Leistung des *Agenten* (Notenbank) erschwert. Durch die implizite Kooperation von Fed und Finanzmarktagenten wird der geldpolitische Entscheidungsfindungsprozeß für den Prinzipal kaum nachvollziehbar. Aber nur wenn wir annehmen, daß Notenbanker eine im Finanzmarkt verborgene interessensfreie Wahrheit freilegen, wäre diese vertrauensbasierte Elitenkooperation unproblematisch.

### Anmerkungen

- <sup>1</sup> Stiglitz (1998) 5.
- <sup>2</sup> Persson, Tabellini (1993).
- <sup>3</sup> Siehe Fischer (1994) 293.
- <sup>4</sup> Dies erfolgt auf Basis eines Studiums der Aufzeichnungen der Sitzungen des Offenmarktausschusses 1987-1994.
- <sup>5</sup> Die FOMC-Aufzeichnungen werden gemäß dem *Freedom of Information Act* fünf Jahre später veröffentlicht. Sie basieren auf Originalprotokollen, die mit dem Ziel angefertigt wurden, das FOMC-Sekretariat bei der Erstellung der Berichte zu den geldpolitischen Entscheidungen zu unterstützen. Die Aufzeichnungen wurden vom Sekretariat leicht modifiziert. In Fällen, wo der Aussagegehalt verlorengegangen wäre, wurden Wörter ergänzt. Offensichtliche Transkriptionsirrtümer wurden ebenfalls korrigiert. Die editierten Aufzeichnungen wurden nicht von den FOMC-Mitgliedern korrektur gelesen. Auslassungen betreffen vertrauliche Informationen zu Notenbanken, Unternehmen und Personen. Für einige Telephonkonferenzen existieren keine Aufzeichnungen (etwa für Oktober 1987, den Höhepunkt der Finanzkrise).
- <sup>6</sup> Vgl. Blinder (1998). Bereits der Soziologe Max Weber hatte bemerkt, daß soziale Agenten nur dann einer Regel folgen, wenn das Interesse an der Regeleinhaltung höher ist als jenes an einer Regelmäßsachtung. Diese Frage der zugrundeliegenden spezifischen Interessen von sozialen Agenten wird in der neoklassischen Zeitinkonsistenzliteratur vernachlässigt bzw. extrem simplifiziert.
- <sup>7</sup> Der frühere Vize-Vorsitzende des Federal Board of Governors der Fed, Alan Blinder, vertritt die Überzeugung vieler Notenbanker, daß Zentralbanker ohnedies quasi-intrinsisch eine Inflationsaversion haben und daher auch keiner Regelbindung oder besonderer Anreize bedürfen (Gespräch 4.12.1999).
- <sup>8</sup> Die FOMC-Protokolle wurden hinsichtlich des Notenbankverständnisses von Glaubwürdigkeit beginnend mit August 1987 – als Alan Greenspan den Vorsitz der Fed übernahm – bis Ende 1994 (das letzte Jahr, für welches bislang Protokolle freigegeben wurden) durchgesehen. Da das FOMC ein vom Vorsitzenden dominiertes Komitee ist, wurde den Äußerungen von Greenspan besondere Bedeutung beigemessen.
- <sup>9</sup> Dies kann illustriert werden anhand einer Aussage des früheren Vize-Vorsitzenden der Fed Corrigan bei einer FOMC-Sitzung im Juli 1992: "I'm a believer in what we do, not what we say."
- <sup>10</sup> Bei der Sitzung des FOMC am 18. Dezember 1989 gab es eine Präsentation der ökonomischen Fachabteilung zur Frage "Eliminating inflation by 1995". Im Zuge der Diskussion wurde eine Reihe von theoretischen und praktischen Fragen zur Notenbankglaubwürdigkeit angesprochen.
- <sup>11</sup> Z.B. Blinder (1998).

<sup>12</sup>Zu einem Gegenargument siehe ebendort.

<sup>13</sup>Ebd. 66.

<sup>14</sup>Orphanides (1999).

<sup>15</sup>Auch die Prognosen der Wall Street-Ökonomen folgten demselben Muster. FOMC-Aufzeichnung, 19. Mai 1992: Greenspan: "Our ability to forecast is awful. There are a lot of anachronisms sitting in our directive. Every time I read it I'm waiting for somebody somewhere to write a fun piece in some newspaper about the Federal Reserve directive."

<sup>16</sup>So gibt es innerhalb der Fed divergierende Expertenmeinungen, welche Indikatoren für die geldpolitische Entscheidung wichtig sind. Es existieren zudem Hintergrundüberzeugungen, welcher Indikator von Greenspan gegenwärtig als Entscheidungsvariable besonders hoch gewichtet wird. Manche dieser Indikatoren wurden von Greenspan selbst neu konzipiert (z.B. die *quit rate* am Arbeitsmarkt).

<sup>17</sup>Orphanides, Wilcox (1996).

<sup>18</sup>Orphanides (1999) zeigt, daß die Anwendung einer Taylor-Regel mit jenen Daten, die den Entscheidungsträgern tatsächlich zur Verfügung standen, zu einem schlechteren Wohlfahrtsergebnis geführt hätte. Aus Interviews mit Finanzmarktanalysten gewann ich den Eindruck, daß *Fed watchers* erst dann die Frage eines regelähnlichen Verhalten der Fed berücksichtigen, wenn FOMC-Mitglieder explizit darauf hinweisen (z.B. David Jones, Aubrey G. Lanston).

<sup>19</sup>Der frühere Vize-Vorsitzende der Fed Alan Blinder betonte, daß dies einen enormen Machtzuwachs für eine Notenbank bedeute, da sie sich damit de facto die Ziele selbst setzen kann (Gespräch 4.12.1999).

<sup>20</sup>Siehe etwa OECD (1998).

<sup>21</sup>Andernfalls müßte man versuchen, die Zinsentscheidungen in ihrer Abhängigkeit von mächtigen sozialen Akteuren (Medien, Politik, Finanzmarktagenten usw.) zu untersuchen. Eine weitere, aber nur wenig überzeugende Möglichkeit wäre, einem Expertenmythos zu huldigen, der die Richtigkeit geldpolitischer Entscheidungen im weisen Sensorium der Bäume unabhängiger und inflationsfeindlicher Notenbanker begründet sieht.

<sup>22</sup>Greenspan 2./3. Februar 1993: "I frankly don't think that whatever targets we agree to today are going to make the slightest difference in the way this Committee functions.... Well, we have a statute out there. If we didn't have the statute, I would argue that we ought to forget the whole thing (monetary target ranges)."

Lindsey (Governor): "Academic economists – it's almost a shock compared to what we are thinking – not only want us to focus more on M2 and nominal GDP but they actually have quarterly adjustment processes (they suggest) that we should look at what happened last quarter to determine what we should do with money next quarter. And that is so far from what we are talking about at this table.."

Greenspan: "And reality."

Lindsey: "And reality. But given that academic economists can be our most important constituency when times get tough, if we are moving that far out of the academic ranges we should be a little concerned".

Vice-chairman Corrigan: "I am also terribly concerned about throwing all these Ms out there. Now you pointed out, Mr Chairman, that that's what Arthur Burns did. Chairman Burns may have succeeded in confusing Congress but he may have confused himself".

<sup>23</sup>Geldpolitik wird in der akademischen Literatur vielfach als Vertragsbeziehung zwischen einem Prinzipal und einem Agenten modelliert: Der Prinzipal legt die Aufgaben des Agenten fest. Der Agent wählt die Instrumente zur Aufgabenerfüllung aus, und der Prinzipal überwacht die Vertragseinhaltung.

<sup>24</sup>Gespräch mit Dino Kos, Head of Foreign Exchange Operations, Fed New York.

<sup>25</sup>Mishkin (1999) 28.

<sup>26</sup>John Berry (Washington Post), einer der berühmtesten medialen *Fed-watchers*, hatte etwa 1989 Informationen zu den Inhalten einer Telekonferenz des FOMC.

<sup>27</sup>Siehe z.B. Clarida, Gali, Gertler (1999) 80.



- <sup>28</sup> Grilli, Masciandoro, Tabellini (1991) schlußfolgern "... having an independent central bank is almost like having a free lunch; there are benefits but no apparent costs in terms of macroeconomic performance."
- <sup>29</sup> Beispiel einer solchen in Analysen nichtthematisierten Überzeugung ist die Annahme, daß die Politik stärkere Fehlanreize für die Notenbankpolitik setzen kann als etwa Finanzmärkte.
- <sup>30</sup> Siehe Blinder (1998).
- <sup>31</sup> Die Wall-Street-Jobs sind höher dotiert als die Anstellungen in der Fed, und Ökonomen wechseln generell von der öffentlichen Institution in die Privatwirtschaft und selten umgekehrt.
- <sup>32</sup> Primärhändler von Staatsanleihen sind Banken und Wertpapierhändler, die mit der Fed-New York direkt Offenmarktgeschäfte mit US-Staatsanleihen durchführen. Der Fragebogen wurde an 26 der 30 Primärhändler verschickt. Es wurden nur jene Primärhändler angeschrieben, die eine ökonomische Abteilung haben und damit die Voraussetzungen einer eigenen Prognosetätigkeit erfüllen. Die Rücklaufquote betrug 50%, und die Beantwortung erfolgte durch die jeweiligen Chefökonomien. Es handelt sich zwar um eine geringe Anzahl von Befragten, aber um eine sehr wichtige Referenzgruppe der Fed. Bei den anderen Primärhändlern konnte nicht erwartet werden, daß sie ihre geldpolitischen Erwartungen auf Basis eigener Prognosen und Analysen bilden, und daher wurden sie auch nicht befragt. Antworten mit Angabe der Anschrift kamen von ABN AMRO Inc., Aubrey G. Lanston & Co, Credit Suisse, First Boston Corporation, DAIWA Securities America Inc., Donaldson, Lufkin & Jenrette Securities Corp., Lehman Brothers Inc., Paribas Corporation, J.P. Morgan Securities Inc., Bank One Capital Markets Inc., Bank of America Securities Inc., Chase Securities Inc., Bears Stearns & Co Inc.
- <sup>33</sup> Haas (1992) 55.
- <sup>34</sup> D.h., wer beispielsweise Glaubwürdigkeit nur als Inflationsglaubwürdigkeit interpretierte, betonte konsistent die Phase der vorbeugenden Geldpolitik 1994 als besonders wichtig für den Glaubwürdigkeitserwerb.
- <sup>35</sup> Die Ergebnisse werden auf die Vertrauensdimension fokussierend referiert. Für eine genaue Darstellung des Fragebogens und der Ergebnisse siehe Schürz (2000).
- <sup>36</sup> Mishkin (1999).
- <sup>37</sup> Nur Steven Ricchiuto, der Chef-Ökonom von ABN Amro Incorporated, vermutete, daß es die Glaubwürdigkeit des Vorsitzenden ist.
- <sup>38</sup> Spieltheoretisch formuliert sind die Finanzmarktagenten überzeugt, daß sie ein *glaubwürdiges Drohpotential* gegenüber der Notenbank besitzen.
- <sup>39</sup> Ansonsten würden sie im Analyse- bzw. *Deutungswettbewerb* gegen Händler, die sich auch als *Fed-watchers* versuchen, nicht bestehen. Bereits seit Beginn der 1990er Jahre ist die modellbasierte ökonomische Expertise für Anlageentscheidungen tendenziell unwichtiger geworden, und damit geht auch die unternehmensinterne Stellung der *Fed-watchers* gegenüber den Wertpapierhändlern zurück. McDonough (Fed New York) transcripts 6, October 1992: "In most of the firms the Fed watchers have become less important than the traders. And the traders very much look at psychology: they are getting more and more married to the black box which says that the past is the mirror of the future. So it has changed a great deal from the period when the Fed watchers and the economists in the big trading firms were really quite powerful."
- <sup>40</sup> Zu einer spieltheoretischen Problematisierung der Verhältnisse von Notenbank und Finanzmärkten siehe Schürz, Jericha (2001).

## Literatur

- Barro, R.J.; Gordon, D.B., Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, in: Journal of Monetary Economics 12 (1983) 101-121.
- Blinder, A., Central Banking in Theory and Practice (Cambridge, MA 1998).
- Clarida, R.; Gali, J.; Gertler, M., The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective (=NBER Working Paper 7147, Washington D.C. 1999).

- Faust, J.; Svensson, L.E.O., Transparency and credibility with unobservable goals (=NBER Working Paper 6452 Washington D.C. 1998).
- Fischer, S., The Costs and Benefits of Disinflation, in: de Beaufort Winjholds, J.A.H. u.a. (Hrsg.), A Framework for Monetary Stability (Doordrecht 1994).
- Grilli, V.; Masciandaro, D.; Tabellini, G., Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries, in: Economic Policy (October 1991).
- Haas, P., Knowledge, Power and International Policy Coordination in: Special Issue of International Organization 46/1 (1992).
- Kydland, F.E.; Prescott, E.C., Rules rather than discretion. The inconsistency of optimal plans, in: Journal of Political Economy 85 (1977) 473–491.
- Mishkin, F., International Experiences with Different Monetary Policy Regimes (=NBER Working Paper 7044, Washington D.C. 1999).
- OECD, The OECD Jobs Strategy: The policy implications of estimates of structural unemployment (=PAC/AFF/LMP (98) 5, Paris 1998).
- Orphanides, A., The Quest for Prosperity Without Inflation. Conference on Monetary Policy-Making under Uncertainty (ECB, Frankfurt/Main 1999).
- Orphanides, A.; Wilcox, D., The Opportunistic Approach to Disinflation (=Finance and Economics Discussion Paper Series, Federal Reserve Board No 96-24, 1996).
- Persson, T.; Tabellini, G., Designing Institutions for Monetary Stability, in: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39 (1993) 53-84.
- Rogoff, K., The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target, in: Quarterly Journal of Economics 100 (1985) 1169-1190.
- Schürz, M., Symbolic Capital of the Fed During the Greenspan-Era (=paper presented at the SASE-Conference, London 2000).
- Schürz, M., Wirtschaftspolitische Problemlösungsfähigkeit in der WWU, in: Grande, E.; Jochtenfuchs, M. (Hrsg.), Wie problemlösungsfähig ist die EU (Baden-Baden 2000).
- Schürz, M.; Jericho, E., Should the ECB listen to financial markets? (= mimeo, Wien 2001).
- Stiglitz, J., Distinguished Lecture on Economics in Government. The Private Uses of Public Interests: Incentives and Institutions, in: Journal of Economic Perspectives 12/2 (1998) 3-22.
- Walsh, C.E., Optimal Contracts for Central Bankers, in: American Economic Review 85 (1995) 150–167.

## Zusammenfassung

In der orthodoxen akademischen Literatur wird Glaubwürdigkeit von Geldpolitik vielfach mit der Lösung eines Zeitinkonsistenzproblems hinsichtlich eines inflationären *bias* gleichgesetzt. Die Aufzeichnungen der Offenmarktausschußsitzungen der US-Notenbank von 1987 bis 1994 zeigen aber, daß die Entscheidungsträgerinnen auch den geldpolitischen Beitrag zur Bewältigung von konjunkturellen Problemen und Finanzmarktkrisen für eine entscheidende Dimension von geldpolitischer Glaubwürdigkeit halten. Die Ergebnisse eines Fragebogens an *Fed-watchers* am amerikanischen Anleihenmarkt deuten darauf hin, daß Glaubwürdigkeit nicht ein strikt zeitkonsistentes Verhalten der Notenbank verlangt, sondern aus Vertrauen von Eliten auf Basis wahrgenommener Erfolge in der Vergangenheit entsteht. Insbesondere demokratiepolitische Probleme der US-Geldpolitik bleiben ungelöst.