

## Inflation Targeting und die zukünftige Geldpolitik der Fed

Ben Bernanke, der neue Chairman an der Spitze der US-Notenbank, gilt als überzeugter Verfechter der Idee, die Geldpolitik an einer expliziten Zielvorgabe für die Inflation auszurichten (Inflation Targeting). Auf die Vorteile dieses Ansatzes hat er in seiner wissenschaftlichen Laufbahn in zahlreichen Arbeiten hingewiesen, und auch nach seiner Nominierung als neuer Fed-Chef hat er die Absicht bekundet, die amerikanische Geldpolitik in Richtung Inflation Targeting weiterentwickeln zu wollen, soweit sich ein diesbezüglicher Konsens unter den Mitgliedern des FOMC finden lässt.

Wesentliche Kennzeichen dieser geldpolitischen Strategie sind die Orientierung der Geldpolitik an einer Inflationsprognose und intensive Bemühungen der Zentralbank, ihre Entscheidungen gegenüber der Öffentlichkeit zu erläutern, um dadurch die Inflationserwartungen zu verankern. Die amerikanische Geldpolitik würde durch einen Übergang zu Inflation Targeting transparenter und verständlicher.

### Kommunikation als zentraler Bestandteil des Inflation Targeting

Inflation Targeting ist ein geldpolitisches Konzept, bei dem die Entscheidungen einer Notenbank an einer expliziten Zielvorgabe für die Inflationsrate ausgerichtet werden. Die Leitzinsen werden dabei stets so variiert, dass auf eine mittlere Sicht von üblicherweise zwei Jahren eine Inflationsrate in Höhe des Inflationsziels wahrscheinlich wird. Zentrale Bestandteile dieses in den achtziger Jahren entwickelten Konzepts sind dabei die Orientierung der Geldpolitik an einer Inflationsprognose und intensive Bemühungen der Zentralbank, ihre Entscheidungen gegenüber der Öffentlichkeit zu erläutern, um dadurch die Inflationserwartungen zu verankern. Die Idee des In-

flation Targeting basiert auf der Erkenntnis, dass die Verzögerungen, mit denen Leitzinsänderungen auf die Wirtschaft wirken, Zwischenziele der Geldpolitik notwendig machen und das hierfür früher häufig verwendete Geldmengenwachstum keine verlässlichen Signale mehr liefert.

Die Inflationsprognose rückt deshalb in den Mittelpunkt des Entscheidungsprozesses der Zentralbank und übernimmt die Rolle eines künstlichen Zwischenziels. Daher wird das Konzept häufig auch als „Inflation Forecast Targeting“ bezeichnet. Trotz der Ausrichtung der Geldpolitik an der erwarteten Preisentwicklung lässt das Inflation Targeting den Notenbankern einen erheblichen Spielraum zur Verfolgung auch anderer Ziele. Einigen Zentralbanken, darunter auch die Fed, wurde neben dem Ziel der Preisstabilität eine explizite Ver-

antwortung für die realwirtschaftliche Entwicklung zugewiesen. Darüber hinaus haben sie oft eine Aversion gegen starke Leitzinsänderungen, welche die Finanzmarktstabilität beeinträchtigen könnten. Derartige, miteinander oft im Konflikt stehende Zielsetzungen lassen sich im Rahmen eines flexiblen Inflation Targeting berücksichtigen.<sup>1)</sup>

Beim Inflation Targeting liegt eine intensive Kommunikation mit der Öffentlichkeit im Eigeninteresse der Zentralbank, um die Inflationserwartungen auf dem Niveau des Inflationsziels zu verankern. Gelingt ihr dies, werden die Lohnabschlüsse so moderat bleiben, dass kein starker Inflationsdruck entsteht, der die Zentralbank zu übermäßigen Zinserhöhungen zwingt.

Die meisten Zentralbanken, die ein Inflation Targeting betreiben, veröffentlichen regelmäßig detaillierte Analysen der Inflationsentwicklung einschließlich einer Inflationsprognose sowie einer Einschätzung der Politik, die sie für notwendig erachten, um ihre Inflationsziele dauerhaft einhalten zu können. Sie begründen üblicherweise ihre Zinsentscheide gegenüber der Öffentlichkeit schriftlich oder in Form einer Pressekonzferenz und veröffentlichen ihre Sitzungsprotokolle, um das Zustandekommen des Zinsentscheids nachvollziehbar und den zukünftigen Kurs der Geldpolitik antizipierbar zu machen. Die Tabelle fasst die zentralen Bestandteile der Kommunikationspolitik verschiedener Notenbanken zusammen.

### Ein Inflationsziel für die US-Geldpolitik?

Da die Zentralbanken der wichtigsten Industrieländer ihre geldpolitischen Entscheidungen mittlerweile nach einem ähnlichen Muster fällen, hätte ein Übergang

*Dr. Karsten Junius, Kristian Tödtmann und Jens-Uwe Wächter, Ph.D., Volkswirtschaftliche Abteilung, DekaBank, Frankfurt am Main*

*Die bisherige wissenschaftliche Arbeit des neuen Chefs der amerikanischen Notenbank sowie seine Absichtserklärungen während der ersten Monate seiner Amtszeit lassen die Autoren einen graduellen Übergang zum Konzept des Inflation Targeting erwarten. Die unmittelbaren Auswirkungen auf die Zinspolitik schätzen sie dabei als weniger gravierend ein als der Veränderungsbedarf für die Kommunikationspolitik der Fed, deren Grundmuster sie den Strategien anderer wichtiger Notenbanken gegenüberstellen. Bis 2009 und damit in die Legislaturperiode eines neuen US-Präsidenten, so die Prognose, kann sich der formelle Übergang zu einer neuen Strategie hinziehen. Und als Inflationsziel erachten sie ein Band von 1,0 Prozent bis 2,0 Prozent. (Red.)*



der Fed zu einem Inflation Targeting keine unmittelbaren Konsequenzen für ihre Zinspolitik. Dies gilt umso mehr, als ihr „looking at everything“-Ansatz oft auch als ein verdecktes Inflation Targeting bezeichnet wird.

Gravierender müsste die Kommunikationspolitik verändert werden. Ein erster und unverzichtbarer Schritt wäre die Ankündigung eines offiziellen Zielwerts für die Inflationsrate. Bernanke<sup>2)</sup> verspricht sich hiervon eine Verminderung der Unsicherheit über die Absichten der Fed, wodurch die Planungen von Haushalten und Unternehmen auf eine sicherere Basis gestellt

und die Volatilität an den Finanzmärkten reduziert würden. In der Vergangenheit zeigte die Fed eine Vorliebe für den PCE-Kerndeflator, argumentierte jedoch oft auch auf Basis anderer Maßzahlen. Allein die Nennung eines Inflationsziels würde die Fed zur Anvisierung eines bestimmten Preisindex und somit zu einer weniger willkürlichen Kommunikation zwingen.

### Inflationsprognosen nur teilweise veröffentlicht

Bislang führt die Fed zwar Inflationsprognosen durch, veröffentlicht diese aber nur teilweise. Zweimal im Jahr ist das FOMC

verpflichtet, dem Kongress einen Monetary Policy Report vorzulegen, der auch Prognosen der Preisentwicklung, des Wirtschaftswachstums und der Arbeitslosenquote für die kommenden zwei Jahre enthält. Die auf diese Weise veröffentlichte Inflationsprognose bezieht sich jedoch nur auf die erwartete jährliche Veränderungsrate des PCE-Kerndeflatoren im vierten Quartal. Die Prognosen, die der Mitarbeiterstab des Board of Governors in Vorbereitung eines jeden Zinsentscheids anfertigt, bleiben dagegen unter Verschluss, und auch die Sitzungsprotokolle des FOMC werden penibel um numerische Werte bereinigt. Notenbanken, die ein offizielles

	Offizielle Inflationsprognose seit	Aktuelles Inflationsziel bzw. Inflationsnorm	Zugrundegelegter Preisindex	Numerische Inflationsprognose	Zinsentscheide pro Jahr	Schriftliche Erläuterung des Zinsentscheides	Pressekonferenz nach Zinsentscheid	Sitzungsprotokolle	Sonstige regelmäßige Berichte	Kommunikation mit der Politik
<b>Australien</b>	Sep. 1994	2,0 – 3,0%	CPI	ja	11	Presseerklärung bei Veränderung der Zinsen	nein	nein	4 Mal pro Jahr Statement on Monetary Policy	2 Mal pro Jahr Anhörung vor dem Parlament
<b>Euroland</b>	nein	1,7 – 1,9%	HVPI	nein	12	11 Mal pro Jahr durch Eingangsstatement zur Pressekonferenz	ja, mit Ausnahme von August	nein	Monatsbericht	4 Mal pro Jahr Monetärer Dialog mit dem Europaparlament
<b>Japan</b>	nein	0,0 – 2,0%	Core CPI	nein	i.d.R. 12	Presseerklärung	ja	ja	Monatsbericht und 2 Mal pro Jahr Outlook for Economic Activity and Prices	2 Mal pro Jahr Bericht und Anhörung vor dem Parlament
<b>Kanada</b>	Feb. 1991	1,0 – 3,0%	CPI und Core CPI	ja	8	Presseerklärung	nein	nein	4 Mal pro Jahr Monetary Policy Report	2 Mal pro Jahr Anhörung vor dem Parlament
<b>Neuseeland</b>	Apr. 1988	1,0 – 3,0%	CPI	ja	8	Presseerklärung	nein	nein	4 Mal pro Jahr Monetary Policy Statement	nein
<b>Norwegen</b>	Mrz. 2001	2,5%	CPI und CPI-ATE	ja	9	Presseerklärung	ja	nein	3 Mal pro Jahr Inflationsbericht	1 Mal pro Jahr Anhörung vor dem Parlament
<b>Schweden</b>	Jan. 1993	2,0 +/- 1,0%	CPI und UND1X	ja	7-8	Presseerklärung	ja	ja	3 Mal pro Jahr Inflationsbericht	2 Mal pro Jahr Anhörung vor dem Parlament
<b>UK</b>	Okt. 1992	2,0 +/- 1,0%	CPI	ja	12	Presseerklärung bei Veränderung der Zinsen	4 Mal pro Jahr bei Vorstellung des Inflationsberichts; 2 Wochen nach Zinsentscheid	ja	4 Mal pro Jahr Inflationsbericht	Monatliches Treffen von Zentralbankgouverneur und Finanzminister
<b>USA</b>	nein	ca. 2,0%	Core PCE	nein	8	Presseerklärung	nein	ja	8 Mal pro Jahr Beige Book	2 Mal pro Jahr Anhörung des Fed-Präsidenten vor dem Kongress

Quellen: Issing, Otmar: Kommunikation, Transparenz, Rechenschaft: Geldpolitik im 21. Jahrhundert, Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Band 6 (2005), Heft 4, Seiten 521 bis 540; Fracasso, Andrea, Hans Genberg und Charles A. Wyplosz: How do Central Banks write?: An Evaluation of Inflation Targeting Central Banks, Geneva Reports on the World Economy (2003), Special Report, CEPR, London; Dekabank

Inflationsziel verfolgen, publizieren ihre Inflationsprognosen demgegenüber in kürzeren Abständen und teilen der Öffentlichkeit mehr Details über den erwarteten Inflationsverlauf mit.

Die Fed hat in den vergangenen Jahren einige Schritte unternommen, um die Nachvollziehbarkeit und Prognostizierbarkeit ihrer Entscheidungen zu verbessern. So werden die Sitzungsprotokolle des FOMC seit Anfang 2005 bereits im Vorfeld des folgenden Zinsentscheides herausgegeben, und die Statements zu den Zinsentscheiden enthalten einen va-

gen Ausblick auf die zukünftige Geldpolitik sowie Einschätzungen der Risiken für Preisstabilität und Wirtschaftswachstum. Im Vergleich zu Zentralbanken, die ein Inflation Targeting betreiben, ist ihre Kommunikationspolitik jedoch weniger umfangreich und systematisch. Dies spiegelt sich wider in der relativ geringen Anzahl regelmäßiger Publikationen sowie dem vergleichsweise hohen Stellenwert, der öffentlichen Auftritten von Fed-Vertretern zukommt.

Sollte sich die Fed für ein Inflation Targeting entscheiden, wären die Gewährung stärkerer Einblicke in ihre ökonomischen Analysen sowie die regelmäßige Veröffentlichung detaillierter, mittelfristiger Inflationsprognosen wahrscheinlich. Im Idealfall kann sie auf diese Weise verhindern, dass sich temporäre, beispielsweise ölpreisinduzierte Schwankungen der Inflationsrate auf den Inflationstrend übertragen, ohne dafür den geplanten Zeitpfad ihres Instrumenteneinsatzes ändern zu müssen.

### Gradueller Übergang zum Inflation Targeting

Die Vorstellungen des neuen Fed-Vorsitzenden sind klar: Er bevorzugt das Inflation Targeting als geldpolitische Strategie. Das bedeutet nicht, dass dieses sofort eingeführt werden wird. Schließlich hat die Fed ein duales Mandat, nach dem sie sowohl die Inflations- als auch die Beschäftigungsentwicklung zu steuern hat. Auch ist die Zentralbankunabhängigkeit nicht in dem Ausmaß gegeben wie bei der EZB. Die Fed kann zwar unabhängig den Einsatz ihrer Instrumente bestimmen, die geldpolitischen Ziele kann sie aber nicht verändern. Dazu wäre die Zustimmung der Regierung, des Repräsentantenhauses und des Senats notwendig. Um diese zu erhalten, wird Bernanke insbesondere die von einigen Politikern und auch Mitgliedern des FOMC vertretene Auffassung entkräften müssen, dass ein starres Inflationsziel die Handlungsfreiräume der Geldpolitik zu stark einschränken würde, um eine wünschenswerte Stabilisierung der Realwirtschaft zu ermöglichen.

Als erster Schritt auf dem Weg zur Einführung eines Inflation Targeting wäre die Formulierung einer Inflationsnorm notwendig und auch wahrscheinlich. Als zweiter Schritt wäre die Erstellung und Veröf-

fentlichung von expliziten Inflationsprognosen für den bevorzugten Preisindex wichtig. Darauf aufbauend könnte dann die Kommunikationspolitik auf die Gepflogenheiten des Inflation Targeting umgestellt werden. Als letzter Schritt würde schließlich die Ausrichtung der Geldpolitik an den Inflationsprognosen folgen.

Die Volkswirte der Dekabank erwarten, dass sich der formelle Übergang zu einer neuen Strategie bis 2009 und damit in die Legislaturperiode eines neuen US-Präsidenten hinziehen kann. Als Inflationsziel erachten sie ein Band von 1,0 Prozent bis 2,0 Prozent gemessen an der Kernrate des Deflators der privaten Konsumausgaben als wahrscheinlich.<sup>3)</sup> Dieser Index wird seit Jahren von der Fed als zentral herausgestellt. Werte zwischen 1,0 Prozent und 2,0 Prozent galten dabei als zufrieden stellend. Wie die Fed und die Politik sich auch immer entscheiden werden, eines scheint festzustehen: Ein Wechsel in der geldpolitischen Strategie wird keinen abrupten Bruch darstellen und auch nicht zu mehr Volatilität in der Zinspolitik führen. Er wird aber die Geldpolitik transparenter und verständlicher machen.

Dieser Beitrag basiert auf einem längeren Artikel derselben Autoren, der unter dem Titel „Inflation Targeting und die Fed“ in der Reihe Konjunktur-Zinsen-Währungen der Dekabank, Heft 1, 2006 erschienen ist.

### Literatur

Bernanke, Ben S. (2004): Inflation Targeting, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 86, No. 4, S. 165–168.

Fracasso, Andrea; Hans Genberg und Charles A. Wyplosz (2003): How do Central Banks write?: An Evaluation of Inflation Targeting Central Banks, Geneva Reports on the World Economy, Special Report, CEPR, London.

Issing, Otmar (2005): Kommunikation, Transparenz, Rechenschaft: Geldpolitik im 21. Jahrhundert, Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Bd. 6, Heft 4, S. 521–540.

Rudebusch, Glenn D. und Lars E.O. Svensson (1998): Policy Rules for Inflation Targeting, NBER Working Paper No. 6512.

### Fußnoten

<sup>1)</sup> Vgl. Rudebusch, Glenn D. und Lars E.O. Svensson: Policy Rules for Inflation Targeting, NBER Working Paper No. 6512 (1998).

<sup>2)</sup> Vgl. Bernanke, Ben S.: Inflation Targeting, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 86 (2004), No. 4, S. 165–168.

<sup>3)</sup> Nach Einschätzung der Volkswirte der Dekabank wäre auch der einfache Konsumentenpreisindex als Zielgröße geeignet. Anders als der PCE wird er nicht als Kettenindex berechnet, sondern basiert auf einem festen Warenkorb, was sowohl Prognosen als auch Abweichungsanalysen erleichtert.