

# Regensburger DISKUSSIONSBEITRÄGE zur Wirtschaftswissenschaft

University of Regensburg Working Papers in Business,  
Economics and Management Information Systems

## Die Unabhängigkeit von Zentralbanken - Ökonomische Begründung, Messung und Zukunftsperspektive

Jürgen Jerger\* und Oke Röhe†

24.05.2012

Nr. 464

*JEL Classification: E58, E62*

*Key Words: Zentralbankunabhängigkeit, Europäische Zentralbank, Zeitinkonsistenz,  
Schuldenkrise*

---

\* Jürgen Jerger holds the chair of International and Monetary Economics at the Department of Economics, Faculty of Business, Economics and Management Information Systems at the University of Regensburg, 93040 Regensburg, Germany

Phone: +49-941-943-2697, E-mail: Juergen.Jerger@wiwi.uni-regensburg.de

† Oke Röhe is a research and teaching assistant at the Department of Economics, Faculty of Business, Economics and Management Information Systems at the University of Regensburg, 93040 Regensburg, Germany

Phone: +49-941-943-2720, E-mail: oke.roehe@wiwi.uni-regensburg.de

# Die Unabhängigkeit von Zentralbanken

## Ökonomische Begründung, Messung und Zukunftsperspektive

Jürgen Jerger und Oke Röhe

Prof. Dr. Jürgen Jerger ist Inhaber des Lehrstuhls für Internationale und Monetäre Ökonomik an der Universität Regensburg sowie Direktor am Institut für Ost- und Südosteuropaforschung Regensburg. Bevorzugte Forschungsgebiete: Außenwirtschaft, Geldpolitik, Arbeitsmärkte.

Dipl.-Vw. Oke Röhe ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter am o.g. Lehrstuhl. Bevorzugte Forschungsgebiete: Geldpolitik, empirische Makroökonomik.

**Nachdem in den letzten beiden Jahrzehnten Zentralbanken zunehmend unabhängig vom Einfluss der jeweiligen Regierung wurden, werden die stark expansiven geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbank zur Bekämpfung der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise vielfach als Schritt zurück in eine stärkere Abhängigkeit interpretiert. In diesem Beitrag wird zunächst geklärt, warum überhaupt Zentralbanken unabhängig sein sollten, bevor auf die Messung dieses Konzepts eingegangen wird. Danach wird diskutiert, ob und inwieweit die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank gefährdet ist.**

**Zentralbankunabhängigkeit, Europäische Zentralbank, Zeitinkonsistenz, Schuldenkrise**

### 1. Einleitung

Bis zum Beginn der 1990er Jahre waren Zentralbanken weltweit zumeist mehr oder weniger direkt weisungsgebunden gegenüber der jeweiligen nationalen Regierung bzw. einfach ein Teil dieser. Daher konnte die Geldpolitik auch unmittelbar in den Dienst der für die Regierung prioritären wirtschaftspolitischen Ziele gestellt werden. Die historisch bedingte stark ausgeprägte Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank von der Bundesregierung bildete in der Vergangenheit eher eine Ausnahme – und wurde zum Vorbild für tiefgreifende Änderungen.

Denn seit den 1990er Jahren hat sich die Situation in vielen Ländern rund um den Globus in zweifacher Weise grundlegend verändert: Zum einen können Zentralbanken heute zumeist von Regierungen unabhängig den Kurs der Geldpolitik festlegen; zum anderen haben die Zentralbanken in aller Regel den klaren Auftrag, das geldpolitische Instrumentarium zumindest primär in den Dienst der Sicherstellung einer niedrigen Inflationsrate zu stellen.

Das klar formulierte Mandat sowie die zu dessen Erfüllung notwendige Unabhängigkeit wurden bzw. werden im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise jedoch wieder zunehmend in Frage gestellt. Diese neue Wendung der Diskussion findet derzeit nicht zuletzt im Zusammenhang mit der Europäischen Zentralbank statt, auch wenn sich an den gesetzlichen Grundlagen ihrer Tätigkeit nichts geändert hat. Im nächsten Abschnitt widmen wir uns der normativen Frage, warum überhaupt Zentralbanken unabhängig von demokratisch legitimierten Regierungen sein sollten. In Abschnitt 3 werden Messkonzepte des ja zunächst durchaus sehr abstrakten Begriffs der Unabhängigkeit vorgestellt. Ob und inwieweit die aktuellen Entwicklungen Anlass geben, die Unabhängigkeit der EZB in Gefahr zu sehen, ist Gegenstand des Abschnitts 4.

## 2. (Warum) Sollten Zentralbanken unabhängig sein?

Die in der Einleitung genannte Entwicklung hin zu unabhängig(er)en Zentralbanken kann als ein **Musterbeispiel für die Relevanz und den Einfluss ökonomischer Theorienbildung** betrachtet werden. Denn trotz der relativ zu anderen Ländern niedrigen Inflationsraten in Deutschland in den 1970er und 1980er Jahren, die auch als Ergebnis der konservativen Geldpolitik der Bundesbank wahrgenommen wurden, hat die ökonomische Theorie die wesentlichen Anreizunterschiede zwischen abhängigen und unabhängigen Zentralbanken herausgearbeitet. Dieses Verständnis war dann zentral für die Etablierung unabhängiger Zentralbanken rund um dem Globus. Die grundlegende Idee, über die nachfolgend berichtet wird, geht auf *Barro/Gordon* (1983) zurück, einen Überblick über die darauf aufbauende Literatur gibt bspw. *Jerger* (1999, Kap. 3.3).

Beginnen wir mit dem Ergebnis: Die Theorie hat gezeigt, dass bzw. unter welchen Umständen eine Gesellschaft sich besser stellt, wenn sie die Geldpolitik nicht durch eine Regierung betreiben lässt, welche den Willen der Wähler im Auge hat, also durchaus demokratisch gewählt ist. Vielmehr – so das jedenfalls auf den ersten Blick kontraintuitive Ergebnis – kann es aus gesellschaftlicher Perspektive sinnvoll sein, wenn die demokratisch legitimierte Regierung die Geldpolitik an eine unabhängige Behörde überträgt und diese den klaren Auftrag bekommt, sich zumindest primär um die Wahrung der Preisstabilität zu kümmern. Der bewusste Verzicht auf eine Handlungsoption kann also zu Wohlfahrtsverbesserungen führen.

Das grundlegende Argument ist recht einfach und soll im Folgenden formal abgeleitet werden. Die Präferenzen einer Gesellschaft mögen sich durch die Nutzenfunktion

$$(1) \quad u_G = -\alpha \cdot (\pi - \tilde{\pi})^2 - (y - \tilde{y})^2$$

charakterisieren lassen. Dabei bezeichnen  $\pi$  und  $y$  die Inflationsrate bzw. den realen Output, die Tilde steht für gesellschaftliche Zielwerte. Die Gesellschaft stellt sich umso besser, je näher  $\pi$  und  $y$  bei den Zielwerten liegen, Abweichungen davon verursachen steigendes Grenzleid. Der Parameter  $\alpha$  bildet ab, wie wichtig der Gesellschaft die Einhaltung des Inflationsziels relativ zum Outputziel ist. Die weiteren Rechnungen erfolgen mit der vereinfachenden Annahme, dass  $\tilde{\pi} = 0$ .

Als zweites Element braucht es ein „Modell der Volkswirtschaft“, dessen einfachste Version eine Phillipskurve der Gestalt

$$(2) \quad y = y^N + \beta \cdot (\pi - \pi^e)$$

ist.  $y^N$  bezeichnet den natürlichen Output,  $\pi^e$  die erwartete Inflationsrate. Das entscheidende Element in (2) ist der positive Zusammenhang zwischen Output und Inflationsrate für eine gegebene Inflationserwartung. Bei erfüllten Inflationserwartungen ( $\pi = \pi^e$ ) befindet sich der Output auf seinem natürlichen Niveau:  $y = y^N$ , das von der Geldpolitik nicht beeinflusst werden kann. (Die Möglichkeit pfadabhängiger Gleichgewichte wird hier nicht betrachtet.) Über  $y^N$  wird angenommen, dass dieser z.B. aufgrund von Ineffizienzen im Steuersystem niedriger ist als der gesellschaftliche Zieloutput:  $y^N = \tilde{y}/\gamma$  mit  $\gamma > 1$ . Die Geldpolitik kann annahmegemäß die Inflationsrate direkt kontrollieren. Wenn sich die Geldpolitik an den gesellschaftlichen Präferenzen orientiert – also eine demokratisch legitimierte Regierung den Wählerwillen durchsetzt –, so wird sie die Inflationsrate so wählen, dass die Nutzenfunktion (1) unter Berücksichtigung von (2) maximiert wird. Eliminiert man  $y$  in (1) mit Hilfe von (2), lässt sich  $u_G(\cdot)$  als Funktion der Inflationsrate, der erwarteten Inflationsrate und der für die Geldpolitik exogenen Konstanten schreiben. Maximierung über  $\pi$  liefert sofort

$$\frac{\partial u_G}{\partial \pi} = \alpha \cdot \pi + \beta \cdot \left( (1 - \gamma) \cdot y^N + \beta \cdot (\pi - \pi^e) \right) = 0, \text{ was sich wie folgt als geldpolitische}$$

Reaktionsfunktion schreiben lässt:

$$(3) \quad \pi = \frac{\beta}{\alpha + \beta^2} \cdot \left( \beta \cdot \pi^e + (\gamma - 1) \cdot y^N \right)$$

Neben dieser Beschreibung der Geldpolitik ist noch eine Hypothese über das Bildung der Inflationserwartungen notwendig, um das Modell zu schließen. Jedenfalls mittelfristig plausibel bzw. alternativlos ist dafür die Hypothese Rationaler Erwartungsbildung, d.h.

$\pi^e = \pi$ . Wie schon erläutert, ist damit das **Outputniveau im Gleichgewicht** durch  $y = y^N$  gegeben, und damit insbesondere **unabhängig von der Geldpolitik**. Setzt man diese Hypothese in (3) ein, so errechnet sich die Inflationsrate im Modellgleichgewicht als

$$(4) \quad \pi = \frac{\beta \cdot (\gamma - 1)}{\alpha} \cdot y^N.$$

Wegen  $\gamma > 1$  ergibt sich sofort, dass im **Gleichgewicht die Inflationsrate ineffizient hoch**, d.h. größer als null ist. Ineffizient ist dies deshalb, weil im Gleichgewicht der Output unabhängig von der Inflationsrate ist und damit die Inflationsrate auf den Wert  $\pi = \tilde{\pi} = 0$  fixiert werden könnte. Würde dies vom privaten Sektor geglaubt ( $\pi^e = 0$ ) und würde sich die Zentralbank daran halten, dann ergäbe sich die Lösung  $\pi = 0$  und  $y = y^N$ . Diese ist aber offensichtlich besser als die gerade abgeleitete Lösung. Halten wir also fest: **Eine an den gesellschaftlichen Präferenzen orientierte Geldpolitik führt zu einer ineffizient hohen Inflationsrate.**

Warum aber kann die Lösung  $\pi = 0$  und  $y = y^N$  kein Gleichgewicht sein? Der Grund dafür ist, dass bei Inflationserwartungen von  $\pi^e = 0$  gemäß (3) die Geldpolitik durch eine etwas höhere Inflationsrate positive Outputwirkungen erreichen möchte – was im Gleichgewicht eben nicht geht. Daher ist die Ankündigung  $\pi = 0$  nicht glaubwürdig, wenn die Geldpolitik nicht anderweitig dazu verpflichtet werden kann, d.h. die Regierung diese aus der Hand gibt. Dieser Mechanismus ist die intellektuelle Grundlage für die Delegation der Geldpolitik an eine unabhängige Instanz, die auf die Einhaltung von Preisstabilität verpflichtet wird.

### 3. Wie unabhängig sind Zentralbanken? Zur Messung der Zentralbankunabhängigkeit

In der Darstellung des letzten Abschnitts wurde Zentralbankunabhängigkeit als dichotomes Merkmal behandelt, das entweder vorliegt oder eben nicht vorliegt. Die Realität ist demgegenüber deutlich komplexer. Es sind verschiedene Facetten des schillernden Begriffs „Unabhängigkeit“ zu unterscheiden und diese Facetten können jeweils unterschiedlich stark ausgeprägt sein. Die **Messung von Unabhängigkeit ist** also – nicht nur bei Zentralbanken – **eine durchaus anspruchsvolle und auch nicht eindeutige Angelegenheit**. Allerdings sind die Implikationen des Modells von *Barro/Gordon* (1983) höchst relevant – und empirischen Tests zugänglich, wenn Unabhängigkeit quantifiziert werden kann. Daher wurden in der Literatur zahlreiche Versuche unternommen, Zentralbankunabhängigkeit zu messen und für eine Überprüfung der ökonomischen Theorie zu nutzen. *Alesina/Summers* (1993) konnten beispielsweise für 16 OECD-Länder zeigen, dass Volkswirtschaften mit abhängigen Zentralbanken in der Tat höhere (und volatilere) Inflationsraten aufweisen als Länder mit unabhängigen Zentralbanken, während dies auf realwirtschaftliche Indikatoren nicht zutrifft.

Damit wurde die Relevanz der theoretischen Überlegungen auch empirisch gezeigt. Zahlreiche weitere Untersuchungen, z.B. *Berger et al.* (2001) und *Crowe/Meade* (2008), um nur zwei zu nennen, kommen zu vergleichbaren Ergebnissen. Der bis dato umfassendste Versuch, Zentralbankunabhängigkeit zu messen, wurde in *Cukierman et al.* (1992) sowie in der Monographie von *Alex Cukierman* (1992) unternommen. In *Cukierman et al.* (1992) werden insgesamt 72 Länder (darunter 51 Entwicklungsländer) über einen Zeitraum von 40 Jahren (1950–1989) betrachtet, wobei eine Unterscheidung zwischen der Unabhängigkeit *de jure* und der Unabhängigkeit *de facto* getroffen wird. Diese Differenzierung ist immer dann relevant, wenn es deutliche Abweichungen zwischen rechtlichen Regelungen und deren praktischen Umsetzung gibt. So ist es durchaus vorstellbar, dass eine *de jure* gegenüber der Regierung weisungsgebundene Zentralbank von dieser *de facto* als unabhängige Institution akzeptiert wird; umgekehrt nützt eine Unabhängigkeit *de jure* wenig, wenn diese Regelungen *de facto* unterlaufen werden. Die Erfassung der Unabhängigkeit *de jure* basiert auf insgesamt 16 Beurteilungskriterien, die in vier Kategorien gruppiert werden:

- **Personelle Unabhängigkeit** des Zentralbankpräsidenten (Ernennungsrecht, Amtsdauer, Abberufung, Verflechtung mit der Exekutive)
- **Politische Unabhängigkeit** der Zentralbank (Hoheit über geldpolitische Ziele, Stellung bei Interessens- und Zielkonflikten, Einfluss auf den staatlichen Haushaltsplan)
- **Zielunabhängigkeit** (relatives Gewicht des Ziels der Preisniveaustabilität)
- **Beschränkungen staatlicher Budgetfinanzierung** (Gewährung von Vorauszahlungen, Vergabe besicherter Kredite, Aushandlung der Kreditmodalitäten, Gruppe der Darlehensberechtigten, Volumen, Fälligkeit und Zinshöhe bei Kreditgewährung an den Staat, Primärmarktaktivität der Zentralbank)

Die Aggregation der einzelnen Kriterien führt zu einem im Grad der Unabhängigkeit ansteigenden Index, der zwischen den Werten 0 (keinerlei Unabhängigkeit) und 1 (höchste Unabhängigkeit) normiert ist. Abbildung 1 zeigt die *de jure* Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank (BBK), der Bank of England (BoE), der nordamerikanischen Federal Reserve Bank (FED) sowie der Europäischen Zentralbank (EZB), jeweils für die 1990er Jahre. Sie sind *Siklos* (2002) entnommen, der die Berechnungen von *Cukierman et al.* (1992) aktualisiert hat.

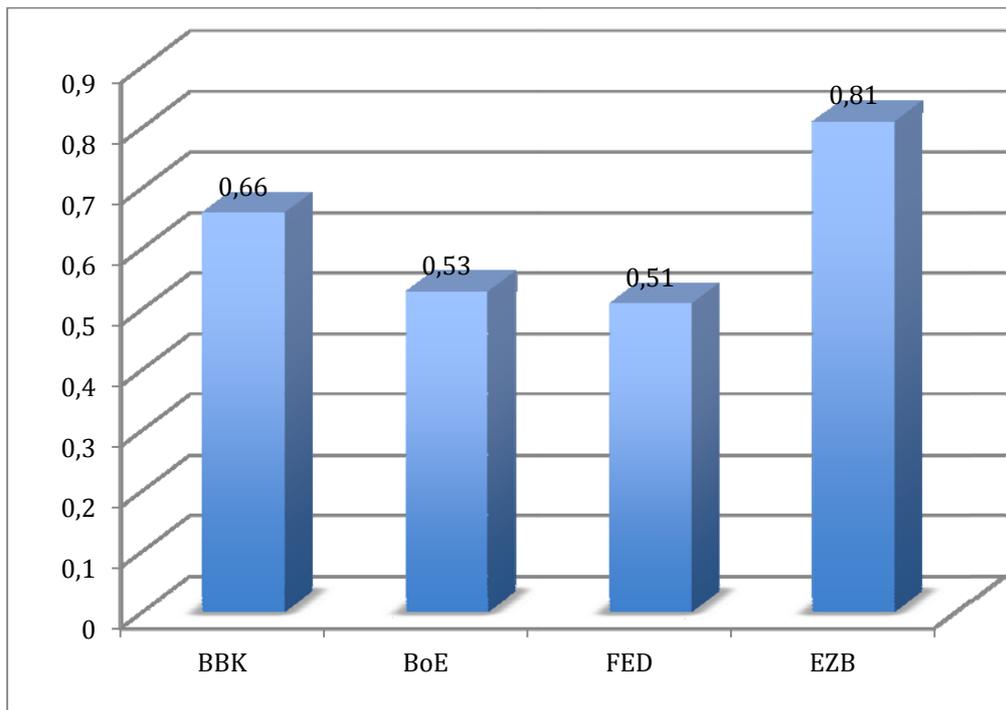


Abbildung 1: Zentralbankunabhängigkeit *de jure*

Das vielleicht wichtigste Merkmal der Ergebnisse in Abbildung 1 ist die Tatsache, dass die formale Unabhängigkeit der EZB noch deutlich ausgeprägter ist als dies bei der Bundesbank je der Fall war.

Die Maße für die Unabhängigkeit *de facto* gewinnen Cukierman et al. (1992) durch die Antworten auf Fragen, die den Zentralbanken gestellt wurden, sowie durch die Erfassung der Fluktuation an der Führungsspitze der Zentralbanken. Die Idee dabei ist, dass lange Amtszeiten, die auch durchgehalten werden, mit einem höheren Maß an Unabhängigkeit gegenüber den jeweiligen Regierungen einhergehen. Abbildung 2 zeigt die Häufigkeit eines Führungswechsels (pro Jahr), wiederum für die vier Zentralbanken, die auch in Abbildung 1 betrachtet wurden.

Es fällt auf, dass die EZB hier einen höheren Wert aufweist als die anderen Zentralbanken, auch wenn der Zeitraum, für den Beobachtungen vorliegen, naturgemäß etwas begrenzter ist. Während aber in der EZB der Präsident bisher nur durchschnittlich etwa 7 Jahre (1/0,14) im Amt war, gab es bei der FED in gut drei Jahrzehnten gerade einmal zwei Wechsel an der Führungsspitze. In der Studie von Cukierman et al. (1992) kann gezeigt werden, dass für Industrieländer eine höhere Unabhängigkeit *de jure* mit einer niedrigeren Inflationsrate

einhergeht. In Entwicklungsländern weisen die Fluktuationsraten der Zentralbankpräsidenten den erwarteten Zusammenhang mit der Inflationsrate auf.

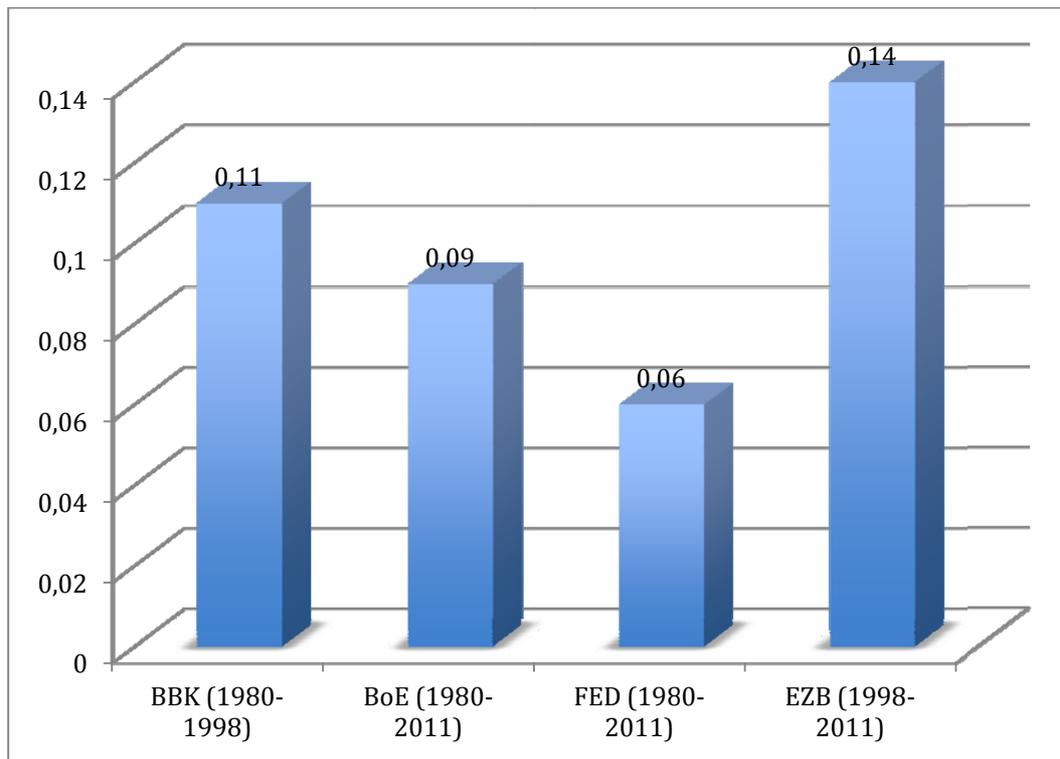


Abbildung 2: Fluktuationsraten der Zentralbankpräsidenten (eigene Berechnungen)

#### 4. Ist die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank in Gefahr?

Trotz einer gemessen an den eigenen Zielen und im internationalen Vergleich guten Performance – gerade auch mit Blick auf die Preisstabilität – der EZB seit 1999 und trotz des im letzten Abschnitt dokumentierten hohen Maßes an Unabhängigkeit *de jure* wurden in jüngster Zeit Zweifel an der tatsächlichen Unabhängigkeit der EZB laut. Waren die Rückblicke zum 10-jährigen Jubiläum der Institution noch geradezu euphorisch (siehe vor allem *European Commission* 2008), so sehen nun manche Kommentatoren bereits das Ende des Euro gekommen, bzw. empfehlen sogar die Aufgabe der Gemeinschaftswährung, so bspw. *Krugman* (2012). Der damalige Chefvolkswirt der EZB, *Jürgen Stark*, sprach es in einem Interview mit der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung (vom 27.11.2011) in für Amtsinhaber bemerkenswerter Offenheit aus: „Der politische Druck auf die EZB ist derzeit enorm. Es wird offen über eine Erweiterung unserer Aufgaben diskutiert. Das berührt nicht nur unsere Unabhängigkeit, sondern gefährdet sie.“ Ganz in diesem Sinne steht auch im Frühjahrsgutachten 2012 der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute (*Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose*, S. 58) die klare Warnung: „Unabhängigkeit und Glaubwürdigkeit der

EZB stehen auf dem Spiel.“ Grund für diese neuen Töne sind die außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen, die die EZB seit dem Frühjahr 2010 als Antwort auf die Finanz- und Wirtschaftskrise ergriffen hat. Problematisch daran ist, dass die EZB mit diesen Maßnahmen mehr oder weniger direkt die **Finanzierung von Staatsausgaben der Mitgliedsstaaten** unterstützt. Damit ist aber die Grenze zwischen dem Handeln der jeweils nationalen Regierungen auf der einen Seite und der Geldpolitik auf der anderen Seite überschritten. Denn gerade das Interesse verschuldeter Staaten an billigem Geld bzw. an der Entwertung bestehender Schulden durch Inflation ist ein wichtiges Argument für die Trennung geld- und fiskalpolitischer Kompetenzen.

Am deutlichsten wird die derzeitige Unterstützung der Staatsfinanzierung durch den Ankauf der EZB von (Staats-) Papieren im Rahmen des „Security Market Program“ mit dem expliziten Ziel der Kurspflege seit Mai 2010 (vgl. *Belke* 2010). Dies nutzt natürlich ganz unmittelbar den Staaten, die Papiere emittiert haben, deren Kurse aufgrund von höheren Risiken – oder aufgrund der Wahrnehmung höherer Risiken – unter Druck sind.

Im Grunde ist die Regelung des Handlungsspielraums der EZB hierzu sehr eindeutig. Artikel 123, Abs. 1 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) lautet wie folgt: „Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der Europäischen Zentralbank oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten (...) für Organe, Einrichtungen oder sonstige Stellen der Union, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften oder andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten sind ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die Europäische Zentralbank oder die nationalen Zentralbanken.“ Dies ist ein klares Verbot der Finanzierung von Staatsausgaben durch die Notenpresse.

Der rechtliche Rettungsanker für die von der EZB betriebene Marktpflege ist die Tatsache, dass nur der „unmittelbare Erwerb“ verboten ist, was Interventionen auf den Sekundärmärkten (d.h. dem Handel bereits emittierter Papiere) nicht kategorisch ausschließt. Allerdings ist der Geist des Verbots der monetären Finanzierung von Staatsschulden durch die Zentralbank damit durchaus verletzt. Abbildung 3 zeigt, welche Größenordnungen hier im Zeitablauf erreicht wurden. Begann das Programm im Frühjahr 2010 noch mit moderaten zweistelligen Milliardenbeträgen, sind es mittlerweile (April 2012) über 200 Mrd. Euro.

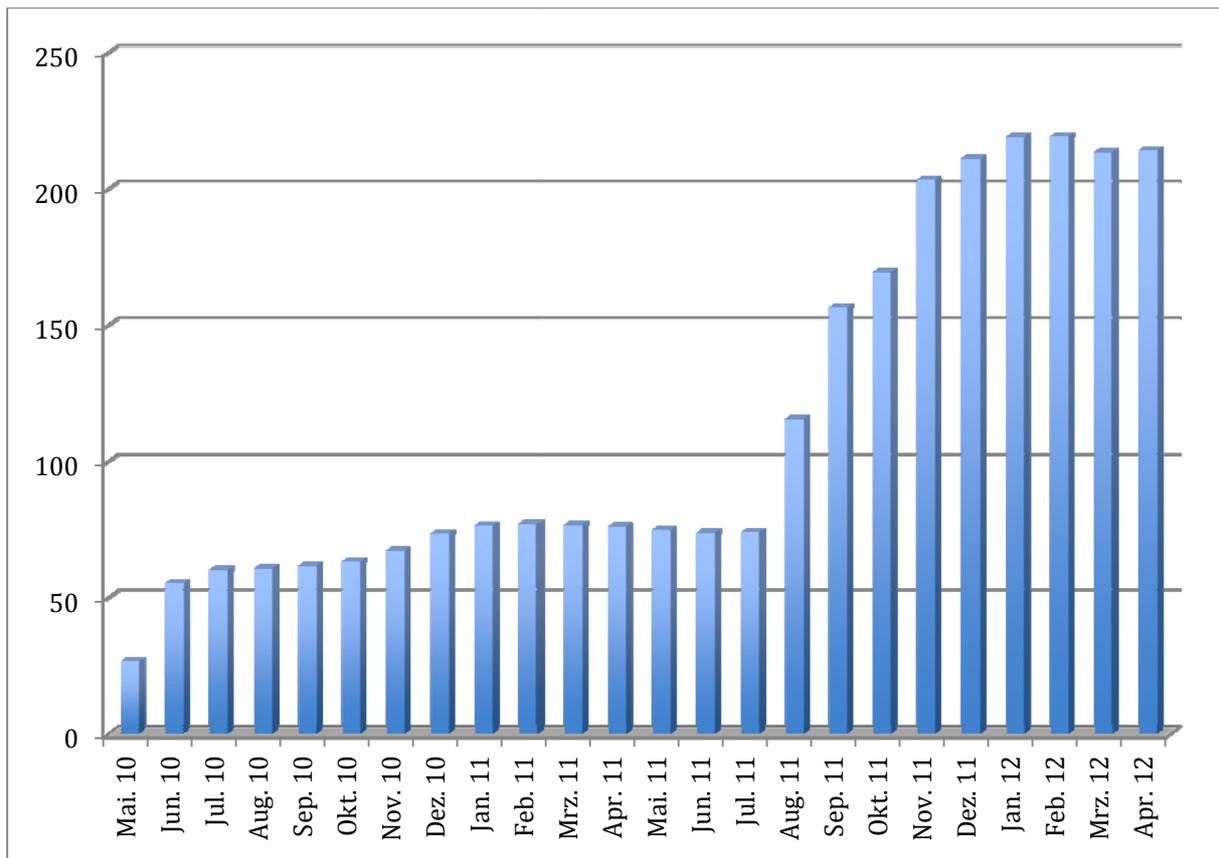


Abbildung 3: Volumina der Marktinterventionen der EZB im Rahmen des Security Market Program

Ein weiteres Programm, das recht offensichtlich in die Staatsfinanzierung eingreift, ist die Vergabe langfristiger Kredite der EZB mit einer zuvor nicht gekannten Laufzeit von drei Jahren an die Geschäftsbanken. Diese der Höhe nach nur durch die verfügbaren Sicherheiten limitierte Bereitstellung von Liquidität an den Bankensektor sorgt ebenfalls für eine Erleichterung der Staatsfinanzierung, da den Banken das lukrative Geschäft ermöglicht wird, zu einem Zinssatz von 1% Geld zu leihen, um damit deutlich höher verzinsliche Staatsanleihen zu kaufen. Auch wenn die EZB den Geschäftsbanken natürlich nicht vorschreiben kann, wie diese das Geld zu verwenden haben, drängt sich die Wahrnehmung dieser „Geschäftsidee“ auf, deren einziges Risiko in der Bonität der emittierenden Länder liegt.

Vor diesem Hintergrund werden die Kommentare verständlich, die die faktische Unabhängigkeit der EZB als gefährdet ansehen, d.h. der EZB vorwerfen, sich (zu sehr) in den Dienst der nationalen Regierungen zu stellen. Dazu trägt auch bei, dass der EZB-Rat trotz seiner Größe mit der Regel „ein Land, eine Stimme“ entscheidet, was leicht zu einer Majorisierung des Rats durch Vertreter von Ländern mit massiven Verschuldungsproblemen führen kann. Zwar sind alle Ratsmitglieder unabhängig von ihrer Herkunft dem Mandat der EZB auf der Ebene der Eurozone verpflichtet, ein gewisser nationaler bias bei der Bewertung

schwieriger Zielkonflikte ist dennoch nicht auszuschließen. Auch der Rückzug von *Jürgen Stark* aus dem Direktorium der EZB und der Rücktritt von *Axel Weber* als Bundesbankpräsident im Frühjahr 2011 wurde weithin als Ausdruck der Skepsis gegenüber diesen Maßnahmen wahrgenommen.

Eine Beurteilung der Frage inwieweit sich die EZB bereits außerhalb ihres Mandats bewegt und damit ihre Unabhängigkeit in Frage gestellt hat, ist nicht ganz einfach. Der Lackmустest dafür besteht darin, ob die Maßnahmen die Erfüllung des grundlegenden Auftrags der EZB gefährden – und der liegt in der Wahrung der Preisstabilität. Artikel 127, Abs. 1 AEUV könnte nicht klarer abgefasst sein: „Das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken (im Folgenden „ESZB“) ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union (...).“

Die EZB selbst konkretisiert „Preisstabilität“ schon seit längerem mit dem Erreichen einer Konsumentenpreis-inflation von unter, aber in der Nähe von 2% über einen mittelfristigen Zeithorizont. Damit ist durchaus ein Spielraum definiert, innerhalb dessen die Geldpolitik „die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union“, auch durch Interventionen auf bestimmten Finanzmärkten, stützen kann. Im Jahr 2011 wurde dieses Ziel mit einer Rate von 2,7% nicht eingehalten, und auch die bereits verfügbaren Monatswerte für 2012 bewegen sich in dieser Größenordnung. Wie Abbildung 4 aber zeigt, sind die Inflationsprognosen (des Internationalen Währungsfonds) derzeit – trotz der oben beschriebenen Politikmaßnahmen – wieder nach unten gerichtet, und für die nächsten Jahre innerhalb des von der EZB anvisierten Bereichs. Andere Prognosen fallen recht ähnlich aus, auch wenn die Boulevardpresse in Deutschland schon das eine oder andere Mal „Inflations-Alarm“ gegeben hat. Trotz der vielfach geäußerten Bedenken muss sich also die EZB jedenfalls derzeit noch nicht den Vorwurf gefallen lassen, ihr wesentliches Mandat aus dem Auge zu verlieren.

Von zentraler Bedeutung für die Beurteilung auch der zukünftigen Politik der EZB ist die Tatsache, dass die Fiskalpolitik insoweit einen Einfluss auf das Preisniveau und die Inflationsrate hat, als die ausstehenden Staatsschulden nicht (glaubwürdig) durch zukünftige Steuereinnahmen gedeckt sind, d.h. die Einhaltung der intertemporalen Budgetrestriktion des Staates nur durch eine Entwertung der nominalen und nicht indexierten Staatspapiere sichergestellt werden kann (*Sargent/Wallace* 1981). Dieser Gedanke hat eine naheliegende und wichtige Implikation, auf die z.B. *Kocherlakota* (2011) hinweist: Jede Unterstützung der Regierungen mit fiskalischen Problemen durch die Zentralbank hat einen Einfluss auf das Preisniveau. Will die Zentralbank also das Preisniveau kontrollieren, dann darf sie sich nicht

in die Finanzierung von Staatsausgaben einbinden lassen, was ja auch im AEUV festgelegt ist. In der Konsequenz bedeutet dies aber, dass die Zentralbank einen Staatsbankrott auch zulassen muss. Eine kürzlich erschienene Studie von *De Grauwe/Ji* (2012) argumentiert, dass die Märkte die tatsächlichen Risiken von Staatspapieren übertrieben beurteilen, d.h. die Risikoprämien unter- oder übertrieben sind. Ist dies der Fall, so kann im Interesse der Stabilität von Finanzmärkten eine Intervention angezeigt sein. Die Kunst der Geldpolitik besteht darin, diese gut begründeten und stabilisierenden Interventionen zu tätigen, ohne in die Gefahr von inflationären Interventionen hineinzulaufen. Die Frage, ob Geldpolitik eine Wissenschaft oder eine Kunst ist, konnte auch in der Vergangenheit nie eindeutig beantwortet werden. In diesem Beitrag wurde gezeigt, was die Wissenschaft zu den Grenzen des künstlerischen Gestaltungsspielraums zu sagen hat, wenn das Ziel der Preisstabilität nicht aufgegeben werden soll.

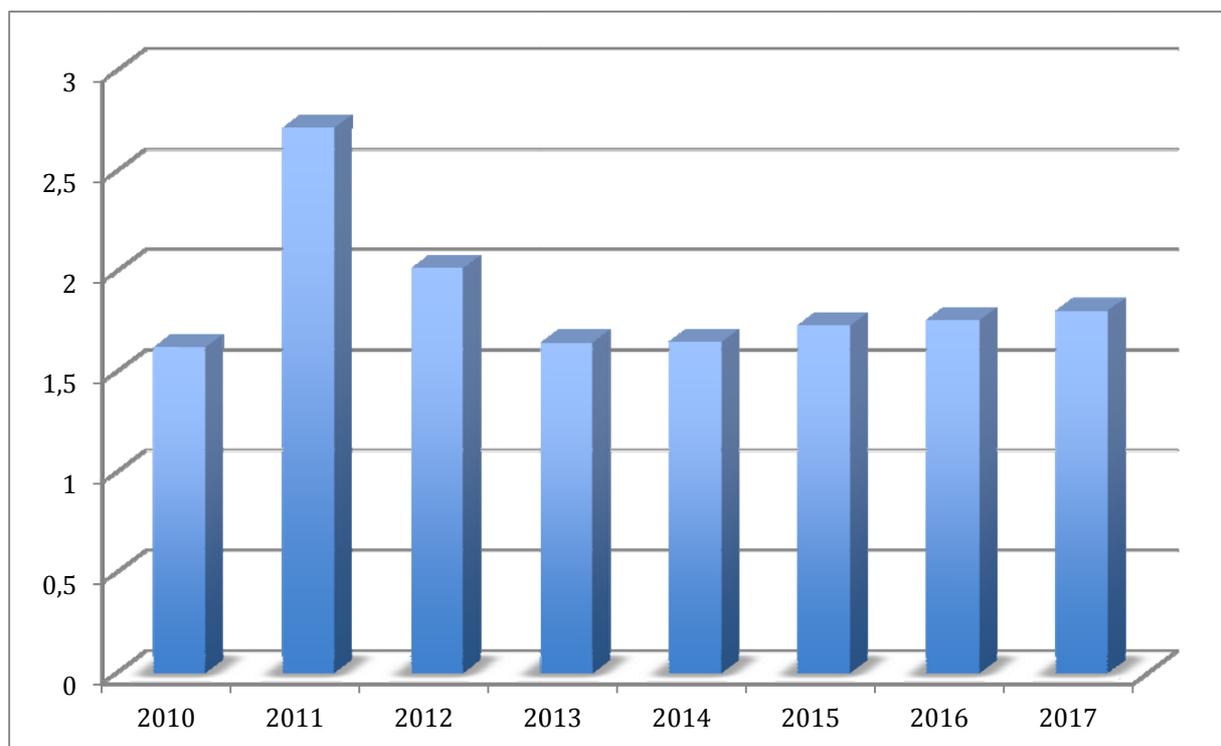


Abbildung 4: Konsumentenpreisindex in der Eurozone, 2010-2017. Quelle: Internationaler Währungsfond

## Literatur

- Alesina, A., Summers, L. H.*, Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25(2) (1993), S. 151-162.
- Barro, R. J., Gordon, D. B.*, A positive theory of monetary policy in a natural rate model. *Journal of Political Economy*, 91 (1983), S. 589-610.
- Belke, A.*, Driven by the Markets? ECB Sovereign Bond Purchases and the Securities Markets Programme. *Intereconomics*, 45(6) (2010), S. 357-363.
- Berger, H./de Haan, J./Eijffinger, S. C. W.*, Central Bank Independence: An Update of Theory and Evidence. *Journal of Economic Surveys*, 15(1) (2001), S. 3-40.
- Crowe, C./Meade, E. E.*, Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness. *European Journal of Political Economy*, 24(4) (2008), S. 763-777.
- Cukierman, A.*, Central Bank strategy, credibility, and independence: Theory and evidence, Cambridge/Mass.: MIT-Press 1992
- Cukierman, A., Webb, S. B., Neyapti, B.*, Measuring the Independence of Central Banks and its Effect on Policy Outcomes. *The World Bank Economic Review*, 6(3) (1992), S. 353-398.
- De Grauwe, P./Ji, Y.*, Mispricing of Sovereign Risk and multiple equilibria in the Eurozone, mimeo January 2012.
- European Commission*, EMU@10: Successes and Challenges After 10 Years of Economic and Monetary Union, May 2008
- Jerger, J.*, Nachfragesteuerung, Lohnbildung und Beschäftigung. *Schriften zur angewandten Wirtschaftsforschung* 82, Tübingen: Mohr Siebeck 1999.
- Kocherlakota, N.*, Central bank independence and sovereign default, Speech delivered on 26 Septmeber 2011, <http://www.bis.org/review/r110928c.pdf>
- Krugman, P.*, Those Revolting Europeans, *New York Times*, 6.5.2012, online verfügbar unter [http://www.nytimes.com/2012/05/07/opinion/krugman-those-revolting-europeans.html?\\_r=1&partner=rssnyt&emc=rss](http://www.nytimes.com/2012/05/07/opinion/krugman-those-revolting-europeans.html?_r=1&partner=rssnyt&emc=rss)
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose*, Deutsche Konjunktur im Aufwind – Europäische Schuldenkrise schwelt weiter. *Gemeinschaftsdiagnose* 2012.
- Sargent, T./Wallace, N.*, Some Unpleasant Monetarist Arithmetic, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall 1981, S. 1–17.
- Siklos, P. L.*, *The Changing Face of Central Banking: Evolutionary Trends Since World War II*. Cambridge University Press 2002.