

Schwäbe, Carsten

**Working Paper**

## Unkonventionelle Geldpolitik: Warum die Europäische Zentralbank ihre Unabhängigkeit nicht verloren hat

CIW Discussion Paper, No. 3/2013

**Provided in Cooperation with:**

University of Münster, Center for Interdisciplinary Economics (CIW)

*Suggested Citation:* Schwäbe, Carsten (2013) : Unkonventionelle Geldpolitik: Warum die Europäische Zentralbank ihre Unabhängigkeit nicht verloren hat, CIW Discussion Paper, No. 3/2013, Westfälische Wilhelms-Universität Münster, Centrum für Interdisziplinäre Wirtschaftsforschung (CIW), Münster

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/76663>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

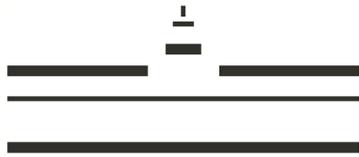
Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



WESTFÄLISCHE  
WILHELMS-UNIVERSITÄT  
MÜNSTER



Centrum für Interdisziplinäre Wirtschaftsforschung  
Diskussionspapier

3/2013

**Unkonventionelle Geldpolitik – Warum die Europäische  
Zentralbank ihre Unabhängigkeit nicht verloren hat**

Carsten Schwäbe

Center for Interdisciplinary Economics  
Discussion Paper

**Centrum für Interdisziplinäre Wirtschaftsforschung**  
**Diskussionspapier**  
**3/2013**

Mai 2013

ISSN 2191-4419

**Unkonventionelle Geldpolitik – Warum die Europäische Zentralbank ihre Unabhängigkeit nicht verloren hat**

*Carsten Schwäbe*

**Zusammenfassung**

Die Banken- und Staatsschuldenkrise im Euroraum deckte wesentliche Strukturdefizite der Europäischen Währungsunion (EWU) auf und stellt nationale wie europäische Entscheidungsträger vor nie dagewesene, unvorhergesehene Herausforderungen. In diesem unsicheren Rahmen agiert ebenfalls die Europäische Zentralbank (EZB), die vor allem kurzfristig die Reaktion auf die Krise aktiv mitbestimmte und unterstützte. Sie flankierte die Reaktionen der europäischen Politik mit einem umfassenden Paket unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen wie dem Ankauf von Anleihen der von Schuldenkrisen betroffenen Eurostaaten. Der vorliegende Beitrag argumentiert, dass vor dem Hintergrund der unkonventionellen Geldpolitik bisher nicht von einem Verlust der Unabhängigkeit der EZB gesprochen werden kann. Die krisenbedingte Annäherung an die Politik sowie die Ausdehnung ihres geldpolitischen Instrumentariums an die Grenzen der Europäischen Verträge stellen eine mit Risiken verbundene, aber dennoch notwendige Reaktion der EZB auf die Krise dar, obgleich dadurch nur eine kurzfristige Stabilisierung, nicht aber die Beseitigung der Strukturdefizite der EWU erreicht werden kann.

**Stichworte:** Zentralbanken, Unabhängigkeit, Finanzkrise, Währungsunion

JEL-Codes: E58, E65, F36

# **Unconventional Monetary Policy – Why the European Central Bank has not lost its independence**

## **Abstract**

The banking and sovereign-debt crisis in the euro-zone uncovered substantial structural deficits of the European Monetary Union (EMU) and represent unheard-of and unforeseen challenges for the national and European decision makers. In this unstable atmosphere the European Central Bank (ECB) has to operate, too. It supported the political reaction on the crisis by carrying out especially short-term policies such as the purchase of governmental bonds of states concerned by the debt crisis. This article argues that referring to the unconventional monetary policy a loss of independence of the ECB cannot yet be identified. The convergence between the monetary and the fiscal authority due to the crisis as well as the extension of its monetary apparatus to the legal limit of the European Treaties represent a strategy associated with risks, but nevertheless a necessary reaction of the ECB, although in this way only a short-term stabilization and not a disposal of the structural deficits of the EMU can be achieved.

**Keywords:** Central bank independence, financial crisis, monetary union

Im Internet unter:

[http://www.wiwi.uni-muenster.de/ciw/forschen/downloads/DP-CIW\\_03\\_2013.pdf](http://www.wiwi.uni-muenster.de/ciw/forschen/downloads/DP-CIW_03_2013.pdf)

Westfälische Wilhelms-Universität Münster  
CIW – Centrum für Interdisziplinäre Wirtschaftsforschung  
Scharnhorststraße 100  
D-48151 Münster

Tel: +49-251/83-25329 (Sekretariat)  
E-Mail: [clementine.kessler@uni-muenster.de](mailto:clementine.kessler@uni-muenster.de)  
Internet: [www.wiwi.uni-muenster.de/ciw](http://www.wiwi.uni-muenster.de/ciw)

# **Unkonventionelle Geldpolitik – Warum die Europäische Zentralbank ihre Unabhängigkeit nicht verloren hat\***

## **1. Einleitung**

Die Finanz- und Eurokrise hat die einzigartige Konstruktion der gemeinsamen europäischen Geldpolitik vor ihre erste große Herausforderung gestellt. Ihre entscheidenden Strukturmerkmale bestehen erstens in der hohen Unabhängigkeit, die dem Modell der Deutschen Bundesbank nachempfunden wurde, und zweitens in der Integration der Geldpolitik bei gleichzeitigem Belassen der Fiskal- und Wirtschaftspolitik auf nationaler Ebene. Diese institutionelle Struktur erwies sich jedoch spätestens nach der weltweiten Finanz- und Bankenkrise als problematisch. Denn diese zwang die Europäische Zentralbank (EZB) ab Mai 2010 zu einer Intervention, die dem ursprünglich intendierten ordnungspolitischen Unabhängigkeitskonzept der EZB zuwiderläuft: Zur Verhinderung einer Eskalation der griechischen Staatsschuldenkrise verschaffte sie mit dem Ankauf von Staatsanleihen der verspätet reagierenden europäischen Regierungen die benötigte Zeit zur Institutionalisierung des griechischen Rettungspakets und der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF). Zudem reagiert die EZB auf die anhaltende Bankenkrise mit weiteren unkonventionellen Maßnahmen zur umfassenden Liquiditätsbereitstellung, die jedoch u.a. das Inflationspotenzial erhöhen und damit der Gewährleistung von Preisstabilität als primäres Ziel der EZB widersprechen könnten.

Der folgende Beitrag setzt den Fokus auf den Zielkonflikt zwischen Preisstabilität und stabilisierender Krisenreaktion, der mit den unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen einhergeht. Hierbei ist abzuwägen zwischen der Notwendigkeit stabilisierender unkonventioneller Maßnahmen einerseits und der Kosten in Gestalt der ökonomischen Fehlanreize für Staaten und Finanzmarktakteure sowie der Konsequenzen für die Unabhängigkeit der EZB andererseits. Auf der Grundlage der Literatur zur Zentralbankunabhängigkeit und der europäischen Verträge als rechtlicher Basis der EZB wird argumentiert, dass ihre unkonventionelle Geldpolitik durchaus vereinbar ist sowohl mit der Theorie als auch mit dem rechtlich implementierten Unabhängigkeitskonzept. Darüber hinaus wird betont, dass trotz der auch berechtigten Bedenken über die Gefahren die Besonderheit der Krisensituation berücksichtigt werden muss, in der die geldpolitischen Entscheidungsträger der EZB agierten und agieren.

---

\* Herzlich bedanke ich mich bei Christian Müller, der mir beim Verfassen des vorliegenden Artikels mit Ratschlägen und durch viele kontroverse Diskussionen hilfreich zu Seite stand. Ich allein bin verantwortlich für eventuell vorliegende Fehler.

Um einen Überblick über die unkonventionelle Geldpolitik zu erhalten, werden im Folgenden die darunter verstandenen Maßnahmen und ihre intendierten Wirkungen erläutert sowie die Verbindung zur Zentralbankfunktion des krisenstabilisierenden Lender of Last Resort nach Minsky und Kindleberger aufgezeigt. Im dritten Kapitel wird anhand der theoretischen Literatur zur Zentralbankunabhängigkeit definiert, was eine unabhängige Zentralbank ausmacht und wie sie implementiert werden kann. Darauf aufbauend wird im vierten Kapitel die institutionalisierte Unabhängigkeit der EZB analysiert. Zudem werden ihre geldpolitischen Krisenreaktionen seit dem Jahr 2008 und deren Begründung durch die EZB vorgestellt, um im fünften Kapitel eine Bewertung der einzelnen Maßnahmen im Hinblick auf ihre Folgen für die Unabhängigkeit der EZB vorzunehmen. Zudem werden die in der Krise zum Vorschein gebrachten Strukturdefizite der Europäischen Währungsunion (EWU) aufgearbeitet und zusammenfassende Schlussfolgerungen gezogen.

## **2. Von der konventionellen zur unkonventionellen Geldpolitik**

Die Differenzierung zwischen konventioneller und unkonventioneller Geldpolitik hat ihre Bedeutung durch die geldpolitischen Reaktionen der großen Zentralbanken im Rahmen der weltweiten Finanz- und Bankenkrise ab dem Jahr 2007 erhalten. Unter der konventionellen Geldpolitik werden die Instrumente der Zins- und Geldmengensteuerung, die in der tagtäglichen Zentralbanktätigkeit zum Einsatz kommen, zusammengefasst: Dazu zählen z.B. die ständigen Fazilitäten der EZB, spezielle Mindestreserveregeln und allgemein die Offenermarktpolitik, bei der die Hauptrefinanzierungsgeschäfte das wesentliche Instrument des kurz- und mittelfristigen Liquiditätsangebots für Kreditinstitute darstellen.

Als im Zuge der globalen Finanzkrise die Banken weltweit hohe Abschreibungen von Wertpapieren hinnehmen mussten, erhöhten sie zum Schutz vor einer Überschuldung ihren Liquiditätsbestand, was wiederum eine eingeschränkte Kreditvergabe im Interbankenhandel zur Folge hatte. Gleichzeitig blieb damit für gefährdete Banken eine Refinanzierung über den Interbankenmarkt verwehrt. Genauso erschwerte sich aufgrund der verringerten Wertpapiernachfrage der Verkauf eigener Aktiva. In dieser Situation des Geldmarktversagens sanken die Zentralbanken ganz im Sinne ihrer Funktion als Lender of Last Resort der Banken ihre Leitzinsen zur Refinanzierung. Diese expansive Geldpolitik sollte die Kreditinstitute mit ausreichend Liquidität versorgen, um den Zusammenbruch des Bankensystems und dessen Folgen für die Kreditvergabe an die Realwirtschaft zu verhindern (*Brunetti* 2011, S. 31-70 und *Schuppan* 2011, S. 224). Die konventionelle Geldpolitik erreichte mit der Leitzinssenkung auf

null bis ein Prozent ihre Kapazitätsgrenze. Das Andauern der Liquiditätskrise erforderte allerdings neue, expansivere Maßnahmen. Zur Darstellung der Instrumente dieser unkonventionellen Geldpolitik werden nachfolgend im Wesentlichen zwei Analysen des Internationalen Währungsfonds (IWF) verwendet:<sup>1</sup>

Die glaubwürdige Absichtserklärung über die Beibehaltung niedriger Leitzinsen bis zur Überwindung einer Krise soll sinkenden Inflationserwartungen und einem damit verbundenen Anstieg des Realzinses vorbeugen sowie die Nachfrage stützen. Die Wirkung einer Absichtserklärung hängt aber entscheidend von ihrer Glaubwürdigkeit ab, die im Zuge unerwarteter Inflationsschwankungen unberechtigt Schaden nehmen kann.

Zur Erweiterung der Refinanzierungsmöglichkeiten können bisherige Fazilitäten ausgeweitet oder neue Fazilitäten konstruiert werden (Liquidity Easing). Das unbegrenzte Liquiditätsangebot soll systemische Risiken wie die Unsicherheit über Vermögenswerte oder über den Finanzierungsbedarf anderer Marktakteure vermindern. Dadurch werden die Fähigkeit und der Wille der Banken zur Kreditvergabe über kurzfristige Transaktionen hinaus gestärkt und systemdestabilisierende Insolvenzen vermieden. Zum Liquidity Easing gehört die Schaffung längerfristiger Refinanzierungsmöglichkeiten oder die Senkung der Anforderungen für Zentralbanksicherheiten. Derartige Zusatzfazilitäten sind zwar leicht zu beenden, müssen jedoch nicht zwangsläufig die Kreditvergabe der Banken an die Realwirtschaft erhöhen, weil die Liquidität z.B. wegen Unsicherheit direkt wieder in die Einlagenfazilität der Zentralbank transferiert werden kann.

Der Kauf langfristiger Staatsanleihen soll demgegenüber den langfristigen Kreditzins drücken, wenn konventionelle Maßnahmen zur Zinssenkung und Absichtserklärungen wirkungslos bleiben. Wegen ihrer Ankerfunktion bei der Bewertung privatwirtschaftlicher Kapitalanlagen wird von einem Ankauf von Staatsanleihen durch die Zentralbank eine Zinssenkung für Privatkredite unabhängig von deren Risiko erhofft. Dies wird dadurch induziert, dass der auf Staatsanleihen fällige Zinssatz sich mit zunehmender Nachfrage verringert. Ferner können die Banken die aus dem Verkauf von Staatspapieren generierten Einnahmen zur Kreditvergabe verwenden oder zur Sicherheit bei der Zentralbank halten. Diese Wirkungsweise erfordert aber eine hohe Ankaufbereitschaft durch die Zentralbank. Der dabei unterminierte Anreiz zu

---

<sup>1</sup> Vgl. Klyuev et al. (2009, S. 7-11) sowie IWF (2009, S. 45-47) und darüber hinaus Bernanke und Reinhart 2004. In der relativ neuen Literatur zur unkonventionellen Geldpolitik setzte sich bisher kein allgemein akzeptiertes Konzept durch.

staatlicher Budgetdisziplin könnte ferner den langfristigen Zins wegen steigender Inflationserwartungen erhöhen.

Direkte Kreditmarktinterventionen (Credit Easing) sollen Liquiditätsprämien reduzieren und damit den Handel stärken, indem kommerzielle Papiere, Unternehmensanleihen oder forderungsbesicherte Wertpapiere (Asset Backed Securities) von der Zentralbank gekauft werden. Dabei kann sie den Instituten auch Kredite unter der Bedingung bieten, dass dafür spezielle Sicherheiten zu erwerben sind. Diese Maßnahmen setzen direkt an der Realwirtschaft an und besitzen damit eine quasi-fiskale Wirkung, die ein hohes Maß an Koordinierung mit der Regierung erfordert. Zudem ergeben sich logistische Herausforderungen und ein höheres Kreditvergaberrisiko für die Zentralbank. Eine mögliche Verzerrung der relativen Preise könnte außerdem die Effizienz gesunder Finanzmarktsegmente gefährden. In diesem Zusammenhang umfasst der Begriff quantitative Lockerung (Quantitative Easing) alle Maßnahmen, die nicht nur die Komposition der Zentralbankbilanz verändern, sondern die Bilanzsumme erweitern (Bernanke und Reinhart 2004, S. 87-88).

Die Implementierung einer unkonventionellen Geldpolitik wird auch mit einer Priorität auf Stabilisierung anstatt auf Preisstabilität oder andere konventionelle Ziele begründet (Schuppan 2011, S. 227), sodass ein direkter Zusammenhang mit der Lender of Last Resort-Funktion einer Zentralbank hergestellt wird. Unter einem Lender of Last Resort soll eine Institution verstanden werden, die bereits bei ersten Anzeichen einer Bankenkrise (z.B. Bank Runs) durch die Bereitstellung von ausreichender Liquidität einem Vertrauensverlust auf den Finanzmärkten vorbeugt. Auf diese Weise soll die Kreditvergabefunktion der Finanzmärkte an die Realwirtschaft gewährleistet werden. Notwendig dafür ist eine Zentralbank mit Übersicht, um die krisenbedingt illiquiden von den selbstverschuldet insolventen Instituten zu unterscheiden. Da der geldpolitische Stabilisierungszwang trotzdem zu Fehlanreizen führt (Moral Hazard), soll gemäß der Bagehot-Regel eine Bereitstellung von Liquidität nur zu hohen Zinsen gewährt werden, damit die Banken Liquidität nur bei echtem Bedarf abrufen. (Gischer et al. 2012, S. 199-200) Dieser Strafzins kann aber die Solvenzprobleme noch verschlimmern und in einer systemischen Krise zu hoch sein, um die Finanzmärkte funktionsfähig zu halten (Vollmer 2009, S. 62).

Gemäß Kindleberger und Aliber (2005) entspricht das Konzept des Lender of Last Resort einer von zwei Reaktionsweisen auf Finanzkrisen: Befürworter einer passiven Reaktion gehen bezogen auf die nötigen Anpassungsprozesse nach Verwerfungen auf den Finanzmärkten davon aus, dass jede krisenmildernde Reaktion störend wirkt und kontraproduktives, spekulati-

ves Verhalten einiger Akteure (Moral Hazard) aufrecht erhält. Lediglich die Stärkung der Verantwortlichkeit sowie eine bessere Regulierung sollten die Reaktion auf Finanzkrisen bestimmen. Dagegen stellen sich die Unterstützer eines Lender of Last Resort als öffentliches Gut: In einer die kurzfristige Refinanzierung am Interbankenmarkt einschränkenden Finanzkrise sind auch gut wirtschaftende Banken und Unternehmen durch die Insolvenz eines Instituts mit zu hoher Risikostruktur gefährdet. Der Verzicht auf eine Intervention führt so zu einer langen, gesamtwirtschaftlichen Depression mit unkalkulierbar hohen sozialen Kosten. Zur Verhinderung dieses Krisenszenarios soll der Lender of Last Resort die Finanzierung der Finanzmärkte durch Bereitstellung unbegrenzter Liquidität garantieren, wobei die verringerte Verantwortlichkeit für spekulierende Institute in Kauf zu nehmen ist. (Kindleberger und Aliber 2005, S. 176-210 und Vollmer 2009, S. 60-62)

Diese Reaktionsweise unterstützt auch Minsky im Rahmen seiner Hypothese der finanziellen Instabilität (Minsky 1982): Er definiert Systeminstabilität als eine Struktur auf den Finanzmärkten, bei der die Insolvenz einer einzelnen Einheit unmittelbar gefährdende Wirkungen (sog. Ansteckungseffekte) auf weitere Einheiten entfaltet. Offensichtlich ist die Parallele dieses theoretischen Rahmens mit der derzeitigen europäischen Krisensituation. Im Gegensatz zu neoklassischen Standardtheorien führt Minsky Stabilität oder Krisen des Finanzsystems als endogene Variable ein. So führt z.B. ein langanhaltender Boom zu Systeminstabilität u.a. durch euphorische, irrational risikopräferierende Marktakteure. (Minsky 1966, S. 60-62) Diese inhärente Instabilität der Finanzmärkte legitimiert ein aktives Eingreifen staatlicher Institutionen: So kann z.B. die Zentralbank den Ausbruch einer solchen Krise durch Systeminstabilität früh beenden, indem sie als Lender of Last Resort unbegrenzte Liquidität schafft. Durch den Ankauf von Wertpapieren wie etwa Staatsanleihen oder eine direkte Liquiditätsbereitstellung zu niedrigen Zinsen werden der Verfall von Vermögenswerten sowie eine sich über Ansteckungseffekte verbreitenden Depression verhindert. Allerdings sollte sich eine Krise zu einem gewissen Maß entwickeln dürfen, damit die in der Euphorie bevorzugten Portfolios nun für gefährlich gehalten werden, sodass reinigende Restrukturierungen vorgenommen werden. Eine zu frühe Liquiditätslockerung der Zentralbank würde die Euphorie und ihre negativen Folgen fortsetzen. Kommt bei einem starken Verfall der Vermögenspreise die Reaktion aber zu spät, folgt eine schwere Depression mit gravierenden Folgen auch für eigentlich gesunde Marktakteure. (Minsky 1966, S. 60, 79-84) Um den Auswirkungen einer unkonventionellen Geldpolitik auf die Unabhängigkeit einer Zentralbank nachzugehen, wird im Folgenden die theoretische Fundierung einer autonomen Geldpolitik beleuchtet.

### **3. Von der konventionellen zur unkonventionellen Geldpolitik**

#### **3.1 Dimensionen der Unabhängigkeit von Zentralbanken**

Grundsätzlich besagt die Theorie der Zentralbankunabhängigkeit, dass eine von den politischen Entscheidungsträgern unabhängige monetäre Autorität die Preisstabilität besser erhalten kann als Exekutive oder Legislative. Bezugnehmend auf die Beziehung zwischen Politik und Zentralbank bedeutet Unabhängigkeit die Abwesenheit von rechtlichen und informellen Einflüssen auf die geldpolitischen Entscheidungsträger. Da es zur Einsetzung des Zentralbankers eines politischen Verfahrens bedarf, kann der Einfluss nie vollständig aufgehoben werden. Der demokratische Rechtsstaat verlangt eine rechtliche und demokratische Legitimation der Zentralbankautonomie, sodass es stets einen Spielraum für Beeinflussung geben wird, der jedoch institutionell minimiert werden kann (Ullrich 2003, S. 6 und Eijffinger und de Haan 1996, S. 2). Dabei hängt die langfristige Sicherung der Unabhängigkeit einer Zentralbank auch von der Zustimmung in der Bevölkerung ab. Denn fehlendes öffentliches Vertrauen würde langfristig den geldpolitischen Konsens beeinflussen, wodurch eine Änderung des rechtlichen Rahmens der Geldpolitik induziert werden kann (Hayo und Hefeker 2002, S. 659).

Bezogen auf die formell institutionalisierte Unabhängigkeit werden drei Dimensionen differenziert: *Personelle Unabhängigkeit* bezieht sich auf alle rechtlichen Vorgänge, die die geldpolitischen Entscheidungsträger betreffen und ihre Unabhängigkeit von der Meinung anderer garantieren. So sollte z.B. eine über die politische Legislaturperiode hinaus andauernde Amtszeit des Zentralbankers vereinbart werden, um einer politisch begründeten Zyklizität der Geldpolitik entgegenzuwirken (Eijffinger und de Haan 1996, S. 2). Auch die vertraglich geregelten Modalitäten der Entlassung oder Wiederwahl sollten zur Stärkung der Autonomie mit hohen Hürden versehen sein, um Anreize zur politischen Konformität für die Zentralbanker vorzubeugen (Ullrich 2003, S. 4-5).

Unter *finanzieller Unabhängigkeit* soll die Abwesenheit von zwei politischen Einflüssen verstanden werden: Zum einen soll die Bereitstellung der für die Zentralbank benötigten finanziellen Mittel aus dem Staatshaushalt langfristig gesichert sein (Görgens 2008, S. 82). Zum anderen soll jede Form des Zwangs zur Kreditvergabe an den Staat ausgeschlossen werden, da billige Zentralbankkredite als Staatsfinanzierungsinstrument einer Unterordnung der Geldpolitik unter die Fiskalpolitik gleichkämen (Eijffinger und de Haan 1996, S. 2 und Ullrich 2003, S. 5). Der Ankauf von Staatsanleihen ist daher, solange er nicht durch die Regierung erzwungen wird, durchaus vereinbar mit dem Unabhängigkeitskonzept für Zentralbanken.

Unter der *politischen Unabhängigkeit* soll der Handlungsspielraum der Zentralbank bei der Bestimmung und Erreichung ihrer Ziele verstanden werden. Während mit der *Zielunabhängigkeit* die autonome Definition der Ziele und Prioritäten durch die Zentralbank benannt werden, bezieht sich die *Instrumentenunabhängigkeit* auf die Wahlfreiheit der zur Zielerreichung benutzten Instrumente. Bei voller Zielunabhängigkeit erhält die Zentralbank den größtmöglichen Handlungsspielraum für eine diskretionäre Geldpolitik und könnte z.B. ein Beschäftigungsziel über die Preisstabilität stellen (Debelle und Fischer 1995, S. 197-198).

Eine derart hohe Unabhängigkeit führt jedoch zu einer geringeren Verantwortlichkeit der Zentralbank, denn ihre freie Zieldefinition hat Einfluss auf die Ergebniskontrolle ihrer Geldpolitik. Eine solche Machtfülle verleitet ferner die Politik dazu, die vertraglich geregelte Unabhängigkeit bei einem Zielwiderspruch zu unterminieren. Zum Schutz davor wird eine Einschränkung der Zielunabhängigkeit einer Zentralbank empfohlen, um ihr bei der Verfolgung des im Konsens entschiedenen Ziels eine Instrumentenunabhängigkeit von der Politik zu verschaffen. Daher wird eine glaubwürdige Zielbeschränkung auf Preisstabilität bevorzugt (Debelle und Fischer 1995, S. 197-198, 217).<sup>2</sup>

### **3.2 Theoretische Begründung für unabhängige Zentralbanken**

Aus der Perspektive der Public-Choice-Theorie gibt es für eine Regierung starke Anreize der Einflussnahme auf die Zentralbank, da eine restriktive Geldpolitik den Finanzierungsspielraum des Haushalts aufgrund höherer Zinsen und einer sinkenden Nachfrage nach Staatsanleihen verringert. Aus der geldpolitisch induzierten Verschlechterung der konjunkturellen Lage resultieren ferner geringere Steuereinnahmen und die staatlichen Einkünfte aus der Seignorage sinken aufgrund des schwächeren Geldmengenwachstums (Eijffinger und de Haan 1996, S. 4). Folglich präferierten Regierungen unabhängig welcher politischen Couleur eine expansivere Geldpolitik mit der Folge höherer Inflationsraten.

Aufgrund dieser gesellschaftlich ineffizienten Anreizstruktur für die Politik wird die Auslagerung der Geldpolitik an eine unabhängige Zentralbank vorgeschlagen. Dabei wird die regelgebundene gegenüber einer fallweise abwägenden diskretionären Geldpolitik favorisiert: Denn eine Zentralbank verfügt zum Zeitpunkt der Entscheidungsbildung nicht über alle erforderlichen Informationen. Zudem existieren Wirkungsverzögerungen nach der Implementierung einer geldpolitischen Maßnahme im monetären und im realen Sektor, zumal die monetä-

---

<sup>2</sup> Grilli et al. (1991) präsentieren eine alternative Definition, in der Zentralbankunabhängigkeit grundsätzlich mit dem Ziel der Preisstabilität verbunden ist und politische Unabhängigkeit sich daher ausschließlich auf die Instrumentenunabhängigkeit bezieht, vgl. Grilli et al. (1991, S. 366-370).

re Transmission wegen vielfältiger Schwankungen keineswegs stabil abläuft. Eine diskretionäre und antizyklische Maßnahme kann somit zur falschen Zeit ihre Wirkung entfalten und damit entgegen der ursprünglichen Intention prozyklisch wirken. Möglich ist dieses Problem zwar auch bei regelgebundenen Zentralbanken, jedoch sollen starre Regeln und eine glaubwürdige Priorität auf Preisstabilität zu einer Verstetigung der Geldpolitik führen (Gischer et al. 2012, S. 300-303).

Die bekannteste Argumentation für Zentralbankunabhängigkeit entstammt der Literatur zur Zeitinkonsistenz optimaler Pläne in der Geldpolitik (Kydland und Prescott 1977 sowie Barro und Gordon 1983). Die Entscheidungen der privaten Akteure und der Zentralbanker werden interdependent getroffen, da diese sich auf Grundlage der erwarteten Entscheidungen des jeweils anderen verhalten. Dabei ist eine Maßnahme dann zeitinkonsistent, wenn eine in der Gegenwart für einen zukünftigen Zeitpunkt  $t$  zwar optimal geplante und angekündigte Maßnahme bei Eintreten von  $t$  nicht mehr optimal ist. Aufgrund dieser Zeitinkonsistenz kann es nach Abwägung der Kosten aus dem Verlust an Glaubwürdigkeit für eine Zentralbank rational sein, von ihrer Ankündigung abzuweichen und z.B. eine expansivere Geldpolitik zu implementieren. Sofern jedoch die Marktteilnehmer diesen Anreiz antizipieren und sich entsprechend anpassen, wird eine gesamtwirtschaftlich schlechtere Situation realisiert, weil der höheren Inflation kein realwirtschaftlicher Gewinn aufgrund der Anpassung der Marktakteure gegenübersteht. Wegen dieser ineffizienten Inflationsverzerrung werden nicht nur die Unabhängigkeit, sondern auch die Regelbindung und damit die glaubwürdige Verkleinerung des Handlungsspielraums einer Zentralbank befürwortet.<sup>3</sup>

### **3.3 Zur Institutionalisierung einer autonomen Geldpolitik**

Die institutionelle Ausgestaltung der Unabhängigkeit und Regelgebundenheit einer Zentralbank lässt sich unterschiedlich bewerkstelligen. Im Modell von Rogoff (1985) stellt sich die Gesellschaft durch die Einsetzung eines unabhängigen, konservativen Zentralbankers mit größerer Inflationsaversion als in der Bevölkerung besser. Dabei wird der Inflationsbias aus der Zeitinkonsistenz der Geldpolitik durch die Unabhängigkeit des die Preisstabilität präferierenden Zentralbankers verringert. Mit zunehmender Inflationsaversion der Zentralbank nimmt aber ihre Fähigkeit zur Stabilisierung der Realwirtschaft ab, sodass die Output-Variabilität zunimmt. Die Abwägung zwischen glaubhafter Inflationsbekämpfung und Flexibilität ergibt in diesem Modell eine Überkompensation der Instabilitätskosten durch den Nutzen aus der

---

<sup>3</sup> Barro und Gordon (1983) leiten in ihrem Modell die Zeitinkonsistenz der Geldpolitik mit Hilfe des Phillips-Kurven-Zusammenhangs zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit her.

niedrigeren Inflation (Rogoff 1985, S. 1187-1188 und Blinder 1998, S. 46-48). Sowohl die Bundesbank als auch die EZB gelten als Beispiele für das Rogoff-Modell, wobei deren Konservatismus durch die rechtliche Priorität auf Preisstabilität hergestellt wird (Hayo und Hefeker 2002, S. 661). Die gesamtwirtschaftlichen Nachteile, die ein Festhalten an der konservativen Inflationsaversion insbesondere bei einer schweren Krise nach sich ziehen können, sind auch bei der Bewertung der unkonventionellen Geldpolitik der EZB zu berücksichtigen.

Während Rogoff eine völlige Unabhängigkeit der Zentralbank von Politik und Gesellschaft annimmt, sodass der Zentralbanker nach dem Setzen der Inflationsrate ex post nicht mehr übergangen werden kann, erweitert Lohmann (1992) sein Modell um die Möglichkeit des Überstimmens (Overriding) des konservativen Zentralbankers. Im ökonomischen Gleichgewicht kann dieser seine konservative Geldpolitik problemlos verfolgen. Dagegen wird er im Fall eines schweren externen Schocks von der Gesellschaft überstimmt, weil die mit der Krise einhergehenden Nachteile aus der Inflexibilität der zu konservativen Geldpolitik die Kosten des Überstimmens übersteigen. Die letzteren Kosten bestehen z.B. in Form einer Gesetzesänderung oder des Zustandebringens einer besonderen politischen Mehrheit. Erreicht die Schwere der Krise ein bestimmtes Niveau, wird die Gesellschaft daher die Zentralbank zur Setzung einer höheren Inflationsrate zwingen. Diese Einschränkung der Unabhängigkeit des konservativen Zentralbankers stellt im Modell die Gesellschaft besser, weil damit das Problem der geringeren Flexibilität im Krisenfall gelöst wird.<sup>4</sup> Das Overriding-Prinzip ist auch in der Praxis auffindbar: So kann der britische Schatzkanzler bei „extremen ökonomischen Umständen“ der Bank of England Weisungen erteilen (Buiter 1999, S. 188) und sogar die Bundesbank konnte per einfacher Gesetzesänderung quasi überstimmt werden.<sup>5</sup>

Die bewusste Auslagerung der Geldpolitik an eine autonome Zentralbank wird in einer Demokratie stets mit parlamentarischer Zustimmung bewerkstelligt. Ferner sind politische Eingriffsmechanismen (Overriding) z.B. durch Änderungen des Zentralbankstatus möglich, sodass zu deren Vermeidung die Zentralbank ihre Geldpolitik gegenüber der Gesellschaft begründen muss. Damit wird in einer Demokratie die Verantwortlichkeit der Zentralbank zur

---

<sup>4</sup> Ein aktives Überstimmen muss dabei nicht zwangsläufig stattfinden, da die Zentralbank in einer Krise von ihrer konservativen Geldpolitik auch dergestalt abweichen könnte, dass Politik und Gesellschaft keinen Anreiz zu einer Intervention besitzen, vgl. Eijffinger und de Haan (1996, S. 9). Auf europäischer Ebene ist zwar ein derartiger Überstimmungsmechanismus nicht vorgesehen, allerdings könnte die EZB nach Einschätzung der immensen ökonomischen, politischen und sozialen Kosten eines möglichen Zusammenbruchs der Währungsunion zu dem Schluss gekommen sein, von ihrer konservativen Geldpolitik in ähnlicher Weise abzuweichen.

<sup>5</sup> Zur z.B. in Neuseeland implementierten Vertragslösung als weitere Möglichkeit der Ausgestaltung einer autonomen Geldpolitik, vgl. z.B. Eijffinger und de Haan (1996, S. 10-11).

Kehrseite ihrer institutionellen Unabhängigkeit (Hayo und Hefeker 2002, S. 659-660 sowie Petersson und Ullrich 2007, S. 197-198).<sup>6</sup>

### **3.4 Kritik am Konzept der Zentralbankunabhängigkeit**

Inwiefern bestätigt die Empirie die theoretischen Vorteile der Zentralbankunabhängigkeit? Cukierman fasst die Ergebnisse seiner und anderer Studien wie folgt zusammen: In den Industrienationen sind die gesetzlichen Unabhängigkeitsindikatoren tatsächlich negativ mit der Inflation korreliert, jedoch nicht mit Wachstum. (Cukierman 1994, S. 1439-1440) Eine Kausalität sollte aus dieser Korrelation jedoch nicht zwangsläufig geschlossen werden, denn es könnten z.B. weitere erklärende Variablen vorhanden sein oder ein wechselseitiger Einfluss zwischen Inflation und Zentralbankunabhängigkeit existieren.<sup>7</sup> Zudem finden Klomp und de Haan in ihrer Analyse von 100 Ländern zwischen den Jahren 1980 und 2005 keine signifikante Beziehung zwischen Zentralbankunabhängigkeit und Inflation. Signifikante Effekte seien nur in weniger als 20 Prozent der Länder sichtbar (Klomp und de Haan 2010, S. 446, 452-453).<sup>8</sup> Schlussfolgernd ist aus empirischer Sicht ein Effekt der Zentralbankunabhängigkeit auf die Inflation nicht zweifelsfrei feststellbar.

Aus neokeynesianischer Sicht sind die empirischen Befunde über die Vorteilhaftigkeit einer autonomen Geldpolitik zweifelhaft, da in ihnen oftmals Unabhängigkeit mit Preisstabilität gleichgesetzt wird und damit die Einsetzung einer unabhängigen Zentralbank die Inflationsaversion von Politik und Gesellschaft widerspiegelt. Zudem hängt das Konzept unabhängiger und ausschließlich Preisstabilität verfolgender Zentralbanken eng mit der monetaristischen Auffassung der „Neutralität des Geldes“, d.h. der Unwirksamkeit der Geldpolitik auf reale Größen, zusammen. Könnte die Geldpolitik jedoch zur wirtschaftlichen Steuerung oder wie während der europäischen Banken- und Staatsschuldenkrise zur kurz- und mittelfristigen Stabilisierung genutzt werden, so würde sich die Politik eines Instruments entziehen, das gerade im Krisenfall einen wichtigen Stabilisierungsbeitrag leisten könnte. Damit soll keine Unterordnung der Geld- unter die Fiskalpolitik gemeint sein, wohl aber die Schaffung einer besseren Koordinierung sowie einer sinnvollen Bewertung geldpolitischer Interventionen vor allem im Krisenfall (Cardim de Carvalho 1995, S. 169-172 sowie Bassoni und Cartapanis 1995, S. 426-429).

---

<sup>6</sup> Eine umfassende Darstellung der Bedeutung und Umsetzung von Verantwortlichkeit und Transparenz in der Geldpolitik bieten Treu (2011) und Amtenbrink (1998).

<sup>7</sup> Eine dritte Variable wäre z.B. der politische Druck für Preisstabilität bei oder nach Hyperinflationen, vgl. de Haan und Kooi (2000, S. 647).

<sup>8</sup> Eine umfangreiche Übersicht empirischer Studien zum Thema Zentralbankunabhängigkeit bieten z.B. Berger et al. (2001, S. 18-21).

Eine unabhängige Zentralbank kann aber die Koordinierung von Geld- und Fiskalpolitik erschweren. Andersen und Schneider (1986) sehen in möglichen Zielkonflikten zwischen der fiskal- und der geldpolitischen Autorität, ergo Politik und Zentralbank, eine Quelle für Ineffizienzen in der Entscheidungsfindung und der Politikimplementierung. Insbesondere in Krisensituationen mit der Notwendigkeit kurzfristiger Stabilisierungen durch die Fiskal- und die Geldpolitik kann die Zentralbankunabhängigkeit ein Koordinationsproblem darstellen. Eine Annäherung der Zentralbank an die Politik im Krisenfall sollte daher nicht zwangsläufig als Verlust ihrer Unabhängigkeit, sondern als logische Konsequenz einer effektiven Krisenbewältigung verstanden werden.

## **4. Die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank in der Krise**

### **4.1 Institutionelle Ausgestaltung der EZB**

Der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) sowie das Protokoll über das Statut des ESZB und der EZB stellen die rechtliche Grundlage für die autonome europäische Geldpolitik dar. Sie sichert die personelle Unabhängigkeit durch eine über die Dauer von Legislaturperioden hinausgehende Amtszeit des EZB-Präsidenten und der weiteren Direktionsmitglieder von acht Jahren. Eine Wiederwahl ist nicht zulässig und eine Entlassung nur in Ausnahmefällen wie persönlicher Verfehlungen möglich (Art. 11 Abs. 2 und 4 sowie Art. 50 des Protokolls über die Satzung des ESZB und der EZB). Auch die finanzielle Unabhängigkeit ist durch eine ausreichende Mittelversorgung der EZB gewährleistet, da das Budget nicht dem allgemeinen Gemeinschaftshaushalts angehört. Zudem darf sie einen bestimmten Teil ihrer Jahresüberschüsse selbst verwenden (Görgens et al. 2008, S. 82). Das Statut verbietet zwar eine Kreditvergabe an die Euroländer sowie den unmittelbaren Aufkauf staatlicher Schuldtitel, es ermöglicht aber den Staatsanleihenankauf am Sekundärmarkt z.B. von Banken und erhöht so die Instrumentenunabhängigkeit der EZB (Art. 21 des Protokolls über die Satzung des ESZB und der EZB sowie Art. 123 Abs. 1, AEUV).

Die politische Unabhängigkeit wird durch das Verbot des Versuchs der Einflussnahme auf die EZB durch EU-Organe oder nationale Regierungen geschaffen (Art. 130 und 282 Abs. 3, AEUV). Zudem wird im Einklang mit der Theorie ihre Zielunabhängigkeit durch die Priorität auf Preisstabilität beschränkt. Die Verfolgung weiterer Ziele ist ihr nur gestattet, wenn kein Zielkonflikt mit der Preisstabilität besteht (Art. 119, 127 und 282 Abs. 2, AEUV). Zu betonen ist dabei, dass sie weitere Ziele wie die Unterstützung der Wirtschaftspolitik gemäß ihrer rechtlichen Grundlage sehr wohl anvisieren darf. Die Definition von Preisstabilität ist nicht

vertraglich geregelt, sondern der EZB überlassen, die darunter eine jährliche Steigerung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex von unter, aber nahe zwei Prozent versteht (EZB 1999, S. 51). Damit besitzt sie noch eine relativ hohe Zielunabhängigkeit – zulasten ihrer Verantwortlichkeit gemäß ihrer Kritiker. Die Verpflichtung auf Preisstabilität entspricht einer institutionalisierten Inflationsaversion gemäß dem Rogoff-Modell. Ein Overriding im Sinne des Lohmann-Modells ist nicht vorgesehen und kann nur ex post durch eine im Konsens beschlossene Vertragsänderung erfolgen, die mit hohen politischen Kosten verbunden ist (Petersson und Ulrich 2007, S. 220).

Ihr institutioneller Rahmen verleiht der EZB eine Autonomie, die keine andere Zentralbank bisher besaß oder besitzt. Selbst im Vergleich zur bis dato unabhängigsten Zentralbank, der Deutschen Bundesbank, wurde die EZB mit einem besonders hohen Maß an Unabhängigkeit ausgestattet (Eijffinger und de Haan 2000, S. 396). Inwieweit die EZB auch einer Lender of Last Resort-Funktion im Falle finanzieller Instabilität nachkommen sollte, wurde vertraglich nicht geregelt. Lediglich Art. 127, Abs. 5 AEUV erwähnt die Aufgabe des ESZB, die von der Politik getroffenen Maßnahmen zur Finanzmarktstabilisierung zu unterstützen. Außerdem darf die EZB auch weitere Ziele verfolgen, solange sie der Preisstabilität nicht zuwiderlaufen. In diesen eher vagen Formulierungen wurde die Strategie gesehen, einem möglichen Moral Hazard-Verhalten auf den Finanzmärkten durch den Verzicht auf ein eindeutiges Bekenntnis zur Sicherung der Finanzstabilität vorzubeugen. Allerdings kritisierte der IWF bereits im Jahr 1998 die unzureichend institutionalisierte Krisenhandhabung der EZB (IWF 1998, S. 8-9). Denn diese konstruktive Widersprüchlichkeit der EZB bezüglich ihres Krisenverhaltens führt zu Unsicherheit für die Märkte und verhindert damit den bereits von der Existenz eines Lender of Last Resort ausgehenden stabilisierenden Einfluss (Vollmer 2009, S. 66-67).

#### **4.2 Unkonventionelle Krisenreaktionen seit dem Jahr 2008**

Nach der Insolvenz der amerikanischen Bank Lehman Brothers im September 2008 senkte die EZB massiv ihre Leitzinsen im Rahmen einer konzertierten Aktion der wichtigsten Zentralbanken. Diese konventionelle Geldpolitik erreichte im folgenden Jahr ihre Kapazitätsgrenze bei einem Zins von null bis einem Prozent. Da jedoch die Liquiditätskrise auf den Finanzmärkten fortwährte, setzte die EZB weitere unkonventionelle Maßnahmen ein. So wechselte sie zeitlich befristet das Zuteilungsverfahren im Rahmen ihrer Hauptrefinanzierungsgeschäfte vom Zins- zum Mengentender mit vollständiger Zuteilung. Dieser Wechsel ist damit zu begründen, dass sich die bedürftigsten Institute beim Mengentender zu geringeren Zinskosten refinanzieren können, womit die EZB durch die Festlegung eines Niedrigzinses dem systemi-

schen Risiko des Zusammenbruchs einzelner Banken vorbeugt (EZB 2009, S. 25 und EZB 2010a, S. 265).<sup>9</sup> Zudem lockerte die EZB ihre Kriterien für hinterlegbare Sicherheiten. Dadurch erweiterte sich der mögliche Umfang der Zentralbankverschuldung für die Banken. Ferner konnten verfallende Vermögenswerte wie einige Kreditausfallversicherungen, die plötzlich illiquide wurden, über die Zentralbank refinanziert werden (EZB 2011b, S. 138).

Im Jahr 2009 erweiterte die EZB durch weitere regelmäßige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) über bis zu einem Jahr die Liquidität der Banken und hielt so den langfristigen Geldmarktzins niedrig. Das Angebot von Fremdliquidität in anderen Währungen (vor allem US-Dollar) sollte die internationale Zahlungsfähigkeit gewährleisten. Beide Maßnahmen entsprechen einem unkonventionellen Liquidity Easing. Schließlich führte die EZB im Juni 2009 ein Ankaufprogramm für ungedeckte Schuldverschreibungen in Höhe von 60 Mrd. Euro durch. Dieses Credit Easing sollte auf quasi-fiskale Art die Finanzmärkte für Bankschuldverschreibungen als wichtige Refinanzierungsquelle funktionsfähig halten (EZB 2010a, S. 17-18, 266 und EZB 2010b, S. 69-74).

Diese unkonventionellen Maßnahmen stellen eine angemessene Reaktion auf die Krise dar, weil sie über die konventionelle Leitzinssenkung hinaus erfolgreich die stockende Kreditvergabe im Euroraum stabilisierten (EZB 2011b, S. 137). Sie sind temporär ausgelegt und sollten bei einer Normalisierung der Wirtschaftsentwicklung zügig auslaufen, um Inflationsgefahren und einer zu hohen Risikopräferenz der Banken wegen der günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten vorzubeugen (EZB 2010a, S. 17-18 und EZB 2010b, S. 76). Da sich eine Stabilisierung der monetären und realwirtschaftlichen Situation andeutete, kündigte die EZB im Dezember 2009 das Auslaufen der LRGs und im April 2010 die Rückkehr zum Zinstender an. Vor allem die LRGs erweiterten aber die EZB-Bilanz erheblich, deren langfristiger Rückbau eine große Herausforderung darstellen wird (EZB 2010b, S. 75-77 und Brunetti 2011, S. 110).

Bereits im ersten Quartal 2010 nahmen jedoch die Renditedifferenzen einiger Staatsanleihen des Euroraums – insbesondere von Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien („GIIPS“) – im Vergleich zu deutschen Anleihen sehr stark zu. Auch vor dem Hintergrund gestiegener Haushaltsdefizite zur Finanzmarktstabilisierung bezweifelten die Finanzmärkte

---

<sup>9</sup> Bei einem Zinstender geben die Banken Mengen- und Zinsgebote für eine Liquiditätsmenge ab. Die Zuteilung erfolgt gemäß dem Zinsgebot (amerikanisches Verfahren), wobei zunächst die höchsten Gebote, die den großen Bedarf dieser Institute ausdrücken, die gewünschte Liquidität erhalten. Die Gebote mit dem niedrigsten Zins, für den noch Liquidität verteilt werden kann, erhalten einen Restanteil proportional zur gebotenen Menge (Repartierung). Dieser Markt-Preis-Mechanismus über die Zinshöhe findet beim Mengentender nicht statt, da die EZB hier den Zinssatz vorgibt, was zu allokatonsineffizienten, überhöhten Liquiditätsgeboten führen kann. Vgl. Gischer et al. (2012, S. 286-290).

die Schuldentragfähigkeit der GIIPS-Staaten. Massiv verstärkt wurde diese Entwicklung durch die aus der ökonomischen Unsicherheit resultierende Volatilität der Finanzmärkte, die wegen ihrer gestiegenen Risikoaversion schon bei ersten negativen Anzeichen sprunghaft ihre Liquidität in sichererster Anlagen transferierten (EZB 2011b, S. 139 und Schuppan 2011, S. 257-263).

Da sich eine Zahlungsunfähigkeit Griechenlands als Hauptbetroffenen abzeichnete, sollte im Mai 2010 trotz der europäischen Nichtbeistands-Regel mit einem an Sparvorgaben geknüpftem Rettungsprogramm für Griechenland sowie der Schaffung der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) ein einzelstaatlicher Zahlungsausfall verhindert werden. Da die Programme jedoch Zeit zur Institutionalisierung benötigten, wurde noch im selben Monat eine Staatsinsolvenz Griechenlands befürchtet (Brunetti 2011, S. 114-115 und Schuppan 2011, S. 257-267). Diese kurzfristige Gefährdung der Finanzmarktstabilität beseitigte die EZB, indem sie ab dem 9. Mai 2010 im Rahmen des „Programms für die Wertpapiere“ begrenzt private und vor allem staatliche Schuldtitel aufkaufte. Die EZB sicherte die Liquidität der Finanzmärkte, um ihrer Argumentation zufolge die Funktionsfähigkeit des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu bewahren. Die Kopplung der Stabilisierungsprogramme mit der Geldpolitik ist offensichtlich, denn durch den Kauf von Staatsanleihen senkte die EZB die gefährlich hohen Refinanzierungskosten der GIIPS und verschaffte die notwendige Zeit für die europäische Krisenreaktion (EZB 2011a, S. 20-25 und Brunetti 2011, S. 114-115).

Diese Nähe zur Politik stellt prinzipiell keinen Unabhängigkeitsverlust dar, sondern eine Notwendigkeit für ein kohärentes Krisenmanagement. Zudem handelte die EZB unabhängig und innerhalb ihres rechtlichen Rahmens, der den Ankauf von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt zulässt, auch wenn sie damit ihr Instrumentarium bis an die Grenze des vertraglich Möglichen ausweitet. Das Ankaufprogramm wurde zeitlich begrenzt und durch liquiditätsabschöpfende Transaktionen sterilisiert, um die bisherigen Finanzierungsbedingungen nicht zu verzerren und ein erhöhtes Inflationsrisiko durch einen weiteren Geldmengenanstieg zu vermeiden. Auch dieses Ankaufprogramm verlängerte jedoch die Bilanz der EZB (EZB 2011a, S. 18-22 und SVR Wirtschaft 2011, S. 107).

Parallel zur der konventionellen expansiven Geldpolitik setzte die EZB ihre zusätzliche Liquiditätsbereitstellung im Jahr 2011 fort, weil die Staatsschuldenkrise eine neue Finanzkrise hätte hervorrufen können und der Inflationsdruck im Euroraum niedrig blieb (EZB 2011a, S. 18-22). Der Ankauf von Staatsanleihen der GIIPS sollte zudem deren Insolvenz durch spekulativ überhöhte Zinsen verhindern (EZB 2012a, S. 14-19). Vor dem Hintergrund der sich wie-

der erhöhenden Zinsen insbesondere für spanische und italienische Staatsanleihen intensivier- te die EZB ab August 2011 wieder ihre zurückgenommenen Sondermaßnahmen. Neben ei- nem sechsmonatigen LRG behielt sie das Mengentenderverfahren bei und reaktivierte das seit Ende März 2011 ruhende „Programm für die Wertpapiere“. Bis Ende des Jahres 2011 umfassen- ten die erworbenen Staatsanleihen ein Volumen von 211,4 Mrd. Euro. Auch ein zweites, auf ein Jahr begrenztes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen mit einem Vo- lumen von 40 Mrd. Euro wurde aufgesetzt (EZB 2012a, S. 14-16 und Berg und Carstensen 2012, S. 79). Im Dezember 2011 beschloss der EZB-Rat noch weitergehende Maßnahmen: Die Senkung des Mindestreservesatzes von zwei auf ein Prozent erhöhte die liquiden Mittel der Banken. Zudem wurden der Bonitätsschwellenwert für Kreditausfallversicherungen und die Kriterien für Sicherheiten der nationalen Zentralbanken herabgesetzt. Schließlich führte die EZB im Dezember 2011 und im Februar 2012 zwei LRGs mit einer besonders langen Laufzeit von drei Jahren durch, die ein Gesamtvolumen von einer Billion Euro verteilten und damit eine Verstärkung des Liquidity Easing darstellten (EZB 2012b, S. 43-45).

Ihre Krisenreaktionen flankierte die EZB zudem oftmals mit Absichtserklärungen, die die Beibehaltung sowohl der niedrigen Leitzinsen als auch der unkonventionellen Maßnahmen bis zur Normalisierung der Situation signalisierten (EZB 2011a, S. 25). Im Gegensatz zum FED benannte die EZB keine genauen Zeitangaben (Lamla und Sturm 2012, S. 86). Somit propagierte sie auch in der Krise das Prinzip der konstruktiven Widersprüchlichkeit zur Mi- nimierung von Moral Hazard und zum Offenhalten des Austrittzeitpunkts aus der lockeren Geldpolitik. Allerdings konterkariert sie dadurch zugleich die Glaubwürdigkeit und damit die Wirksamkeit ihrer Absichtserklärungen.

Die Implementierung ihrer unkonventionellen Maßnahmen begründete die EZB mit der Gefährdung des geldpolitischen Transmissionsprozesses durch die Krise. Im Normalfall voll- zieht die EZB die Liquiditätssteuerung am Kreditmarkt durch ihre Leitzinsen, da ein stabiler Zusammenhang zwischen den Zinsen am Geldmarkt und dem Hauptrefinanzierungssatz der EZB besteht. Dieser Mechanismus ist jedoch in der Krise nicht mehr gesichert, da er vom Liquiditätsangebot am Interbankenmarkt abhängt: Nimmt aufgrund eines gegenseitigen Ver- trauensverlusts der Interbankenhandel ab, steigt damit der Geldmarktzinssatz über das von der EZB intendierte Niveau an. Eine Leitzinsänderung hat dann nur noch eine bedingte oder keine Wirkung. Ferner erhöht eine veränderte Bankenfinanzierung z.B. durch Verbriefungen die Abhängigkeit von den Finanzmärkten, wobei aus der Verbreitung besicherter Interbankenkredite Staatsanleihen als Sicherheit eine immer wichtigere Bedeutung erhielten. Dies machte

einen Wertverfall von Staatsanleihen zu einem noch größeren Finanzierungsrisiko und verschärfte in der Krise das Vertrauens- und Liquiditätsproblem am Interbankenmarkt (EZB 2010b, S. 64-68). Auch Minsky begründet mit einem solchen unkontrollierten Kursverfall von Wertpapieren ein rechtzeitiges Eingreifen eines Lender of Last Resort, der Liquidität bereitstellt und jene Wertpapiere aufkauft.

Nach Ansicht der EZB steht wegen des derzeit geringeren Inflationsdrucks ihre unkonventionelle Geldpolitik und auch der Ankauf von Staatsanleihen „in vollem Einklang mit der Verpflichtung, auf mittlere Sicht Preisstabilität zu gewährleisten“ (EZB 2011a, S. 19). Die Sicherung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus als Begründung der EZB erfährt jedoch Kritik insbesondere im Hinblick auf die Angemessenheit und den wettbewerbsverzerrenden Wirkungen des Anleiheankaufs (Berg und Carstensen 2012, S. 80-81). Eine bessere Begründung wäre die Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik gemäß Art. 127 Abs. 1 AEUV, weil der begrenzte und gezielte Staatsanleihenankauf sich auf eine Vermeidung der Eskalation der Krise zurückführen lässt. Erst wenn die Geldwertstabilität als oberstes Ziel gefährdet wird, sollte die EZB demgemäß vom Ankauf von Staatsanleihen zur Demonstration ihrer Unabhängigkeit absehen (Brockmann und Keppler 2012, S. 174-176).

## **5. Die Folgen der unkonventionellen Geldpolitik für die EZB**

### **5.1 Unabhängigkeitsverlust oder Unabhängigkeitsdemonstration?**

Die dargestellten unkonventionellen Maßnahmen müssen bezüglich ihrer Wirkung auf die Unabhängigkeit der EZB differenziert betrachtet werden. So hat die Umstellung auf das Mengentenderverfahren, das Angebot von Fremdliquidität oder der verringerte Mindestreservesatz keine unmittelbaren Folgen für ihre institutionalisierte Unabhängigkeit, da es sich hierbei um vertraglich geregelte geldpolitische Instrumente handelt. Verbindet man – wie bei der Konstruktion der EWU geschehen – die Unabhängigkeit der EZB mit einer Priorität auf Preisstabilität, laufen diese Maßnahmen wie eine Leitzinssenkung der Unabhängigkeit nur dann zuwider, wenn sie eine vom Preisstabilitätsziel abweichende Inflation verursachen. Dies ist jedoch bisher nicht geschehen.

Bezogen auf das Unabhängigkeitskonzept der EZB sind die Absichtserklärungen kritischer zu sehen, da sie ohne eine Glaubwürdigkeitsgefährdung die Instrumentenunabhängigkeit einschränken können. Gemäß ihrer Konstruktion soll sich die EZB ausschließlich an der Preisstabilität ausrichten, weswegen die Rücknahme der Maßnahmen in erster Linie daran zu koppeln ist. Allerdings trägt die EZB dem insofern Rechnung, als sie im Sinne der konstruktiven

Widersprüchlichkeit keine konkrete Dauer der Sondermaßnahmen benennt. Die LRGs bergen durchaus ein Inflationspotenzial, weil sie expansiv die Zentralbankgeldmenge erhöhen. Die Gewährleistung der Preisstabilität kann dadurch erschwert werden (Lamla und Sturm 2012, S. 86). Der Ankauf gedeckter Bankschuldverschreibungen hat ferner einen quasi-fiskalen Charakter, der durch die Annäherung der Zentralbankstrategie an die Politik die Trennung der Geld- von der Fiskalpolitik verwischt und die Unabhängigkeit der Geldpolitik unterminieren kann. Jedoch werden die LRGs und dieses Ankaufprogramm als Quantitative Easing durchaus auch als angemessene Reaktion auf die derzeitige Krise bewertet (Berg und Carstensen 2012, S. 79 und Projektgruppe GD 2012, S. 58-59).

Ferner wird durch die mehrmalige Senkung der Anforderungen für zentralbankfähige Sicherheiten, die zum Teil explizit für GIIPS-Staatsanleihen formuliert wurden, die Refinanzierungsmöglichkeiten der Staaten verbessert. Damit hat sich die Geldpolitik der Fiskalpolitik nicht nur angenähert, sondern kann sich ihr auch untergeordnet haben. Dieses Vorgehen wird von einigen Kritikern der EZB bereits als Bruch der Nichtbeistandsregel der EU-Verträge (Art. 125 Abs. 1, AEUV) gesehen.<sup>10</sup> Allerdings wird dieser Vorwurf insbesondere bezogen auf den Staatsanleihenankauf durch die EZB geäußert, welcher als wesentliche Gefahr für einen Unabhängigkeitsverlust gilt (Berg und Carstensen 2012, S. 80-81). Zwar begeht die EZB mit den Ankäufen am Sekundärmarkt keinen Bruch mit ihrer Rechtsgrundlage, jedoch ist der Unterschied zum unmittelbaren Kauf nur marginaler Natur, da die Banken Anreize zum Kauf von GIIPS-Staatsanleihen erhalten und die EZB diese als Sicherheit akzeptiert (Belke 2010, S. 357).

Hinsichtlich der politischen Unabhängigkeit der EZB wird wegen der Art und Weise, wie sie die Rolle eines aktiven Krisenmanagers annahm, ein Unabhängigkeitsverlust festgestellt. Die politischen Akteure gaben zwar keine direkten Weisungen, schufen aber durchaus Sachzwänge für die EZB. Denn der Staatsanleihenankauf wurde durch unzureichendes politisches Handeln notwendig, um den Zusammenbruch der gemeinsamen Währung zu verhindern.<sup>11</sup> Damit habe die EZB gemäß ihrer Kritiker ihre Zielunabhängigkeit sowie ihre Verpflichtung auf Preisstabilität zugunsten einer aktiven Krisenpolitik aufgegeben. Darüber hinaus kam es zu einer von der Theorie der Zentralbankunabhängigkeit skeptisch betrachteten Subventionie-

---

<sup>10</sup> Der damalige EZB-Präsident Jean-Claude Trichet begründete in der Pressekonferenz der EZB vom 6. Mai 2010 die Akzeptanz griechischer Staatsanleihen trotz schlechter Bonität auch mit der Unterstützung des griechischen Rettungspakets durch die EZB, sodass eine Nichtannahme griechischer Papiere ihre Glaubwürdigkeit in diesem Punkte gefährden würde.

<sup>11</sup> Vgl. Neyer (2010, S. 505); Issing (2011, S. 38) und Ruckriegel (2011, S. 112). Aus polit-ökonomischer Sicht resultiert der Unabhängigkeitsverlust auch aus der Existenzgefährdung der EZB beim Scheitern des Euro, vgl. Lamla und Sturm (2012, S. 88).

rung der Kreditaufnahme der GIIPS-Staaten (Belke 2010, S. 358 und von Weizsäcker 2012, S. 93). Ein derartiger die Fiskalpolitik betreffender und von den Verträgen nicht berücksichtigter Eingriff bedarf zudem einer demokratischen Legitimation. Diese fehlt jedoch genauso wie die Transparenz über die Länderzusammensetzung des in der EZB-Bilanz aufgeführten Postens für Staatsanleihen (Meyer 2010, S. 812-813 und Belke 2010, S. 358, 360).

Auch Auswirkungen auf die finanzielle Unabhängigkeit der EZB sind festzustellen: Je größer der Staatsanleihen-Posten innerhalb der EZB-Bilanz wird, desto stärker beträfe eine Insolvenz jener Staaten die EZB. Im schlimmsten Fall müsste sie den Verlust von hunderten Milliarden Euro verkraften, was eine Rekapitalisierung der EZB durch die Eurostaaten erfordern könnte. Dafür existiert allerdings keine institutionelle Grundlage, zumal die Staaten lediglich über ihre eigenen Zentralbanken für die EZB haften (Belke 2010, S. 358-359 und SVR Wirtschaft 2011, S. 108). Diese finanzielle Abhängigkeit konterkariere aus Sicht ihrer Kritiker die Glaubwürdigkeit der Begründung der unkonventionellen Maßnahmen und somit den Ruf der EZB als „Währungshüterin“. Der Ruf einer Zentralbank stellt jedoch eine wichtige Ressource zur wirksamen Steuerung der Inflationserwartungen dar (Projektgruppe GD 2012, S. 58).

Vor dem Hintergrund der vorgenannten Risiken der unkonventionellen Geldpolitik benötigt die EZB für eine Rückkehr zu einer normalen, Preisstabilität verfolgenden Geldpolitik eine glaubwürdige Exit-Strategie. Diese kündigt sie zwar an, allerdings wird sie dabei wohl mit verschiedenen Schwierigkeiten konfrontiert werden: Die Banken werden nach der Krise wohl der erforderlichen Aufstockung ihrer Liquiditätsvorsorge nicht nachkommen können. Dies liegt zum einen an dem Fehlanreiz, dass die EZB bei Liquiditätsproblemen wieder eingreifen wird, und zum anderen an der Nachhaltigkeit der Störungen im Interbankenhandel. Fehlt eine regulative Verpflichtung zu höheren Liquiditätsvorsorgen, kann die EZB die Liquidität nicht abschöpfen, ohne eine erneute Bankenkrise auszulösen (Projektgruppe GD 2012, S. 59). Ferner ist der Ausstieg aus der impliziten Staatsfinanzierung problematisch, weil ein Verkauf der Staatsanleihen in der EZB-Bilanz zu einer Erhöhung ihrer Zinsen führen kann. Damit existiert ein dauerhafter politischer Druck auf die EZB. Solange die Staatsschuldenkrise nicht glaubwürdig überwunden ist, wird von der EZB erwartet, zur Minimierung dieses Drucks nur begrenzt Staatsanleihen aufzukaufen (Belke 2010, S. 362).

Da die benannten Bedenken und Risiken grundsätzlich darauf abzielen, dass die EZB das Ziel der Preisstabilität vernachlässige, stellt die Entwicklung der Inflation im Euroraum einen Indikator für den Unabhängigkeitsverlust der EZB dar. Während diese in den Jahren 2009 und 2010 deutlich unter dem Zweiprozentziel lag, stieg sie auch wegen erhöhter Energie- und

Rohstoffpreise im Jahr 2011 auf ungefähr 2,5 Prozent. Die Liquiditätsausdehnung hat sich bisher nicht auf die Teuerungsrate niedergeschlagen, weil die Banken wegen eines höheren Sicherheitsbedürfnisses die Liquidität nicht über Kredite an die Realwirtschaft weitergeben. Die gewachsene Zentralbankgeldmenge birgt aber insoweit ein hohes Inflationspotenzial, als dass sie nach der „Kreditklemme“ den Weg zu den Nichtbanken finden kann. Erst wenn die überschüssige Liquidität in Form von Krediten an die Realwirtschaft weitergegeben wird, wächst die umfassende Geldmenge M3 und mit ihr die Inflationsgefahr. Das Wachstum von M3 nahm in der Finanzkrise aber stark ab und verläuft seit 2011 auf geringem Niveau. Zur glaubwürdigen Sicherung der Preisstabilität sollte die EZB bei einem erhöhten Wachstum von M3<sup>12</sup> sofort mit der Liquiditätsabschöpfung beginnen (Fichtner et al. 2012, S. 13-15 und EZB 2012a, S. 53-60). Da ebenfalls die Inflationserwartungen der Märkte als Indikator für das Vertrauen in die Glaubwürdigkeit der EZB niedrig und fest verankert bleiben, besteht bisher kein größeres Inflationsrisiko. Der Vorwurf gegenüber der EZB, sie missachte das Ziel der Preisstabilität, ist damit gemäß der bisherigen Datenlage unbegründet. Die mittelfristige Glaubwürdigkeit der EZB hängt allerdings von ihrer Fähigkeit ab, die Liquidität weder zu früh noch zu spät abzuschöpfen (Projektgruppe GD 2012, S. 58-59 und Fichtner et al. 2012, S. 13).

Darüber hinaus können unabhängige Zentralbanken, die in erster Linie die Preisstabilität gewährleisten sollen, durchaus auch andere Ziele anvisieren: Während z.B. das FED Preisstabilität und Beschäftigungs- bzw. Wachstumsziele gleichgewichtet, darf die EZB zumindest ohne Verletzung des Preisstabilitätsziels weitere Ziele wie die Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik oder Finanzsystemstabilität verfolgen (Art. 127, Abs. 1 und 5 AEUV). Solange die Preisstabilität nicht gefährdet ist, wie es bisher der Fall gewesen ist, legitimieren diese Sekundärziele die unkonventionellen Maßnahmen der EZB. Der mittelbare Staatsanleihenankauf stellt zwar eine Ausdehnung ihres bisherigen Instrumentariums dar, jedoch befindet sie sich damit – wie es auch der Sachverständigenrat bemerkt – innerhalb ihres rechtlichen Rahmens (SVR Wirtschaft 2011, S. 107). Es kann daher auch als Ausdruck ihrer Unabhängigkeit bezeichnet werden, dass die EZB die erlaubten Instrumente zur Erreichung ihrer Primär- und Sekundärziele benutzt und zwar unabhängig von den Bedenken aus Politik und Wissenschaft.

Die unkonventionelle Geldpolitik der EZB fand zudem im Kontext einer Finanzkrise statt, mit der sowohl die Bundesbank als auch die ihr nachempfundene EZB bisher nicht konfrontiert

---

<sup>12</sup> Dabei ist zu erwähnen, dass M3 als Inflationsindikator der monetären Analyse der EZB durchaus auch kritisiert wird, vgl. de Grauwe und Gros (2009, S. 13).

waren. Das Ausmaß der ökonomischen und politischen Folgen eines Bankenzusammenbruchs, einer unkontrollierten Staatsinsolvenz oder des Austritts eines Landes aus dem Euro-Raum führen die besonderen Umstände vor Augen. Einige deutsche Politiker sehen den Austritt Griechenlands zwar nicht mehr als Gefahr für die Euro-Zone an. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass solche Äußerungen keineswegs fundiert sind, sondern Reformdruck auf Griechenland ausüben sollen und zum Teil auch als Wahlkampfrhetorik einzuschätzen sind. Die EZB muss dagegen unabhängig Entscheidungen in einem höchst unsicheren Umfeld treffen. Die Folgen ihrer Maßnahmen gehen dabei über die Gewährleistung von Preisstabilität hinaus und bisher trugen die gezielten Eingriffe der EZB als Lender of Last Resort der Banken und auch der Staaten wesentlich zur Stabilisierung bei. Sie verschafften der Politik die notwendige Zeit zur Reaktion auf die Staatsschuldenkrise im Euroraum (Neyer 2010, S. 507 und Neubäumer 2011, S. 830-833).

## **5.2 Konstruktionsfehler von EZB und EWU**

Sowohl der EZB als auch der EWU als Ganzes fehlt ein institutioneller Mechanismus zur Reaktion auf Finanzkrisen. Daher musste die EZB zwischen der notwendigen Krisenstabilisierung und den Konsequenzen insbesondere für ihre Glaubwürdigkeit abwägen, die aus der Abkehr von ihrem ursprünglich intendierten Unabhängigkeitskonzept resultieren. Das Zentralbankmodell von Lohmann bietet hierfür einen glaubwürdigen Krisenmechanismus: Die konservative Zentralbank wird genau dann von der Gesellschaft überstimmt, wenn in einer Krise die Kosten aus einer nicht adäquaten, konservativen Geldpolitik die Kosten des Overriding in Form einer bestimmten politischen Mehrheit übersteigen. Damit wird der Zentralbank ohne Glaubwürdigkeitsverlust ermöglicht, eine unkonventionelle Krisenreaktion durchzuführen. Allerdings ist auch hier die Implementierung einer glaubwürdigen Ausstiegsstrategie erforderlich (Lohmann 1992, S. 277-282). Vergleichbar ist dieser Mechanismus mit der im Kartellrecht möglichen Ministererlaubnis für Fusionen, die der Wirtschaftsminister trotz Fusionsverbots durch das Bundeskartellamt aussprechen darf.

Die EWU besitzt jedoch einen derartigen Krisenmechanismus nicht, da nur eine im Konsens beschlossene Vertragsänderung Einfluss auf die Geldpolitik der EZB nehmen kann. Hingegen musste die EZB die Kosten der Ausdehnung ihres Mandats in Form eines Glaubwürdigkeitsverlusts sowie eines Transparenz- und Demokratiedefizits für ihre Krisenreaktion selbst in Kauf nehmen. Zum Schutz ihrer Glaubwürdigkeit versuchte sie zudem, den Ankauf von Staatsanleihen zu umgehen, indem sie mit einem sehr großen Liquiditätsangebot und veränderten Anforderungen für Zentralbanksicherheiten den Banken Anreize zum Kauf von Staats-

anleihen setzt. Dadurch verringert sich jedoch die Treffsicherheit ihrer Krisenreaktion bei gleichzeitiger Erhöhung des Inflationspotenzials (Münchau 2012 und de Grauwe 2011, S. 18).

Die Implementierung und Anwendung eines solchen Krisenmechanismus werden aber durch die unterschiedlichen geldpolitischen Präferenzen der Mitgliedsländer erschwert. Die Heterogenität im Euroraum führt dazu, dass die einheitliche Geldpolitik einzelne Staaten besser und andere wiederum schlechter stellt, da die EZB die Situation der Eurozone als Ganzes berücksichtigt. Im Gegensatz zum Euroraum können in nationalstaatlichen Währungsräumen Umverteilungsmechanismen regional unterschiedlich wirkende Geldpolitiken kompensieren und die Heterogenität mildern. Zudem erschweren auch unterschiedliche Zentralbankkulturen die Kompromissbildung. Zwar wurde die EZB auch deshalb mit einer starken Unabhängigkeit ausgestattet, allerdings zeigt sich nach dem Rücktritt des ehemaligen EZB-Chefvolkswirts Jürgen Stark, dass Konflikte über die Rolle der EZB in der Krise bestehen, die ein konsistentes Krisenmanagement erschweren (Steinbach 2011 und Berg und Carstensen 2012, S. 81).

Die schwierige Position der EZB im europäischen Krisenmanagement resultiert auch aus den Schwächen der Konstruktion der Europäischen Währungsunion. Die europäische Krise hat gemäß Beck und Prinz (2012) gezeigt, dass in einer Währungsunion mit einheitlicher Währung und Zentralbank die Staaten ihre *fiskalpolitische Souveränität* nicht gemeinsam mit einer *Nichtbeistands-Regel* und einer *unabhängigen Geldpolitik* erhalten können.<sup>13</sup> Die unmögliche gemeinsame Institutionalisierung dieser Trinität lässt auf drei verschiedene Entwicklungsszenarien der EWU schließen: Der Fortbestand nationaler Fiskalpolitiken und einer unabhängigen Geldpolitik zwingt die Staaten im Falle einer einzelstaatlichen Insolvenz zu Rettungsmaßnahmen aufgrund der ökonomischen Konsequenzen aus dem Bruch der Währungsunion oder einer erneuten Finanzkrise. In diesem ersten Szenario kann die Nichtbeistands-Regel im Krisenfall nicht durchgehalten werden. Aus diesem Grund wurden in Europa finanzielle Rettungspakete, die EFSF sowie der ESM institutionalisiert und Euro-Bonds vorgeschlagen, um zu hohe Zinsunterschiede bei Staatsanleihen zu begrenzen (Beck und Prinz 2012, S. 41-42).

Im zweiten Szenario kann die Nichtbeistands-Regel gemeinsam mit einer unabhängigen Geldpolitik nur bei einer Einschränkung der Souveränität der nationalen Fiskalpolitiken durchgesetzt werden. Dies vollzieht sich entweder durch einen effektiven, die Schuldenauf-

---

<sup>13</sup> Das Konzept ist angelehnt an das Unmöglichkeitendreieck für ein Fixwechselkursregime, Kapitalverkehrsfreiheit und eine unabhängige Geldpolitik. Während dabei die Souveränität in der Fiskalpolitik das Belassen der Entscheidungen über Haushaltsdefizit und Schuldenquote bei den Nationalstaaten impliziert, steht die unabhängige Geldpolitik für die Existenz einer auf Preisstabilität und das Verbot der Staatsfinanzierung verpflichteten Zentralbank. Die Nichtbeistands-Regel besteht auf die Divergenz der auf Staatsanleihen fälligen Zinsen der Mitgliedsländer je nach ihrer finanziellen Risikostruktur, vgl. Beck und Prinz (2012, S. 40).

nahme begrenzenden Fiskalpakt oder durch eine fiskalpolitische Integration. Im dritten Szenario lässt sich die Nichtbeistandsregel mit nationalen Fiskalpolitiken nur auf Kosten der Autonomie der Zentralbank erhalten, die als Lender of Last Resort der Staaten deren Insolvenz verhindern und damit die Finanzsystemstabilität der Währungsunion sichern muss – unabhängig von ihrer Priorität auf Preisstabilität (Beck und Prinz (2012, S. 41-42). Die beiden letzten Szenarien sind mit dem Fiskalpakt und dem Staatsanleihenankauf durch die EZB Bestandteil des europäischen Krisenmanagements.

Die aus dem Unmöglichkeitendreieck einer Währungsunion abgeleiteten Strukturdefizite der EWU zeigten sich erst zehn Jahre nach der Euro-Einführung: Vor der Finanzkrise waren kaum Zinsdifferenzen zwischen den Staatsanleihen im Euroraum vorhanden. Das sehr ähnliche Niveau der Staatsanleihen zinsen im Euroraum ist vor allem mit der Annahme der Finanzmärkte zu begründen, dass bei Liquiditätsschwierigkeiten einzelner Staaten die Euro-Gruppe die Nichtbeistandsregel bricht oder die EZB als Lender of Last Resort der Staaten interveniert. Beides ist zwar auch eingetreten, jedoch nicht ohne vorher Zweifel an einer solchen Hilfe aufkommen zu lassen. Das Vertrauen der von der Krise mitgenommenen Finanzmärkte wurde dadurch nochmals erschüttert, sodass sich die Zinsdifferenzen schlagartig erhöhten. Dabei spielt ebenfalls die starke Volatilität und das Versagen der Finanzmärkte eine gewichtige Rolle (Beck und Prinz 2012, S. 41-42 und Bofinger 2011, S. 811-815).

Schließlich muss auf die Schwäche des Staatsanleihenmarkts einer Währungsunion hingewiesen werden: Die Mitgliedsländer der Eurozone verkaufen ihre Anleihen technisch gesehen in Fremdwährung, da ihnen eine eigene Zentralbank fehlt, die jederzeit ihre Liquidität glaubwürdig garantieren kann. Die Finanzmärkte können somit verschuldete Länder analog zu einer sich selbsterfüllenden Prophezeiung bis zur Staatsinsolvenz spekulativ unter Druck setzen. Der Staatsanleihenmarkt einer Währungsunion hat damit ein erhöhtes Risiko für Liquiditätskrisen einzelner Staaten, die zudem bei einer panischen Reaktion der Märkte auf weitere Staaten übergreifen können. Nur ein Lender of Last Resort für die Staaten könnte diese Instabilität beseitigen (*de Grauwe* 2011, S. 17,19).

### **5.3 Die EZB als Lender of Last Resort der Euro-Länder**

Mit dem Beschluss des EZB-Rates vom 6. September 2012, ohne Begrenzung Staatsanleihen zu kaufen, hat die EZB nun die Rolle eines Lender of Last Resort der Euro-Staaten angenommen. Die Befürworter dieser Idee argumentieren, dass die EZB auf diese Weise spekulativ überhöhte Zinsen auf Staatsanleihen vermindern kann. Außerdem wäre sie bei einer erneu-

ten Eskalation der Krise zu neuen Interventionen auf den Finanzmärkten gezwungen. Denn den europäischen Rettungsschirmen EFSF und ESM fehlen eine ausreichende finanzielle Schlagkraft zur Stützung von Spanien und Italien. Der Fiskalpakt und die damit induzierten strukturellen Reformen in den Krisenländern können dagegen nur langfristig eine stabilisierende Wirkung entfalten und wirken kurzfristig sogar prozyklisch.

Ausschließlich die EZB als Zentralbank besitzt die liquiden Mittel, um kurzfristig und effektiv die Refinanzierungskosten der Krisenstaaten durch den Ankauf von Staatsanleihen zu senken. Damit kann sie die Finanzsystemstabilität gemäß Minsky durch das Verhindern eines massiven Wertverfalls dieser Staatsanleihen gewährleisten. Sie erleichtert damit die Haushaltskonsolidierung und verhindert spekulativ überhöhte Gefahren für eine Staatsinsolvenz. Diese Unterstützung muss aber zur Beschränkung von Moral Hazard-Anreizen für die Schuldenstaaten mit Sparbedingungen verbunden werden, die von der Staatengemeinschaft zu verabschieden sind. Zudem ähnelt das Moral Hazard-Risiko dem der Banken bei Bereitstellung unbegrenzter Liquidität durch die Zentralbank, wobei in beiden Fällen die negativen Folgen einer Destabilisierung wesentlich gewichtiger sind. Da die EZB außerdem die Staatsanleihen zu einem krisenbedingt geringeren Kurs erwerben wird, kann sie nach der Normalisierung mit dem Verkauf dieser Staatspapiere sogar Gewinne erzielen. Zudem würde bereits die Existenz eines glaubwürdigen Lender of Last Resort, der sich zur Begrenzung der Zinsen auf Staatsanleihen verpflichtet, die Märkte beruhigen, sodass Ankäufe nur begrenzt notwendig werden würden (Horn 2012, S. 82-84 und de Grauwe 2011, S. 18-20).

Konkret sieht die vom EZB-Rat beschlossene Maßnahme unter dem Titel „Outright Monetary Transactions“ vor, dass nur bei einer Teilnahme an einem strukturellen Anpassungsprogramm im Rahmen der EFSF bzw. des ESM die EZB ohne konkrete Begrenzung Staatsanleihen des betroffenen Landes aufkaufen kann. Durch diese Konditionalität soll gewährleistet werden, dass nach der durch die EZB induzierte Senkung der Refinanzierungskosten eines Staates sein Anreiz zur Budgetdisziplin nicht nachlässt. Aus diesem Grund sollen die Outright-Geschäfte der EZB zum Anleiheankauf am Sekundärmarkt auch ausschließlich kurzfristige Staatspapiere betreffen. Dadurch wird die mit den Ankäufen einhergehende Ausweitung der EZB-Bilanz ebenfalls gemindert. Die EZB benennt ferner für Staatsanleihen keine konkrete Zinsobergrenze, die sie mit Hilfe ihres neuen Ankaufprogramms garantieren möchte. Auf diese Weise sollen mögliche Spekulationen eingedämmt werden, da die Finanzakteure nicht mit Sicherheit wissen können, wann die EZB intervenieren wird. Betont wird ferner die vollständige Sterilisierung der mit dem Ankauf geschaffenen Liquidität (EZB 2012c, S. 10-12).

Dieser Auftritt der EZB als Lender of Last Resort der Euro-Länder ist auch mit dem Ziel der Preisstabilität vereinbar: Durch die Sterilisierung wird die bisherige Geldpolitik der EZB nicht verzerrt. Außerdem legen die aktuellen Inflationsdaten des Euroraums keine restriktiven Maßnahmen nahe (EZB 2012c, S. 5-7). Es werden sogar zum Teil deflationäre Gefahren gesehen (Straubhaar und Vöpel 2012, S. 586 und Flassbeck und Spiecker 2012). Die Ausstiegsstrategie aus dieser unkonventionellen Maßnahme kann aber erst bei einer Normalisierung der Kreditvergabetätigkeit in Kraft treten. Dabei sollte einem potentiellen Liquiditätsüberschuss in der Realwirtschaft z.B. durch restriktivere Leitzinsen und dem Wiederverkauf erworbener Staatsanleihen vorgebeugt werden.

Die EZB kann als ein solcher Lender of Last Resort der Euro-Staaten den stabilisierenden Anker darstellen, der zur Beruhigung der Märkte beiträgt und panische oder spekulative Transaktionen gegen die Eurozone mindert. Sie verringert damit die Kosten einer weiteren Destabilisierung und verschafft zugleich der Politik auf europäischer und nationalstaatlicher Ebene die Zeit für hinreichende Reformen. Diese Einschätzung bestätigten sich: In den ersten Monaten nach der Ankündigung des unbegrenzten Staatsanleihenankaufs im Rahmen der OMT verbesserten sich die Refinanzierungsmöglichkeiten der Krisenländer massiv bei weitgehend stabil verankerten Inflationserwartungen (EZB 2013, S. 41-42).

Eine langfristige Lösung der Krise stellen diese neuen EZB-Anleihenankäufe jedoch nicht dar. Eine glaubwürdige Selbstverpflichtung der EZB zu einem Lender of Last Resort ist außerdem nur solange vertragskonform, bis die Preisstabilität gefährdet ist. Die EZB kann sich damit sehr wohl in Zielkonflikten wiederfinden, die sowohl ihre Glaubwürdigkeit als „Währungshüterin“ als auch eine Ankündigung, als Lender of Last Resort kriselnder Staaten aufzutreten zu wollen, konterkarieren. (Meyer 2010, S. 812-813). Ihre Unabhängigkeit hat die EZB aber weiterhin bewahrt, weil sie ihre Sekundärziele selbstständig bestimmen und verfolgen darf, solange die Preisstabilität ungefährdet ist. Damit ist es ihr bei Ausbleiben eines Inflationsdrucks grundsätzlich auch gestattet, Staatsanleihen ohne Begrenzung aufzukaufen.

## **6. Schlussfolgerungen**

Die Finanzmarkt- und Bankenkrise sowie die Krise im Euroraum stellen das Unabhängigkeitskonzept der EZB vor eine Bewährungsprobe, die weder sie noch ihr Vorbild, die alte Deutsche Bundesbank, je erlebten. Die EZB dämmte mit einer unkonventionellen Geldpolitik die Bankenkrise ein, indem sie durch die Bereitstellung nahezu unbegrenzter Liquidität die Kreditvergabe stabilisierte. Die Krise im Euroraum offenbarte die Strukturdefizite der EWU,

die das Unabhängigkeitskonzept der EZB vor nicht berücksichtigte Herausforderungen stellte, sodass die EZB mit einem ursprünglich nicht intendierten Ankauf von GIIPS-Staatsanleihen begann. Damit verhinderte sie, ohne diese Intention offiziell zu nennen, die Insolvenz der Krisenländer, stabilisierte die davon gefährdeten europäischen Banken und verschaffte den Staaten Zeit zur Implementierung ihrer Rettungsmaßnahmen. Die EZB ist aber primär auf Preisstabilität verpflichtet und kann nur nachrangig zur Stabilisierung beitragen. Sie kann jedoch langfristig nicht die aus den Strukturdefiziten der EWU resultierenden Probleme lösen, insbesondere die parallele Institutionalisierung einer Nicht-Beistandsregel und einer autonomen Geldpolitik bei gleichzeitigem Belassen der Fiskalpolitik auf nationaler Ebene.

Zwar bestehen berechtigte Bedenken über die Risiken der Stabilisierungsrolle der EZB, weil vor allem die Schwierigkeit einer Exit-Strategie ihre Instrumentenunabhängigkeit einschränken kann. Allerdings sind die unkonventionellen Maßnahmen mit ihrem rechtlich verankerten Mandat vereinbar und lassen sich auch theoretisch und empirisch begründen: Einerseits kann die EZB, solange die Preisstabilität wie bisher nicht gefährdet ist, weitere Ziele verfolgen. Andererseits können die unkalkulierbaren ökonomischen und politischen Kosten eines Staatsbankrotts, des Zusammenbruchs der Europäischen Währungsunion oder einer neuen Bankenkrise die im Vergleich dazu geringeren Risiken rechtfertigen. Dabei ist die im Rahmen der Krise zu beobachtende Annäherung an die Politik nicht als Unabhängigkeitsverlust, sondern als notwendige Reaktion auf die Krise zu interpretieren: Mit der Konditionalität der „Outright Monetary Transactions“ macht zwar die EZB ihre Interventionen am Staatsanleihenmarkt auch von der Handlungsweise der Staaten abhängig. Jedoch wird damit sinnvollerweise versucht, die Anreize für notwendige Reformen auch nach einem Anleiheankauf durch die EZB aufrechtzuerhalten.

Die theoretische Literatur hat durchaus die Problematik fehlender Flexibilität im Krisenfall einer konservativen Zentralbank nach Rogoff erkannt. Das Lohmann-Modell schlägt zum Erhalt der Unabhängigkeit bei gleichzeitiger Ermöglichung von Krisenreaktionen vor, einen demokratischen Mechanismus zur Überwindung der inflationsaversen Zentralbank im Krisenfall einzuführen. Das Modell trägt dabei auch dem Vorwurf der fehlenden Legitimation der Krisenpolitik der EZB Rechnung. Dieser folgt aus dem Spannungsfeld zwischen ihrer Rechtsgrundlage, die weder Krisenfälle noch die Strukturprobleme der Währungsunion adäquat berücksichtigt, und der Notwendigkeit einer Krisenreaktion. Die Rechtsgrundlage lässt aber durchaus ihre unkonventionelle Geldpolitik zu. Der Streit um die Unabhängigkeit der EZB resultiert vielmehr aus den unterschiedlichen Interpretationen, die wiederum auf die ver-

schiedenen Meinungen über die Nutzung der Geldpolitik zur Krisenstabilisierung sowie der Diversität der Zentralbankkulturen im Euroraum zurückzuführen sind.

Die EZB leistete angesichts der Krise und der Strukturdefizite der EWU durch eine flexible, unkonventionelle Strategie einen entscheidenden Beitrag zur Stabilisierung. Hätte sie das ihr mit den europäischen Verträgen übertragene Instrumentarium, insbesondere den Ankauf von Staatsanleihen der GIIPS-Staaten am Sekundärmarkt, nicht voll ausgeschöpft, hätte es durch den unkontrollierten Staatsbankrott von Griechenland oder anderen Krisenländern zu einem Zusammenbruch der Eurozone als Ganzes kommen können, mit unkalkulierbar hohen ökonomischen und politischen Kosten. Die an dieser Krisenpolitik geäußerten Bedenken sind zwar zum Teil berechtigt, müssen jedoch im Zusammenhang mit diesen grundsätzlichen Gefahren für die Eurozone gesehen werden. Statt einer ordnungspolitischen Stigmatisierung von Instrumenten zur Krisenstabilisierung sollte deshalb eine situative Abwägung z.B. über den Ankauf von Staatsanleihen erfolgen. Die nationalstaatlichen Strukturreformen sollten außerdem sinnvoll forciert und überdacht werden. Zudem muss langfristig die Konstruktion der Europäischen Währungsunion weiterentwickelt und vertieft werden, um wieder dauerhaft Vertrauen in die Eurozone und die gemeinsame europäische Währung zu schaffen.

## Literatur

- Amtenbrink, Fabian (1998): The democratic accountability of central banks – The European Central Bank in the light of its peers, PhD thesis, Groningen.
- Andersen, Torben M. und Schneider, Friedrich (1986): Coordination of Fiscal and Monetary Policy under Different Institutional Arrangements, in: *European Journal of Political Economy*, Vol. 2, No. 2, S. 169-191.
- Barro, Robert J. und Gordon, David B. (1983): Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, in: *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, No. 1, S. 101-121.
- Bassoni, Marc und Cartapanis, André (1995): Autonomie des banques centrales et performances macroéconomiques : Un réexamen, in: *Revue économique*, Vol. 46, No. 2, S. 415-432.
- Beck, Hanno und Prinz, Aloys (2012): The Trilemma of a Monetary Union: Another Impossible Trinity, in: *Intereconomics*, Vol. 47, No. 1, S. 39-43.
- Belke, Ansgar (2010): Driven by the Markets? ECB Sovereign Bond Purchases and the Securities Markets Programme, in: *Intereconomics*, Vol. 45, No. , S. 357-363.
- Berg, Tim Oliver und Carstensen, Kai (2012): Baldige Rückkehr zur alten Rolle erforderlich, in: *Wirtschaftsdienst*, Vol. 92, No. 2, S. 79-81.
- Berger, Helge; de Haan, Jakob und Eijffinger, Sylverster C. W. (2001): Central Bank Independence: An Update of Theory and Evidence, in: *Journal of Economic Surveys*, Vol. 15, No. 1, S. 3-40.
- Bernanke, Ben S. und Reinhart, Vincent R. (2004): Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rate, in: *American Economic Review*, Vol. 94, No. 2, S. 85-90.
- Blinder, Alan S. (1998): *Central Banking in Theory and Practice*, Massachusetts.
- Bofinger, Peter (2011): Wie können sich die Mitgliedsländer des Euroraums aus dem Würgegriff der Finanzmärkte befreien?, in *Wirtschaftsdienst*, Vol. 91, No. 12, S. 811-816.
- Brockmann, Heiner und Keppler, Horst (2012): EZB-Käufe von Staatsanleihen anders begründen!, in: *Wirtschaftsdienst*, Vol. 92, No.3, S. 173-176.
- Brunetti, Aymo (2011): *Wirtschaftskrise ohne Ende? US-Immobilienkrise. Globale Finanzkrise. Europäische Schuldenkrise*, Bern.
- Buiter, Willem H. (1999): Alice in Euroland, in: *Journal of Common Market Studies*, Vol. 37, No. 2, S. 181-209.
- Cardim de Carvalho, Fernando J. (1995): The independence of central banks: a critical assessment of the arguments, in: *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 18, No. 2, S. 159-175.

- Cukierman, Alex (1994): Central Bank Independence and Monetary Control, in: *The Economic Journal*, Vol. 104, No. 147, S. 1437-1448.
- Debelle, Guy und Fischer, Stanley (1995): How Independent Should a Central Bank Be?, in: Fuhrer, Jeffrey C. (Hrsg.): *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series No. 38, S. 195-221.
- De Grauwe, Paul (2011): Die Europäische Zentralbank als Lender of Last Resort, in: *Die Volkswirtschaft. Das Magazin für Wirtschaftspolitik*, November 2011, S. 17-20.
- De Grauwe, Paul und Gros, Daniel (2009): A new Two-Pillar Strategy for the ECB, CESifo Working Paper No. 2818.
- De Haan, Jakob und Kooi, Willem J. (2000): Does central bank independence really matter? New evidence for developing countries using a new indicator, in: *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24, S. 643-664.
- Eijffinger, Sylvester C. W. und de Haan, Jakob (1996): The Political Economy of Central-Bank Independence, *Princeton Special Papers in International Economics*, No. 19.
- Eijffinger, Sylvester C. W. und de Haan, Jakob (2000): The Democratic Accountability of the European Central Bank: A Comment on two Fairy-tales, in: *Journal of Common Market Studies*, Vol. 38, No. 3, S. 393-407.
- Europäischen Zentralbank (2013): *Jahresbericht 2012*, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank (2012a): *Jahresbericht 2011*, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank (2012b): *Monatsbericht März 2012*, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank (2012c): *Monatsbericht September 2012*, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank (2011a): *Jahresbericht 2010*, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank (2011b): *Die Geldpolitik der EZB, dritte Auflage*, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank (2010a): *Jahresbericht 2009*, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank (2010b): *Monatsbericht Oktober 2010*, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank (2009): *Jahresbericht 2008*, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank (1999): *Monatsbericht Januar 1999*, Frankfurt am Main.
- Fichtner, Ferdinand; Junker, Simon; Bernoth, Kerstin; Brenke, Karl; Dreger, Christian; Gebauer, Stefan; Große Steffen, Christoph; Hagedorn, Hendrik; Pijnenburg, Katharina; Reinelt, Timo; Schwäbe, Carsten; van Deuverden, Kristina (2012): *Frühjahrsgrundlinien 2012*, DIW Wochenbericht 14+15, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin.

- Flassbeck, Heiner und Spiecker, Friederike (2012): Von hohen Staatsschulden und expansiver Geldpolitik zur Inflation? Keine globale Inflations-, aber eine ernsthafte Deflationsgefahr, in: Wirtschaftsdienst, Vol. 92, No. 9, S. 592-594.
- Fuhrer, Jeffrey C. (1995): Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series No. 38.
- Gischer, Horst; Herz, Bernhard und Menkhoff, Lukas (2012): Geld, Kredit und Banken. Eine Einführung, 3. Auflage, Berlin Heidelberg.
- Görgens, Egon; Ruckriegel, Karlheinz und Seitz, Franz (2008): Europäische Geldpolitik, 5. Auflage, Stuttgart.
- Grilli, Vittorio; Masciandaro, Donato und Tabellini, Guido (1991): Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries, in: Economic Policy, Vol. 6, No. 13, S. 341-392.
- Hayo, Bernd und Hefeker, Carsten (2002): Reconsidering central bank independence, in: European Journal of Political Economy, Vol. 18, No. 4, S. 653-674.
- Horn, Gustav (2012): Die EZB als Gläubigerin der letzten Instanz, in: Wirtschaftsdienst, Vol. 92, No. 2, S. 81-84.
- Internationaler Währungsfond (IWF) (2009): World Economic and Financial Surveys. Global Financial Stability Report. Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk, April 2009.
- Internationaler Währungsfond (IWF) (1998): World Economic and Financial Surveys. International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues.
- Issing, Otmar (2011): Der Euro ist immer noch eine Erfolgsgeschichte, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Jg. 40, Nr. 1, S. 36-40.
- Issing, Otmar (1996): Einführung in die Geldpolitik, 6. Auflage, München.
- Jochum, Georg; Petersson, Niels P.; Schröder, Wolfgang M. und Ullrich, Katrin (2007) (Hrsg.): Legitimationsgrundlagen einer europäischen Verfassung. Von der Volkssouveränität zur Völkersouveränität, Berlin.
- Kindleberger, Charles P. und Aliber, Robert Z. (2005): Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises, 5. Auflage, Hoboken, New Jersey.
- Kindleberger, Charles P. und Laffargue, Jean-Pierre (1982): Financial Crises. Theory, History and Policy, Cambridge.
- Klomp, Jeroen und de Haan, Jakob (2010): Inflation and Central Bank Independence: A Meta-Regression Analysis, in: Journal of Economic Surveys, Vol. 24, No. 4, S. 593-621.

- Klyuev, Vladimir; de Imus, Phil und Srinivasan, Krishna (2009): Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advances Economies, International Monetary Fund Staff Position Note, SPN/09/27.
- Kydland, Finn E. und Prescott, Edward C. (1977): Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, in: Journal of Political Economy, Vol. 85, No. 3, S. 473-492.
- Lamla, Michael J. und Sturm, Jan-Egbert (2012): Die EZB und ihre politische Unabhängigkeit, in: Wirtschaftsdienst, Vol. 92, No. 2, S. 85-88.
- Lohmann, Susanne (1992): Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility vs. Flexibility, in: The American Economic Review, Vol. 82, No. 1, S. 273-286.
- Meyer, Dirk (2010): Stabilitätsgefahren für die EWU, in Wirtschaftsdienst, Vol. 90, No. 12, S. 805-813.
- Minsky, Hyman P. (1982): The Financial Instability Hypothesis: Capitalis Processes and the Behaviour of the Economy, in: Kindleberger, Charles P./Laffargue, Jean-Pierre (Hrsg.): Financial Crises. Theory, History and Policy, Cambridge, S. 13-38.
- Minsky, Hyman P. (1966): Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster, Board of Governors of the Federal Reserve System, "Board of Governors Publications", Fundamental Reappraisal of Discount.
- Münchau, Wolfgang (2012): Willkommen zurück in der Krise!, Spiegel Online, abrufbar unter: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/service/schuldenkrise-in-spanien-ezb-bekommt-eurokrise-nicht-unter-kontrolle-a-826868.html> (Abrufdatum: 9. Mai 2012).
- Neyer, Ulrike (2010): Unkonventionelle Maßnahmen der EZB im Zuge der Finanzkrise – eine kritische Würdigung, in: Wirtschaftsdienst, Vol. 90, No. 8, S. 503-507.
- Neubäumer, Renate (2011): Eurokrise: Keine Staatsschuldenkrise, sondern Folge der Finanzmarktkrise, in: Wirtschaftsdienst, Vol. 91, No. 12, S. 827-833.
- Petersson, Niels P. und Ullrich, Karin (2007): Die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank im historischen und ökonomischen Kontext, in: Jochum, Georg; Petersson, Niels P.; Schröder, Wolfgang M. und Ullrich, Karin (Hrsg.): Legitimationsgrundlagen einer europäischen Verfassung. Von der Volkssouveränität zur Völkersouveränität, Berlin, S. 197-236.
- Projektgruppe GD (Gemeinschaftsdiagnose) (2012): Frühjahr 2012. Deutsche Konjunktur im Aufwind – Europäische Schuldenkrise schwelt weiter.
- Rogoff, Kenneth (1985): The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 100, No. 4, S. 1169-1189.
- Ruckriegel, Karlheinz (2011): Das Verhalten der EZB während der Finanzmarktkrise(n), in: Wirtschaftsdienst, Vol. 91, No. 2, S. 107-114.

- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR Wirtschaft) (2011): Verantwortung für Europa wahrnehmen. Jahresgutachten 2011/12.
- Schuppan, Norbert (2011): Globale Rezession. Ursachen. Zusammenhänge. Folgen, Wismar: callidus. Verlag wissenschaftlicher Publikationen.
- Straubhaar, Thomas und Vöpel, Henning (2012): Geldpolitik als „Krisen-Feuerwehr“ – droht Inflation?, in: Wirtschaftsdienst, Vol. 92, No. 9, S. 583-587.
- Steinbach, Armin (2011): Gefährliche Inflationsunterschiede in der Eurozone, in: Wirtschaftsdienst, Vol. 91, No. 6, S. 398-400.
- Treu, Johannes (2011): Transparenz in der Geldpolitik. Systematisierung, Darstellung, Bewertung und Diskussion von (modelltheoretischer) Transparenz in der Geldpolitik sowie das Beispiel der Europäischen Zentralbank, Hamburg.
- Ullrich, Karin (2003): Unabhängigkeit und Verantwortlichkeit der Europäischen Zentralbank, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung Mannheim (ZEW) Discussion Paper 03-65.
- Vollmer, Uwe (2009): Do We Need a European Lender of Last Resort?, in: Intereconomics, Vol. 44, No.1, S. 59-68.
- Von Weizsäcker, Carl Christian (2012): Grenzen des Konzepts einer unabhängigen Zentralbank, in: Wirtschaftsdienst, Vol. 92, No. 2, S. 91-94.

Bisher erschienen:

**Diskussionspapiere des  
Centrums für Interdisziplinäre Wirtschaftsforschung**

**DP-CIW 1/2011:** Die Gemeinschaft der Lehrenden und Lernenden: Festvortrag zur Promotionsfeier der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät am 24. November 2010 in der Aula des Schlosses

*Alexander Dilger*

Januar 2011

**DP-CIW 2/2011:** Plädoyer für eine problemorientierte, lerntheoretisch und fachlich fundierte ökonomische Bildung

*Gerd-Jan Krol, Dirk Loerwald und Christian Müller*

Februar 2011

**DP-CIW 3/2011:** Gefangen im Dilemma? Ein strategischer Ansatz der Wahl- und Revolutionsteilnahme

*Marie Möller*

April 2011

**DP-CIW 4/2011:** Overconfidence and Team-Performance: An Analysis of NBA-Players' Self-Perception

*Hannah Geyer, Hanke Wickhorst*

April 2011

**DP-CIW 5/2011:** Kompetenzziele für das allgemein bildende Fach „Wirtschaft/Ökonomie“ in der Sekundarstufe I

*AGOEB – Arbeitsgruppe Ökonomische Bildung*

Mai 2011

**DP-CIW 6/2011:** Coping with Unpleasant Surprises in a Complex World: Is Rational Choice Possible in a World with Positive Information Costs?

*Roger D. Congleton*

Juni 2011

**DP-CIW 7/2011:** Warum der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht mit seinem antizyklischen Kapitalpuffer falsch liegt

*Björn Ludwig*

Juli 2011

**DP-CIW 8/2011:** Bestimmungsgründe für die Beschäftigung und Rekrutierung von Älteren sowie für das Angebot an altersspezifischen Personalmaßnahmen

*Christian Lehmann*

August 2011

- DP-CIW 9/2011:** Das „Bruttonationalglück“ als Leitlinie der Politik in Bhutan – eine ordnungspolitische Analyse  
*Tobias Pfaff*  
September 2011
- DP-CIW 10/2011:** Economic Voting and Economic Revolutionizing?  
The Economics of Incumbency Changes in European Democracies and Revolutionary Events in the Arab World  
*Marie Möller*  
Oktober 2011
- DP-CIW 11/2011:** Geschlechtsspezifische Verdienstunterschiede und Diskriminierung am Arbeitsmarkt: Eine Untersuchung unter Berücksichtigung von Voll- und Teilzeitarbeit  
*Nele Franz*  
November 2011
- DP-CIW 1/2012:** Toward a More General Approach to Political Stability in Comparative Political Systems  
*Thomas Apolte*  
Januar 2012
- DP-CIW 2/2012:** An Empirical Study of the Limits and Perspectives of Institutional Transfers  
*Marie Möller*  
Februar 2012
- DP-CIW 3/2012:** Wie (un-)fair sind Ökonomen? Neue empirische Evidenz zur Marktbewertung und Rationalität  
*René Ruske, Johannes Suttner*  
September 2012
- DP-CIW 1/2013:** Zur Ethik von Rankings im Hochschulwesen: Eine Betrachtung aus ökonomischer Perspektive  
*Harry Müller*  
Februar 2013
- DP-CIW 2/2013:** Which Qualifications Does a Minister of the German Federal Government Need to Be Reoccupied?  
*Katrin Scharfenkamp*  
März 2013
- DP-CIW 3/2013:** Unkonventionelle Geldpolitik – Warum die Europäische Zentralbank ihre Unabhängigkeit nicht verloren hat  
*Carsten Schwäbe*  
März 2013



Herausgeber:  
Westfälische Wilhelms-Universität Münster  
CIW – Centrum für Interdisziplinäre Wirtschaftsforschung  
Scharnhorststr. 100  
D-48151 Münster

Tel: +49-251/83-25329

Fax: +49-251/83-28429

[www.wiwi.uni-muenster.de/ciw](http://www.wiwi.uni-muenster.de/ciw)

