

Wrobel, Ralph

Working Paper

Geldpolitik und Finanzmarktkrise: Das Konzept der "unabhängigen Zentralbank" auf dem ordnungspolitischen Prüfstand

Ordnungspolitische Diskurse, No. 2010-09

Provided in Cooperation with:
Ordnungspolitisches Portal (OPO)

Suggested Citation: Wrobel, Ralph (2010) : Geldpolitik und Finanzmarktkrise: Das Konzept der "unabhängigen Zentralbank" auf dem ordnungspolitischen Prüfstand, Ordnungspolitische Diskurse, No. 2010-09, Ordnungspolitisches Portal (OPO), s.l.

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/55422>

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.

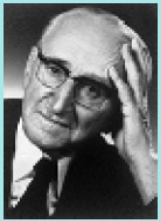
You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

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.



Ordnungspolitische Diskurse

Discourses in Social Market Economy



Ralph Wrobel

**Geldpolitik und Finanzmarktkrise:
Das Konzept der „unabhängigen
Zentralbank“ auf dem
ordnungspolitischen Prüfstand**

Diskurs 2010 – 09

Geldpolitik und Finanzmarktkrise:

Das Konzept der „unabhängigen Zentralbank“ auf dem ordnungspolitischen Prüfstand

Ralph Wrobel

Zusammenfassung

Die Politik billigen Geldes in den USA hat – verbunden mit anderen Versäumnissen, insbesondere im Bereich der Bankenregulierung, sowie einer daraus resultierenden Intransparenz auf den internationalen Finanzmärkten – zur aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise geführt. Dem FED ist daher der Vorwurf zu machen, seinen Auftrag, für eine stabile Währung zu sorgen, nicht nachgekommen zu sein. Als entscheidendes ordnungspolitisches Problem wird hier die schwache Unabhängigkeit des FED, verbunden mit einer eher keynesianisch orientierten Zielsetzung, hervorgehoben. Die EZB hat nach ihrem Strategiewechsel von 2003 eine vergleichbare Geldpolitik wie das FED durchgeführt und die Zinssätze in Europa ebenso stark gesenkt. Da die Unabhängigkeit der EZB vorbildlich ist, kann dies auf eine Veränderung in der Stabilitätskultur an der Spitze der EZB zurückgeführt werden. Deshalb ist in westlichen Staaten an dem Konzept der Zentralbankunabhängigkeit festzuhalten. Dem FED ist eine Verbesserung des Unabhängigkeitsrahmens zu empfehlen. Ebenso sollte das FED sich bemühen, seine Regelbindung weiter zu intensivieren. Genau diese Maßnahme sollte auch die EZB anwenden. Da es aufgrund der Heterogenität Europas immer wieder zu unterschiedlichen Stabilitätskulturen an der Bankspitze kommen wird, ist eine stärkere Regelbindung dringend notwendig. Eine „Wiederentdeckung“ des Geldmengenwachstums als primärem monetärem Indikator wäre zumindest wünschenswert. Keinen Sinn macht hingegen die Erweiterung der operativen Unabhängigkeit der Zentralbanken, konkret eine Ausweitung des Zielkataloges auf Vermögenspreisentwicklungen und Blasenbildung. Statt eines fragwürdigen Einsatzes der Zinspolitik ist hier vielmehr auf antizyklisch ansteigende Kapitalanforderungen für Banken zu setzen. Desweiteren ist auf die Notwendigkeit einer international verzahnten Aufsicht über das Bankensystem hinzuweisen.

Keywords

Geldpolitik, Zentralbankunabhängigkeit, Finanz- und Wirtschaftskrise

Prof. Dr. Ralph M. Wrobel

*Professor für Volkswirtschaftslehre,
insb. Wirtschaftspolitik und Regionalökonomie*
Fakultät Wirtschaftswissenschaften
Westfälische Hochschule Zwickau
Postfach 20 10 37, 08012 Zwickau
Tel.: ++49(0)375/536-3480
Mail: ralph.wrobel@fh-zwickau.de

Geldpolitik und Finanzmarktkrise:

Das Konzept der „unabhängigen Zentralbank“ auf dem ordnungspolitischen Prüfstand

Ralph Wrobel

Problemstellung

Da den Zentralbanken eine Mitschuld beim Ausbrechen der Finanz- und Wirtschaftskrise zugesprochen werden kann, steht derzeit auch das Konzept der „unabhängigen Zentralbank“ in der wirtschaftswissenschaftlichen und allgemein-politischen Diskussion. So legte z.B. der ansonsten als konservativ bekannte Senator Ron Paul im Sommer 2009 einen Gesetzentwurf im US-Senat vor, der die Unabhängigkeit des Federal Reserve Systems (FED) der USA deutlich beschränken soll. Der unter dem Namen "Federal Reserve Transparency Act" bekannte Entwurf sieht u.a. eine stärkere Kontrolle des FED durch den US-Kongress vor. (Paul 2009) Aber auch in Europa wird die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank (EZB) politisch infrage gestellt. Lediglich die deutsche Bundeskanzlerin Angela Merkel setzte sich öffentlich für die Unabhängigkeit ein. In einer Rede im Sommer 2009 machte sie deutlich: „Die Unabhängigkeit der EZB muss erhalten bleiben.“ (Merkel 2009) Dennoch stellt sich die Frage, ob das Konzept der „unabhängigen Zentralbank“ auch weiterhin als ordnungspolitisches Leitbild für westliche Zentralbanken betrachtet werden kann und was ggf. die Alternativen wären.

In diesem Aufsatz soll daher zunächst untersucht werden, ob überhaupt von geldpolitischem Versagen des FED und der EZB in der Finanzmarktkrise gesprochen werden kann. Dazu werden die Gründe für die Finanzmarktkrise kurz analysiert. Dann wird das Konzept der „unabhängigen Zentralbank“ am Beispiel des FED und der EZB dargestellt und kritisiert. Im dritten Teil werden ordnungspolitische Alternativen diskutiert, nämlich die Abschaffung der Unabhängigkeit, eine stärkere Regelbindung und eine Erweiterung der operativen Unabhängigkeit. Dabei soll herausgefunden werden, welcher institutionelle Rahmen der Zentralbank geldpolitisches Versagen in der Zukunft voraussichtlich besser begrenzen würde.

Geldpolitisches Versagen in der Finanzmarktkrise?

Die Ursachen der derzeitigen Wirtschaftskrise sind in verschiedenen Bereichen der internationalen Finanzwelt zu finden. Sowohl die US-amerikanische Geldpolitik, als auch die Globalisierung der Finanzströme und der fehlende internationale Ordnungsrahmen derselben kann für die Banken- und Finanzkrise verantwortlich gemacht werden. Von reinem Marktversagen zu sprechen, wäre deshalb völlig verkehrt. So hat zunächst einmal die amerikanische Zentralbank seit Jahren die Märkte immer dann mit billigen Krediten überschwemmt, wenn ein konjunktureller Abschwung zu befürchten war. **Nach dem Platzen der New Economy Blase im Jahre 2000 hat eine radikale und ausgedehnte Niedrigzinspolitik des FED die Weltwirtschaft schnell wieder auf die Beine gebracht. Konkret hat das FED von Herbst 2001 bis Herbst 2005 die Politik eines forciert niedrigen Zinsniveaus verfolgt. Der kurzfristige Realzins war negativ und lag dauerhaft bei -1%. (Francke 200: 59) Dadurch wurde die Risikofreude der Finanzbranche aber erneut auf ein ungesundes Niveau gehoben.** D.h. die Banken erhielten noch eine Prämie, wenn sie sich verschuldeten. **Taylor (2008: 1) spricht deshalb von „frequently monetary excesses“, welche die Krise ausgelöst hätte. Das FED sei demnach nicht die Lösung des Problems, sondern sein Verursacher. Sachs (2008) geht sogar so weit zu behaupten: „This global crisis will go down in history as Greenspan’s Folly. This is a crisis made mainly by the United States Federal Reserve Board during the period of easy money and financial deregulation from the mid-1990’s until today.“** Sachs bezieht demnach auch noch das Versagen des FED als Regulierungsbehörde mit in seine Kritik ein. **Deutlich ist, dass** durch diese Politik des billigen Geldes die Geldmenge insbesondere in den USA aber auch im Eurogebiet lange Zeit extrem ausgeweitet wurde. Verzerrte Preise, konkret falsche Zinssätze, schaffen aber falsche Strukturen. Alles dies trieb die Immobilienpreise nach oben und lockte Immobilienspekulanten an. Amerikanische Hauseigentümer rechneten sich reich und beliehen die Wertsteigerungen ihrer Immobilien, um damit ihren Konsum zu finanzieren. (z.B. Wrobel 2008: 1 – 3, Neumann 2009b: 367) Der weitere Verlauf der Krise ist bekannt.

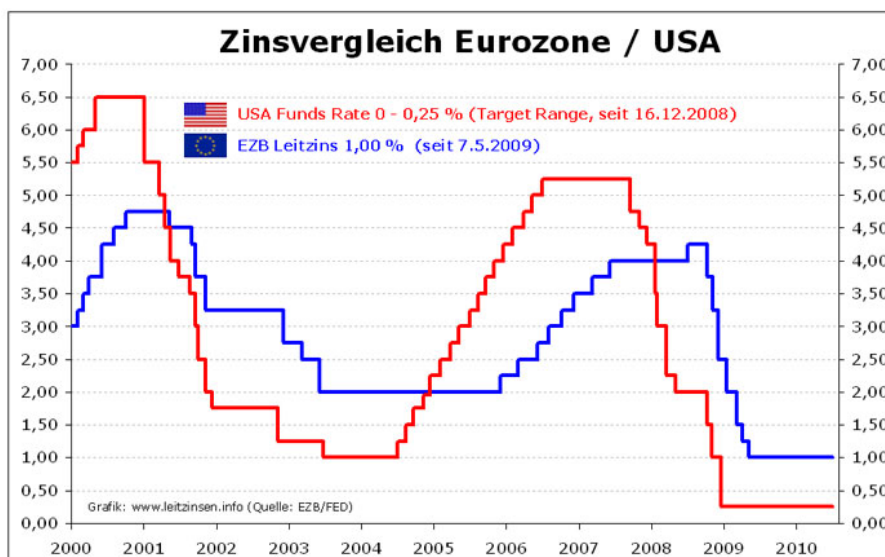
Wenn die Zinspolitik des FED als Auslöser der Finanzkrise gesehen werden kann, muss aber auch gefragt werden, ob die EZB nicht ebenfalls durch eine

expansive Politik zur Ausweitung der Krise beigetragen hat. In diesem Zusammenhang kann zumindest festgestellt werden, dass sich seit 2003 die geldpolitische Strategie der EZB grundlegend geändert hat. Zum ersten wurde die Reihenfolge der beiden grundlegenden Säulen der EZB Geldpolitik, der monetären und wirtschaftlichen Analyse, verändert. Während unter dem bisherigen Präsidenten, Willem Duisenberg, die monetäre Säule im Vordergrund stand, wurde nun durch Jean-Claude Trichet die auf die kürzere Frist ausgerichtete wirtschaftliche Analyse in den Vordergrund gestellt. Das führte zu einer sichtbaren Herabstufung der Bedeutung der langfristigen monetären Analyse für die Zinsentscheidungen des Zentralbankrates. Eine zweite substantielle Veränderung betraf die Entschärfung der monetären Säule. Während der offizielle Referenzwert für M3 seit Beginn der Währungsunion auf 4,5% festgesetzt worden und jährlich überprüft worden war, wurde er nun seiner Bedeutung enthoben, indem man erklärte, seine jährliche Überprüfung zu unterlassen. Tatsächlich war der Referenzwert bereits funktionslos geworden, da er in jedem Jahr deutlich darüber gelegen hatte (z.B. 2001: 5,6%, 2002: 7,6%). Zuletzt war die Preisstabilität bis zum Strategiewechsel etwas unscharf als ein Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex von unter 2% definiert worden. Intern hatte der EZB-Rat sich jedoch eine mittelfristige Inflationsrate von 1,5% als Richtschnur gewählt. Als 2003 eine neue Definition von Preisstabilität von „unter aber nahe 2 Prozent“ festgelegt wurde, stieg das mittelfristige Inflationsziel demnach um fast ein halbes Prozent. (Neumann 2009b: 368 – 369) Es kann daher nicht verwundern, wenn auch die EZB der FED in ihrer Politik des billigen Geldes folgte, so dass der kurzfristige Realzins im Euroraum 2003 bis 2005 bei etwa 0% lag. Damit war die Geldpolitik in Europa immerhin etwas moderater als in den USA. (Neumann 2009a)

Ordnungspolitisch ist neben der laxen Geldpolitik der beiden großen Zentralbanken insbesondere auch auf das unzureichende aufsichtsrechtliche Regelwerk hinzuweisen, das den Banken risikoreiche Geschäfte ohne Sicherungs- und Haftungsregeln ermöglichte. Nur dadurch, und durch das Versagen der Aufsichtsbehörden und Ratingagenturen sowohl in den USA als auch in anderen Ländern konnte sich eine umfassende Finanz- und Wirtschaftskrise entwickeln. In

Deutschland scheint zudem die Überwachung gerade der staatlich kontrollierten Banken versagt zu haben. (Wrobel 2008) Auch die Bedeutung des “Moral Hazard”-Problems, das durch die Verbriefung von guten und schlechten Hypothekarkrediten zu marktgängigen Wertpapieren entstand, sowie die weltweit von den Aufsichtsbehörden geduldete Regulierungsarbitrage dürfen nicht vernachlässigt werden. (Kalmbach 2009: 237; Neumann 2009a) Mit einer Verengung auf die Geldpolitik ist die Problematik demnach nicht ganz beschrieben. Mit der überexpansiven Geldpolitik des FED und der moderat expansiven Geldpolitik im Euroraum entstand aber fast weltweit ein Klima leichter Finanzierungsbedingungen mit der Folge jahrelang anhaltend steigender Vermögenswertpreise, von Immobilienpreisen bis hin zu Aktienkursen. (Neumann 2009a) Die beiden Zentralbanken haben damit zumindest den Grundstein für die Finanz- und Wirtschaftskrise gelegt.

Abb. 1: US-Funds-Rate und EZB Leitzins 2000 - 2010



Quelle: www.leitzinsen.info

Auch die geldpolitischen Maßnahmen der beiden großen Zentralbanken während der Krise unterliegen der Kritik. Insbesondere in den USA sind die Leitzinsen in der Krise wieder drastisch gesenkt worden. Seit Anfang 2009 liegen sie bei 0% bis 0,25%, während die EZB ihren Leitzins Mitte 2009 auf 1% senkte. Mit einer solchen expansiven Geldpolitik wurde zudem eine durch Konjunkturprogramme gekennzeichnete Fiskalpolitik unterstützt, die sich nicht scheute, erhebliche Finanzierungsdefizite hinzunehmen. (Kalmbach 2009: 238)

Die EZB reagierte ebenso durch strukturelle Änderungen der Kreditvergabe. So wurde bereits im Oktober 2008 ein Mengentender mit vollständiger Zuteilung eingeführt, was den Banken die Sicherheit gab, jederzeit die gewünschte Liquidität zu erhalten. Hinzu kamen weitere Maßnahmen der Liquiditätssicherung. Damit hat die EZB verstärkt zu nicht-konventionellen geldpolitischen Maßnahmen gegriffen, um die Liquiditätsversorgung der Banken in der Krise zu gewährleisten.¹ Das Argument, dass die Zentralbanken in der Krise durch die radikalen Zinssenkungen ihre geldpolitische Handlungsfähigkeit aufgegeben hätten, kann daher nur begrenzt gelten. (dazu Mooslechner 2009) Wenn eine Zentralbank im Verlauf einer Krise den Banken aber Liquidität geradezu aufdrängt und dabei auch die Anforderungen an Sicherheiten absenkt, kann das zu einer weiteren Schwächung des Vertrauens in das Finanzsystem führen. (Kalmbach 2009: 242) Ebenso droht aus der Überschussliquidität ein erhöhtes Inflationspotenzial, wenn nach Abflauen der Krise die gesamtwirtschaftliche Geldnachfrage wieder sinkt und sich der Geldschöpfungsprozess wieder normalisiert. Allerdings ist kaum mit einer deutlichen Erhöhung des Verbraucherpreisindex zu rechnen, sondern eher mit einer Vergrößerung der Spekulationsliquidität, was zu einem erneuten Steigen der Vermögenspreise führen wird. (Vöpel 2009: 487)

Kann daher von einem grundlegenden geldpolitischen Versagen im Falle des FED und der EZB vor und während der Finanz- und Wirtschaftskrise gesprochen werden? Die Geldpolitik steht immer vor dem Problem, nicht zu restriktiv oder zu expansiv zu agieren. Aufgrund der Wirkungsverzögerungen geldpolitischer Maßnahmen müssen die Zentralbanken i.d.R. handeln bevor sich eine realwirtschaftliche Entwicklung deutlich abzeichnet. Deshalb müssen die Zentralbanken ihre Strategie insbesondere auf die langfristige Stabilisierung der Erwartungen und den Aufbau bzw. Erhalt ihrer Glaubwürdigkeit ausrichten. Im Falle einer aktuellen Krise ist die Gefahr gravierender Fehler daher besonders groß. (Vöpel 2009: 487) So stehen die Zentralbanken heute vor dem Problem, einerseits die Preisstabilität zu erhalten, daneben den Zahlungsverkehr und die Bankenliquidität zu sichern, aber entsprechend ihren politischen Zielvorgaben – auch steigende

¹ Vgl. die detaillierte Darstellung bei EZB (2009) und die Untersuchung bei Schuberth (2009).

Arbeitslosigkeit und sinkende Nachfrage verhindern zu müssen. Es wäre daher sicherlich falsch, grundsätzlich von geldpolitischem Versagen zu sprechen. Aber es muss die Frage erlaubt sein, wieso beide Zentralbanken über Jahre eine Politik des billigen Geldes betreiben und damit Raum für die Entwicklung zu einer Finanzmarktkrise ungeheuren Ausmaßes bereiten konnten, wenn sie doch als „unabhängige Zentralbanken“ gelten.

Das Konzept der Unabhängigkeit – FED und EZB im Vergleich

Bereits Walter Eucken betonte die entscheidende Bedeutung der Preisstabilität für das Funktionieren des ganzen Wirtschaftssystems, insbesondere des Preismechanismus. Er sprach daher vom „Primat der Währungspolitik“, lehnte es aber ab, den Zentralbankern freie Hand bei ihrer Arbeit zu lassen. Stattdessen forderte er die Geldverfassung durch eine Warenreservewährung zu stabilisieren. (Eucken 1952/90: 255 – 264) Von dieser Auffassung hat sich die Wissenschaft schon lange abgewendet. Stattdessen hat sich in den westlichen Industriestaaten das Konzept der „unabhängigen Zentralbank“ weitgehend durchgesetzt. Nicht nur das FED und die Deutsche Bundesbank gelten als unabhängig, auch die relativ junge EZB ist nach dem Vorbild der Deutschen Bundesbank zu einer unabhängigen Zentralbank geworden.

Bei einer unabhängigen Zentralbank „einigen“ sich alle beteiligten politisch-ökonomischen Akteure vorab auf eine langfristig orientierte Stabilitätspolitik. Im Fall der EZB wurde dies durch den Vertrag von Maastricht festgelegt. Als Folge erhöhen sich die Glaubwürdigkeit der Zentralbank und das Vertrauen in ihre Geldpolitik. Den Politikern wird im Fall einer unabhängigen Zentralbank das entscheidende Instrument zur Verfolgung von Phillips-Kurven-Zielen aus der Hand genommen, so dass sie ihre beschäftigungs- und finanzpolitischen Ziele nicht mithilfe der Geldpolitik erreichen und dadurch die Preisniveaustabilität gefährden können. Dadurch wird das Ziel der Preisniveaustabilität entsprechend dauerhaft gefördert. (z.B. Botzenhardt 2001: 4 – 5, oder Görgens et al. 2003: 77) Im Gegenteil zu Politikern, die an ihre Wiederwahl denken müssen, um ihren Nutzen zu maximieren, können

unabhängige Zentralbanker ihren Nutzen nur in Form eines steigenden Ansehens bei einer erfolgreichen Geldpolitik erhöhen. Dies mündete in das Konzept des „Konservativen Zentralbankers“ im Sinne von Rogoff (1985). Wie bereits Alesina/Summers (1990) beeindruckend dargestellt haben, gibt es auch eine empirische Evidenz: Staaten mit autonomen Zentralbanken weisen empirisch eine geringere durchschnittliche Inflationsrate auf, ohne dafür mit einem schwächeren oder volatileren Wachstum zu bezahlen. Deshalb haben in der Vergangenheit die Gesellschaften, welche der Geldwertstabilität einen höheren Wert beimessen, die Geldpolitik i.d.R. in die Hände einer unabhängigen Zentralbank übergeben. (Seliger 2002: 17)

Wie ist die Unabhängigkeit von FED und EZB institutionell geregelt? Das FED besteht aus dem Board of Governors, zwölf regionalen Federal Reserve Banks und einer Vielzahl von Mitgliedsbanken sowie anderen Institutionen. Da die privaten Mitgliedsbanken gleichzeitig Eigentümer des FED sind, das Direktorium aber vom Präsidenten der Vereinigten Staaten ernannt wird, kann von einem hybriden – halb staatlich und halb privatwirtschaftlichem – System gesprochen werden. Finanzvereinbarungen der EZB sind hingegen von finanziellen Interessen der EU wie der Privatwirtschaft klar getrennt, das Kapital wird hier von den nationalen Zentralbanken des Euroraums bereitgestellt. Hinzu kommt ein Verbot der Gewährung von Zentralbankkrediten an öffentliche Stellen, eine Regel, die allerdings im Verlauf der Finanz- und Wirtschaftskrise auch nicht mehr klar eingehalten wurde. **Mit dem Monetary Control Act aus dem Jahre 1981 wurde dem FED stattdessen u.a. die Befugnis erteilt, nicht nur US-Staatsschuldtitel, sondern auch solche anderer Länder zu erwerben.** Die EZB ist gemäß Art. 108 EG-Vertrag (Maastricht-Vertrag) ans Ziel der Preisstabilität gebunden, es besteht lediglich eine Pflicht zur Unterstützung der Europäischen Wirtschaftspolitik. **Gemäß dem Federal Reserve Act bestehen die Ziele der Geldmarktpolitik des FED hingegen aus der Erreichung eines hohen Beschäftigungsstandes, Preisstabilität und langfristig moderaten Zinsen.** Im Gegensatz zum Europäischen Zielkatalog der Geldpolitik, kann also eher von einer keynesianisch orientierten Ausrichtung gesprochen werden. Auch bei der personellen Unabhängigkeit bestehen Unterschiede. Der Board of Governors des FED besteht aus sieben vom Präsidenten benannten und mit Zustimmung

des Senats für 14 Jahre gewählten Mitgliedern, die nicht wiedergewählt werden dürfen. Er ernennt auch je drei Direktoren der zwölf Federal Reserve Banks. Allerdings werden die restlichen jeweils sechs Direktoren von den privaten Mitgliedsbanken des FED bestimmt. Im Fall der EZB wird die personelle Unabhängigkeit durch die mindestens 5-jährige Amtszeit der Mitglieder des Rats (der NZB-Präsidenten) und die Tatsache, dass Mitglieder des Direktoriums nicht wieder ernannt werden können (bei einer Amtszeit von 8 Jahren) erreicht. (dazu EG-Vertrag, Satzung der EZB, **Board of Govenors: o.J.**, oder Görgens et al. 2003)

Allgemein kann man daher sagen, dass **die Regeln der Unabhängigkeit im Falle der EZB strenger sind. Ein Einfluss der Finanzmärkte auf die Geldpolitik ist ausgeschlossen. Die Zielsetzung ist zudem konkreter auf das Ziel der Preisniveaustabilität fixiert. Aufgrund der hybriden Struktur des FED, welche einen enormen Einfluss der Finanzmärkte auf das FED erlaubt, der eher keynesianisch orientierten, politisch beeinflussten Zielsetzung sowie der Befugnis, Staatsschuldtitel zu erwerben, kann hingegen nur von einer relativ schwachen Unabhängigkeit des FED im Vergleich zur EZB gesprochen werden. Es ist daher Schnabl (2009: 499) zuzustimmen, der feststellt, dass die EZB stärker der Preisstabilität verpflichtet ist als das FED, wo „die Grenzen zwischen Zentralbank und Regierung zu verschwimmen scheinen.“ Damit erscheint die EZB insgesamt institutionell besser aufgestellt zu sein. Der Maastricht-Vertrag führt allerdings auch in Europa langfristig zu einer Asymmetrie zwischen der Europäischen supranationalen Geldverfassung und der weitgehend nationalen Hoheit auf dem Gebiet der Fiskalpolitik. Bereits Issing (2000) hat darauf hingewiesen, dass diese Konstellation zu einem Spannungsverhältnis führt, in dem die Geldwertstabilität langfristig gefährdet ist. Das Beispiel Griechenland hat 2010 deutlich gemacht, dass diese Befürchtungen wahr werden. Die EZB ist daher zwar formell, aber faktisch auch nicht vollkommen unabhängig. Es verwundert aufgrund dieser Unterschiede aber nicht, dass das FED als Auslöser der Finanz- und Wirtschaftskrise angesehen werden muss, während die EZB nur als „Mitläufer“ gelten kann. Offensichtlich waren die europäischen Institutionen, welche die Unabhängigkeit der EZB sichern sollen, immerhin deutlich besser als die des**

FED geeignet, eine unabhängige und stabilitätsorientierte Geldpolitik zu betreiben.

Wie man daraus deutlich ersieht, ist die Unabhängigkeit einer Zentralbank zwar eine notwendige aber keine hinreichende Bedingung für eine im Sinne von Preisniveaustabilität erfolgreiche Geldpolitik. Eine weitere Rolle spielt die Stabilitätskultur in einem Land. (Gischer et al. 2004: 148) Dass die Stabilitätskultur in Deutschland besonders ausgeprägt ist, kann nach den Inflationserfahrungen von 1923 und 1945 sicher gut nachvollzogen werden. In der Europäischen Union, die von Finnland bis Portugal und von Irland bis Bulgarien reicht, ist aber selbstverständlich eine Vielzahl unterschiedlichster Stabilitätskulturen zu finden. Der Strategiewechsel der EZB nach dem Führungswechsel von W. Duisenberg zu J.-C. Trichet war damit auch ein Wechsel der Stabilitätskultur innerhalb der EZB. Wie die Zielsetzung des FED deutlich macht, liegen in den USA ebenso völlig andere Überzeugungen der Stabilitätskultur zugrunde. Die entscheidende Frage ist daher, ob innerhalb eines Zentralbanksystems wirksame Anreize bestehen, um notwendige geldpolitische Maßnahmen auch umzusetzen, und wie ordnungspolitisch auf diese Herausforderung reagiert werden kann.

Ordnungspolitische Alternativen für die Geldpolitik

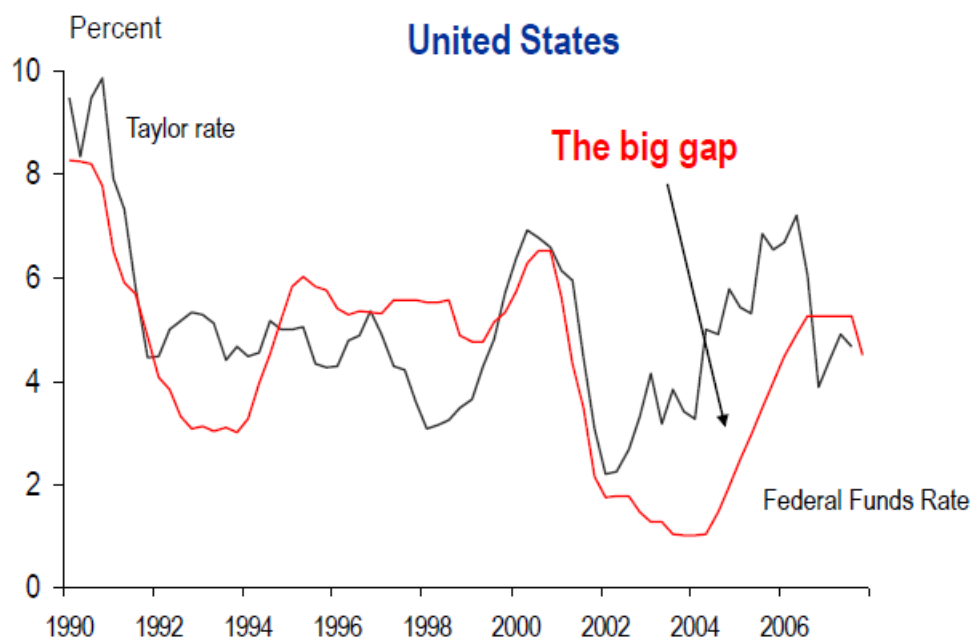
Zunächst ist aus ordnungspolitischer Sicht die Geldpolitik weiter zu verstetigen. Walter Eucken benennt nicht umsonst seine Forderung nach einer stabilen Währung das „Primat der Währungspolitik“. Nur in einem nahezu inflationsfreien Umfeld ist das Funktionieren einer Marktwirtschaft gesichert, denn nur dann können die Preise ihre Informations- und Koordinationsfunktion erfüllen. Wird die Geldpolitik aber als konjunkturpolitischer Spielball missbraucht, kann sie diese Funktion nicht mehr erfüllen. Sollte also die Unabhängigkeit der Zentralbanken abgeschafft werden? Oder sollte lieber über eine stärkere Regelbindung nachgedacht werden? Auch die Einbeziehung weitere Ziele in den Zielkatalog der Zentralbanken wird derzeit diskutiert.

Bisher hat sich das Konzept der Unabhängigkeit der Zentralbank als sehr erfolgreich erwiesen. Dennoch votieren verschiedene Autoren wie z.B. Epstein (2009: 74 - 75) für eine Abschaffung der Unabhängigkeit der Zentralbanken. Er argumentiert, dass das Prinzip gleichmäßiger Interessenvertretung in einer Demokratie durch die Unabhängigkeit der Zentralbank verletzt wird. Daher würden unabhängige Zentralbanken eine eher zielgruppenorientierte Geldpolitik verfolgen und nicht die Volkswirtschaft als Ganzes im Auge behalten. Deshalb müssten sich die Zentralbanken einer demokratischen Kontrolle unterwerfen. So wird beispielsweise in Japan und Singapur ein Modell praktiziert, bei dem die Zentralbank als Abteilung des Wirtschaftsministeriums geführt wird. („Abteilungsmodell“) Dadurch besteht eine Verflechtung von Zentralbank- und Finanzpolitik, die eine effektive Wirtschaftspolitik ermöglicht. In diesen beiden Fällen ist es aber vielleicht eher die Stabilitätskultur dieser ostasiatischen Länder als das formale Modell, das der Zentralbank zugrunde liegt, welches die bisherigen Stabilitätserfolge begründet. Andersherum kann man argumentieren, wie z.B. Seliger (2002: VII), dass in westlichen Gesellschaften entwickelte Modelle wie das der unabhängigen Zentralbank sich nicht einfach in asiatischen Gesellschaften implementieren lassen. Für die westlichen Zentralbanken hat sich das Konzept der Unabhängigkeit bisher jedoch so weit bewährt, dass es nicht aufgegeben werden sollte. Allerdings muss über institutionelle Änderungen nachgedacht werden. Insbesondere die Unabhängigkeit des FED ist nicht so umfassend, dass von einem Erfolgsmodell gesprochen werden kann. Statt das FED unter die Kontrolle des US-Kongresses zu stellen, wie es der „Federal Reserve Transparency Act“ fordert, ist daher der falsche Weg. Hingegen ist die Unabhängigkeit des FED zu stärken, seine hybride Struktur zu beseitigen und seine Zielsetzung deutlicher auf die Preisniveaustabilität zu fixieren.

Für beide Zentralbanken, das FED und die EZB ist zudem über eine stärkere Regelbindung nachzudenken. In den vergangenen 20 Jahren sind verschiedene Zentralbanken bereits recht erfolgreich zu einer regelgebundenen Geldpolitik übergegangen, so eigentlich auch das FED, das gemäß einer von Prof. John Taylor von der Stanford-University formulierten Regel agiert. Entsprechend der Taylor-Regel sollen Zentralbanken ihre

Leitzinsen erhöhen, wenn die Inflationsrate und das Produktionswachstum über die als normal angesehene Rate ansteigen. Diese Regel beschreibt das tatsächliche Verhalten der Zentralbanken erstaunlich gut. (Illing 2009: 515) Hätte sich das FED in den letzten Jahren kontinuierlich und konsequent daran gehalten, d.h. hätte es nicht das „Big Gap“ der Jahre 2002 bis 2006 gegeben, wäre die Immobilienblase vielleicht vermeidbar gewesen. (vgl. Abb. 2)

Abb. 2: Federal Funds Rate und Taylor Rate 1990 - 2007



Quelle: Langhammer (2009: 10)

Je mehr sich eine Zentralbank an eine feste Regel bindet, desto höher ist die Vorhersagbarkeit von Zentralbankinterventionen. Das führt zu einer verbesserten Vertrauensbildung. Bei den unterschiedlichen Stabilitätskulturen im heterogenen Europa wäre eine festere Regelbindung der EZB durchaus wünschenswert. Allerdings hat die Regelbindung auch Nachteile. So verfolgt das FED prinzipiell seit langem die Taylor-Regel, schätzt und berechnet die Grundlagen für seine konkreten geldpolitischen Maßnahmen aber anders als John Taylor selber. (Taylor 2008). Durch allgemeine Schätz- und Rechenprobleme kommt es somit immer wieder zu Abweichungen und demnach zu unterschiedlichen Politikentscheidungen. Auch ermöglicht eine feste Regelbindung keine Anpassung an externe Schocks, was man

als Flexibilitätsproblem bezeichnen kann. Deshalb wird **es kaum möglich sein, die Geldpolitik völlig aus dem Handlungsbereich des Menschen herauszulösen und völlig einem störungsunabhängigen Mechanismus anzuvertrauen. Eine Regelbindung wird daher immer ein gewisses Maß an Flexibilität und menschlicher Intuition erfordern.** Dem FED ist daher eine engere Bindung an die originäre Taylor-Regel zu empfehlen, der EZB eine „Wiederentdeckung“ des Geldmengenwachstums als primären monetären Indikators.

Als letzte Alternative soll an dieser Stelle noch die Erweiterung der operativen Unabhängigkeit der Zentralbanken diskutiert werden. Konkret stellt sich die Frage, ob Finanzmarktstabilität ein explizites Ziel der Geldpolitik sein sollte? Der Umfang der derzeitigen Finanz- und Wirtschaftskrise gibt Anlass dazu, zumindest darüber nachzudenken, ob Zentralbanken auf Vermögenspreisveränderungen, und damit auf sich entwickelnde Preisblasen, reagieren sollen. Bisher war es Commonsense der geldpolitischen Praxis, diese nicht direkt als genuine Zielvariablen der Geldpolitik anzusehen. (Neumann 2009b: 376) Diese Auffassung wurde u.a. auch von dem ehemaligen FED-Chef Greenspan (2003, 2004) prononciert vertreten. Wie Mishkin (2008: 398) deutlich macht, müsste die Zentralbank zunächst in der Lage sein, eine Preisblase zu erkennen, die Notwendigkeit eines präventiven Eingreifens feststellen und über das Wissen verfügen, wie sie über geldpolitische Maßnahmen die Blase deflationieren kann. Da das Informationsproblem enorm ist, lässt sich kaum eine aktive geldpolitische Strategie zum gezielten Bremsen bzw. Anstechen einer Vermögenspreisblase verantworten. (Neumann 2009b: 377, oder Bley 2009: 68) Gerlach (2010) schlägt deshalb z.B. vor, dass die Notenbanken bei der mittelfristigen Inflationssteuerung bleiben sollten, aber auf die Blasenbildung auf den Finanzmärkten achten und ggf. mit kleinen Zinserhöhungen gegensteuern. Ob dieses Konzept einer erweiterten Aufgabenstellung für die Zentralbanken erfolgversprechend ist, muss aber in Zweifel gezogen werden. Kaum werden kleinere Zinserhöhungen in der Lage sein, überhitzte Immobilien- oder Aktienmärkte zu stabilisieren und ein Platzen der Blasen zu verhindern. In der wissenschaftlichen Diskussion schält sich daher zurzeit als weitestgehend akzeptierter Konsens heraus, dass neue antizyklisch ansteigende Kapitalanforderungen für Banken mehr Erfolg

versprechen als der Einsatz der Zinspolitik. (Heilmann 2009, Weber 2009) Die konsequente Anwendung des Basel II Regelwerkes, das lange auf sich hat warten lassen, sowie eine Weiterentwicklung zu Basel III, wie sie derzeit in der Diskussion sind, scheint daher sinnvoller. Hinzu sollten Haftungsregeln für Bankmanager, zusätzliche Transparenzregeln für Banken und Hedgefonds sowie eine besser verzahnte internationale Bankenaufsicht kommen.

Fazit

Die Politik billigen Geldes in den USA hat – verbunden mit anderen Versäumnissen, insbesondere im Bereich der Bankenregulierung, sowie einer daraus resultierenden Intransparenz auf den internationalen Finanzmärkten – zur aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise geführt. Dem FED ist daher der Vorwurf zu machen, seinen Auftrag, für eine stabile Währung zu sorgen, nicht nachgekommen zu sein. Als entscheidendes ordnungspolitisches Problem wurde die schwache Unabhängigkeit des FED, verbunden mit einer eher keynesianisch orientierten Zielsetzung, hervorgehoben. Die EZB hat nach ihrem Strategiewechsel von 2003 eine vergleichbare Geldpolitik wie das FED durchgeführt und die Zinssätze in Europa ebenso stark gesenkt. Da die Unabhängigkeit der EZB vorbildlich ist, kann dies auf eine Veränderung in der Stabilitätskultur an der Spitze der EZB zurückgeführt werden.

Obwohl es in anderen Gesellschaftssystemen auf der Welt auch andere erfolgreiche Modelle der Ausgestaltung einer Zentralbank gibt (z.B. Abteilungsmodell in Japan) ist zumindest in westliche Staaten an dem Konzept der Zentralbankunabhängigkeit festzuhalten. Sowohl in theoretischer wie auch empirischer Sicht hat sich das Konzept bisher bewährt. Dem FED ist daher eine Verbesserung des Unabhängigkeitsrahmens zu empfehlen. Der zurzeit in den USA diskutierte „Federal Reserve Transparency Act“ geht hingegen in eine völlig falsche Richtung, nämlich hin zur völligen Abschaffung der Zentralbankunabhängigkeit in den USA. Die Folgen einer solchen Politik wären langfristig mit Sicherheit katastrophal. Ebenso sollte das FED sich bemühen, seine Regelbindung weiter zu verbessern. Genau diese Maßnahme sollte auch

die EZB anwenden. Da es aufgrund der Heterogenität Europas immer wieder zu unterschiedlichen Stabilitätskulturen an der Bankspitze kommen wird, ist eine stärkere Regelbindung dringend notwendig. Eine „Wiederentdeckung“ des Geldmengenwachstums als primärem monetärem Indikator wäre zumindest wünschenswert. Keinen Sinn macht hingegen eine Erweiterung der operativen Unabhängigkeit der Zentralbanken, konkret eine Ausweitung des Zielkataloges auf Vermögenspreisentwicklungen und Blasenbildung. Statt eines fragwürdigen Einsatzes der Zinspolitik ist hier vielmehr auf antizyklisch ansteigende Kapitalanforderungen für Banken zu setzen. Desweiteren kann nur immer wieder auf die Notwendigkeit einer international verzahnten Aufsicht über das Bankensystem inklusive der Hedgefonds hingewiesen werden. Alleine wird die Geldpolitik niemals in der Lage sein, eine weitere Finanzkrise zu verhindern.

Heute ist die Geldpolitik in den USA und Europa als Resultat der Krise mit ihren Deflationsbefürchtungen bereits wieder auf sehr expansivem Kurs. Dass auf den Abschwung bereits 2010 ein steiler Aufschwung folgt, hat sich zumindest für Deutschland bereits als richtig erwiesen. Ein entschlossenes und frühzeitiges Reagieren der Zentralbanken ist daher gefordert, um die überschüssige Liquidität rechtzeitig wieder einzusammeln und eine erneute Überhitzung der Konjunktur wie auch der Finanzmärkte zu verhindern. Verbesserte institutionelle Regeln könnten den betroffenen Zentralbanken helfen. Solche Regeln einzuführen, ist daher so schnell wie möglich notwendig.

Literatur

- Alesina, A. / Summers, L. (1990)** [Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence](#), Discussion paper series: Harvard Institute of Economic Research, Harvard University; Nr.1496.
- Bley, A. (2009)** [Gut geschlagen: Geldpolitik der EZB in der Finanzmarktkrise](#), in: [Finanzmärkte im Umbruch, Berlin](#), S. 66-82.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (o.J.)** About the FED, online: <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/default.htm>.
- Botzenhardt, P. (2001)** Konzepte zur Messung der Unabhängigkeit von Zentralbanken, Marburg.
- Epstein, G. (2009)** [Financialization and federal reserve policy in the crisis: central bank accountability for financial stability and economic reconstruction](#), in: [Kurswechsel, Wien](#), 2, S. 68-79.
- Eucken, W. (1952/90)** Grundsätze der Wirtschaftspolitik, 6. durchgesehene Auflage, Tübingen.
- Europäische Zentralbank [EZB] (2009)** Die Umsetzung der Geldpolitik seit August 2007, in: EZB Monatsbericht Juli 2009, S. 85 – 100.
- Francke, H. (2009)** [Wirkungen ungleichgewichtiger Zentralbankgeldproduktion auf die globalen Finanzmärkte als Ursachen der Immobilien- und Finanzkrise: Marktversagen und/oder Politikversagen?](#), in: Risikomanagement und kapitalmarktorientierte Finanzierung, Frankfurt am Main, S. 55 - 66.
- Gerlach, S. (2010)** [Asset price and monetary policy: some skeptical observations](#), in: The quest for stability, S. 45-59.
- Gischer, H. / Herz, B. / Menkhoff, L. (2004)** Geld, Kredit und Banken, Berlin.
- Görgens, E. / Ruckriegel, K. / Seitz, F. (2003)** Europäische Geldpolitik. Theorie, Empirie, Praxis, Stuttgart, 3. Auflage.
- Greenspan, A. (2003)** Opening Remarks, in: Rethinking Stabilization Policy, Federal Reserve Bank of Kansas City, S. 1 – 41.
- Greenspan, A. (2004)** Risk and Uncertainty in Monetary Policy, in: American Economic Review, Papers and Proceedings 94 (2), S. 33 – 40.
- Heilmann, D. (2009)** Geldpolitik: Abschied von der reinen Lehre, in: Handelsblatt vom 17.8.2009.
- Illing, G. (2009)** [Zentralbanken im Griff der Finanzmärkte](#), in: [Wirtschaftsdienst](#), Bd. 89.2009, 8, S. 514 – 518.

- Issing, O. (2000) Walter Eucken: vom Primat der Währungspolitik, Vortrag: Walter Eucken Institut, Freiburg, 17.3.2000, online: http://ecb.int/press/key/date/2000/html/sp00317_2.de.html
- Kalmbach, P. (2009) Das auch noch? Deflation als Folge der Finanzkrise, in: Wirtschaftsdienst 2009/4, S. 236 – 242.
- Langhammer, R. (2009) Marktversagen versus Staatsversagen: Warum diese Finanzkrise nicht die letzte sein wird, online: <http://www.ifw-kiel.de/konfer/kwv/offentliche-vortrage-zur-kieler-woche-2009>
- Merkel, A. (2009) Erfolg mit Verantwortung – Made in Germany: Die Soziale Marktwirtschaft, Rede am 2. Juni 2009, Berlin.
- Mooslechner, P. (2009) DIE Krise, DIE Banken und DIE Geldpolitik: ausgewählte Aspekte einer Zwischenbilanz der Krise im Jahr t+2, in: Wirtschaftspolitische Blätter, Wien, Bd. 56.2009, 3, S. 347 – 365.
- Neumann, M. (2009a) Internationale Finanzkrise: Konsequenzen für die Bankenregulierung und die Geldpolitik, online: [www.progressfoundation.ch/pdf/referate/211 Referat Manfred Neumann 12.5.2009.pdf](http://www.progressfoundation.ch/pdf/referate/211%20Referat%20Manfred%20Neumann%2012.5.2009.pdf).
- Neumann, M. (2009b) Internationale Finanzkrise und Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Bd. 10, Heft 3, S. 367 – 389.
- Paul, R. (2009) Fed: Unabhängigkeit oder Geheimhaltung?, online: <http://ron-paul.blog.de/2009/07/16/fed-unabhaengigkeit-geheimhaltung-6529627/>
- Rogoff, K. (1985) The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target, in: Quarterly Journal of Economics, Bd. 100, Nr. 4, S. 1169 – 1190.
- Sachs, J. (2008) Boom, Bust, and Recovery in the World Economy, online: www.project-syndicate.org/commentary/Sachs146/English
- Schnabl, G. (2009) Geldpolitisches Kräfteressen, in: Wirtschaftsdienst, Bd. 89, 8, S. 498-499.
- Schuberth, H. (2009) Geldpolitik und Finanzkrise: die Bedeutung nicht-konventioneller geldpolitischer Maßnahmen, in: Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliches Institut: WSI-Mitteilungen, Frankfurt, Bd. 62.2009, 9, S. 489 – 497.

- Seliger, B. (2002)** Central bank independence and monetary policy after the Asian crisis: the case of South Korea, Universität Witten-Herdecke, Fakultät Wirtschaftswissenschaften, Diskussionspapier Nr. 104.
- Taylor, J. (2008)** **The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong**, online: www.stanford.edu/~johntaylor/FCPR.pdf
- Vöpel, H. (2009)** Konjunkturschlaglicht: Geldpolitik im Dilemma, in: **Wirtschaftsdienst 2009/4**, S. 487 – 488.
- Weber, A. (2009)** Geldpolitik in Zeiten der Finanzkrise, Rede bei den **Münsteraner Bankentagen 2009**.
- Wrobel, R. (2008)** The Financial and Economic Crises from a “Social Market Economy” Perspective, in: *East Asia: Comparative Perspective*, Vol. 7 (2008), Nr. 3, S. 1 – 12.

Ordnungspolitische Diskurse

Discourses in Social Market Economy

- 2007 – 1 Seliger, Bernhard; Wrobel, Ralph – Die Krise der Ordnungspolitik als Kommunikationskrise
- 2007 – 2 Sepp, Jüri - Estland – eine ordnungspolitische Erfolgsgeschichte?
- 2007 – 3 Eerma, Diana; Sepp, Jüri - Competition Policy's Role in Network Industries - Regulation and Deregulation in Estonia
- 2007 – 4 Claphman, Ronald - Welche Bedeutung haben nationale Wirtschaftsordnungen für die Zukunft der EU? Der Beitrag der sozialen Marktwirtschaft
- 2007 – 5 Strunz, Herbert – Staat, Wirtschaften und Governance
- 2007 – 6 Jang Tae-Seok - South Korea's Aid to North Korea's Transformation Process - Social Market Perspective
- 2007 – 7 Libman, Alexander - Big Business and Quality of Institutions in the Post-Soviet Space: Spatial Aspects
- 2007 – 8 Mulaj, Isa - Forgotten Status of Many: Kosovo's Economy under the UN and the EU Administration
- 2007 – 9 Dathe, Uwe - Wettbewerb ohne Wettbewerb? Über die Bedeutung von Reformen im Bildungswesen für die Akzeptanz der Wettbewerbsidee
- 2007 – 10 Noltze, Karl - Die ordnungspolitische Strategie des Landes Sachsen
- 2008 – 1 Seliger, Bernhard - Die zweite Welle – ordnungspolitische Herausforderungen der ostasiatischen Wirtschaftsentwicklung
- 2008 – 2 Gemper, Bodo Rheinische Wegbereiter der Sozialen Marktwirtschaft: Charakter zeigen im Aufbruch
- 2008 – 3 Decouard, Emmanuel - Das „Modèle rhénan“ aus französischer Sicht
- 2008 – 4 Backhaus, Jürgen - Gilt das Coase Theorem auch in den neuen Ländern?
- 2008 – 5 Ahrens, Joachim - Transition towards a Social Market Economy? Limits and Opportunities

- 2008 – 6 Wrobel, Ralph - Sonderwirtschaftszonen im internationalen Wettbewerb der Wirtschaftssysteme: ordnungspolitisches Konstrukt oder Motor institutionellen Wandels?
- 2009 – 1 Wrobel, Ralph - The Double Challenge of Transformation and Integration: German Experiences and Consequences for Korea
- 2009 – 2 Eerma Diana; Sepp, Jüri - Estonia in Transition under the Restrictions of European Institutional Competition
- 2009 – 3 Backhaus, Jürgen - Realwirtschaft und Liquidität
- 2009 – 4 Connolly, Richard - Economic Structure and Social Order Type in Post-Communist Europe
- 2009 – 5 Dathe, Uwe – Wie wird man ein Liberaler? Die Genese der Idee des Leistungswettbewerbs bei Walter Eucken und Alexander Rüstow
- 2009 – 6 Fichert, Frank - Verkehrspolitik in der Sozialen Marktwirtschaft
- 2009 – 7 Kettner, Anja; Rebien, Martina – Job Safety first? Zur Veränderung der Konzessionsbereitschaft von arbeitslosen Bewerbern und Beschäftigten aus betrieblicher Perspektive
- 2009 – 8 Mulaj, Isa – Self-management Socialism Compared to Social Market Economy in Transition: Are there Convergent Paths?
- 2009 – 9 Kochskämper, Susanna - Herausforderungen für die nationale Gesundheitspolitik im Europäischen Integrationsprozess
- 2009 – 10 Schäfer, Wolf – Dienstleistungsökonomie in Europa: eine ordnungspolitische Analyse
- 2009 – 11 Sepp, Jüri – Europäische Wirtschaftssysteme durch das Prisma der Branchenstruktur und die Position der Transformationsländer
- 2009 – 12 Ahrens, Joachim – The politico-institutional foundation of economic transition in Central Asia: Lessons from China
- 2009 – 13 Pitsoulis, Athanassios; Siebel, Jens Peter – Zur politischen Ökonomie von Defiziten und Kapitalsteuerwettbewerb
- 2010 – 01 Seliger, Bernhard – Theories of economic miracles
- 2010 – 02 Kim, GiEun - Technology Innovation & Green Policy in Korea

- 2010 – 03 Reiljan, Janno - Vergrößerung der regionalen Disparitäten der
Wirtschaftsentwicklung Estlands
- 2010 – 04 Tsahkna, Anna-Greta, Eerma, Diana - Challenges of electricity market
liberalization in the Baltic countries
- 2010 – 05 Jeong Ho Kim - Spatial Planning and Economic Development in Border
Region: The Experiences of Gangwon Province, Korea
- 2010 – 06 Sepp, Jüri – Ordnungspolitische Faktoren der menschlichen
Entwicklung
- 2010 – 07 Tamm, Dorel - System failures in public sector innovation support
measures: The case of Estonian innovation system and dairy industry
- 2010 – 08 Clapham, Ronald - Wirtschaftswissenschaft in Zeiten der Globalisierung
- 2010 – 09 Wrobel, Ralph - Geldpolitik und Finanzmarktkrise: Das Konzept der
„unabhängigen Zentralbank“ auf dem ordnungspolitischen Prüfstand

Herausgeber:

PD Dr. habil. Bernhard Seliger – Seoul
Prof. Dr. Ralph M. Wrobel – Zwickau

www.Ordnungspolitisches-Portal.de