



Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Fazit: Die EZB steht in der Kritik, ihre operative Unabhängigkeit zu missbrauchen. Zwar sind die Notenbanken und insbesondere die EZB in den letzten Jahren mit ihren expansiven Maßnahmen weit über ihren optimalen Wirkungsgrad hinausgeschossen – zumindest was ihren direkten Einfluss auf Realwirtschaft und Inflation betrifft. Die Lösung liegt jedoch weniger in der Einengung ihres operativen Freiraums, etwa durch restriktivere Anleihekäufe, noch in einem veränderten Mandat der Preisstabilität. Vielmehr sollte die EZB durch eine gemeinsame und nachhaltige europäische Schuldenpolitik entlastet werden. Denn Europa steht vor bedeutenden Umverteilungen, bei denen der EZB ungewollt eine immer wichtigere Rolle zukommt. Als Hüter der gemeinsamen Währung kann sie sich dieser Pflicht nicht entziehen.

Das Bundesverfassungsgericht hatte im Mai entschieden, dass die EZB eine bessere Begründung für ihre seit 2015 laufenden Ankaufprogramme liefern muss. Sonst könnte die Teilnahme der Bundesbank an der gemeinsamen Geldpolitik rechtswidrig sein. Manche sahen diese Entscheidung als notwendig an, um die EZB in ihrem Handeln etwas zu zügeln. Andere sahen Handlungsfähigkeit und Unabhängigkeit der EZB eingeengt, was auch ihre Effektivität – insbesondere ihren Einfluss auf die Finanzmärkte – einschränken könnte. Grundsätzlich hat das Urteil des Bundesverfassungsgerichts erneut eine Diskussion über die Unabhängigkeit der EZB hervorgerufen. Aber wie unabhängig ist bzw. sollte die EZB eigentlich sein?

Welche Unabhängigkeit ist gemeint?

Grundsätzlich ist bei der Unabhängigkeit von Notenbanken zwischen einer operativen und einer politischen Komponente zu unterscheiden. Bei Letzterer besitzt die EZB keine Unabhängigkeit. Sie kann ihr vom Gesetzgeber verordnetes Ziel der Preisstabilität nicht ändern. Anders stellt es sich bei der operativen Unabhängigkeit dar. Die EZB sollte frei darüber entscheiden können, wie sie das politische Ziel am besten erreichen kann. **Die Bestimmung eines konkreten Ziels ist dabei die Voraussetzung für eine legitime operative Unabhängigkeit.** Auch erleichtert eine präzise Zielvorgabe, daraus resultierende notwendige operative Schritte abzuleiten und zu kommunizieren. Je eindeutiger also das Ziel der Geldpolitik formuliert ist, desto weniger Diskussionen gibt es über die operative Unabhängigkeit der Notenbank bzw. ihre Effektivität bei der Zielerreichung. Aus diesem Grund haben Notenbanken seit Anfang der 90er Jahre des vergangenen Jahrhunderts zunehmend den Auftrag bekommen, ein konkretes und klar verständliches Ziel¹ zu verfolgen. Vorreiter hierfür war Neuseeland, das 1989 „Inflation Targeting“ eingeführt hat.

Aktuell wird oftmals argumentiert, eine so bedeutende und einflussreiche Institution wie die Notenbank solle demokratischen Prinzipien unterworfen sein und dürfe eben nicht unabhängig agieren. Doch diese Begründung differenziert eben nicht zwischen Unabhängigkeit im operativen Geschäft und der Zielvorgabe. **Die Ziele der Notenbanken werden durch die Gesetzgebung bestimmt und die Notenbanken müssen über ihre operative Umsetzung regelmäßig Rechenschaft ablegen.** So hat zum Beispiel die Bank of England eine Informationspflicht gegenüber dem Finanzministerium und muss an den Finanzminister berichten, sollte sich die Inflationsrate außerhalb des vorgegebenen Korridors befinden. Ziele der Notenbanken werden keiner regulären parlamentarischen Abstimmung unterstellt, da die Vorgaben als Anker für Erwartungen und Vertrauen dienen sollen und somit relativ stabil sein müssen, weit über eine Legislaturperiode hinaus. Deshalb stehen auch die Ziele der EZB im **Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union und sind in aller Regel kein Diskussionspunkt parlamentarischer Debatten.** **Im Gegensatz zum „Inflation Targeting“ oder einem expliziten dualen Ziel wie „Vollbeschäftigung bei Preisstabilität“ (Ziel der Fed) ist die Vorgabe der EZB eher vage definiert bzw. beinhaltet viele Aspekte, wobei die Preisstabilität klar dominiert.** **Hinzu kommt die Aufgabe,** die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Euro-Zone zu unterstützen, ein Ziel, das oftmals in der öffentlichen Diskussion um die Rolle und Aufgaben der EZB verdrängt wird.

Um das Ziel der Preisstabilität greifbarer und damit effektiver für die Steuerung von Erwartungen zu machen, hat die EZB eine Inflationsrate nahe, aber unter 2 % als Ziel definiert. Doch dabei gibt es durchaus Interpretationsmöglichkeiten, was die konkrete Ausgestaltung durch die EZB angeht – insbesondere hinsichtlich des Inflationsniveaus und des gewählten Preisindex. Während diese beiden Zielgrößen in Großbritannien explizit durch das Finanzministerium (HM Treasury) vorgegeben werden, besteht darüber in der Euro-Zone eine anhaltende Diskussion, was der Legitimität der operativen Unabhängigkeit der Notenbank keinen Gefallen tut. Nicht überraschend vor diesem Hintergrund, hatte die EZB zu Jahresanfang eine Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie angekündigt. Eigentlich müsste diese Diskussion durch die Gesetzgebung bzw. die Finanzministerien vorangetrieben

werden. Definiert die EZB ihre konkreten Ziele selbst – wenn auch mit Unterstützung in Form von externer Beratung und öffentlicher Diskussion – befindet sie sich bezüglich ihrer operativen Unabhängigkeit und Legitimität immer in Erklärungsnot.

Warum ist die operative Unabhängigkeit von Notenbanken so wichtig?

Warum ist das Thema der operativen Unabhängigkeit so bedeutend? Ausgangspunkt ist unter anderem die Geldpolitik der 70er Jahre des vergangenen Jahrhunderts, die zu einer strukturell steigenden Inflationsrate führte. Damals griffen Regierungen zum Teil aktiv in die Notenbankpolitik ein und versuchten, die Notenbanken für ihre Zwecke zu nutzen. So wurden diese häufig zum Spielball der Politik und verloren zunehmend ihre Funktion als langfristiger Wächter der Währungsentwicklung. Die Folgen waren ein Anstieg der Inflationserwartungen und aufkommende Zweifel über die langfristige Ausrichtung der Geldpolitik.

Um die Glaubwürdigkeit der Notenbanken zu verbessern und ihr Handeln transparenter zu gestalten, wurde in den letzten Jahrzehnten dazu übergegangen, eindeutige Ziele für die Notenbanken zu definieren. Diese Ziele beinhalteten oftmals ein konkretes Inflationsniveau. Das sollte die Glaubwürdigkeit der Notenbanken erhöhen, Erwartungen verankern und so die operative Effektivität der Notenbanken steigern. Hierfür ist allerdings notwendig, dass die EZB einen hohen Einflussgrad auf das vorgegebene Ziel hat. Da die Notenbank die Inflationsrate nur indirekt beeinflussen kann, wäre eine Geldmengenregel womöglich effektiver als die Vorgabe einer Inflationsrate. Allerdings hat die Geschichte gezeigt, dass sich Notenbanken auch schwertun, eine Geldmengenregel einzuhalten.

Milton Friedman war überzeugt, dass klare Regeln für Notenbanken notwendig sind, da unkontrolliertes Handeln der Notenbanken immer zu mehr Inflation oder Volatilität in der Realwirtschaft führe. Er sprach sich deshalb für eine Geldmengenregel aus. Mit solch einer Regel wären Notenbanken nur für die „mechanische“ Sicherstellung des Geldmengenwachstums verantwortlich. Allerdings schützt auch das nicht vor außerordentlichen geldpolitischen Maßnahmen – wie das US-Zinsniveau Anfang der 80er Jahre des vergangenen Jahrhunderts gezeigt hat. Reagiert die Kreditvergabe nicht ausreichend auf Zinsänderungen, muss die Notenbank auch dann „unkonventionelle Maßnahmen“ ergreifen. **Unbeugsame Regeln schützen demnach nicht vor unkonventioneller Geldpolitik – im Gegenteil.** Nötig wäre dann eher eine Anpassung des Ziels, was dieses als Anker bedeutungslos machen würde. So gilt es zwischen der Stabilität der geldpolitischen Instrumente (Zinsen, Ankaufvolumen) und der Glaubwürdigkeit des geldpolitischen Ziels der Notenbank zu unterscheiden bzw. abzuwägen. **Gilt die operative Umsetzung der geldpolitischen Ziele der Notenbanken als zu extrem, kann der Eindruck entstehen, die geldpolitischen Maßnahmen wären das eigentliche Ziel.** Die aktuellen Diskussionen über den neutralen Zinssatz der Notenbank und eine gewünschte Abkehr der EZB von negativen Zinsen sind Beispiele hierfür. In diesen Fällen werden Instrumente und Ziele der Geldpolitik verwechselt. **Will man die operative Unabhängigkeit unterbinden, um unkonventionelles Handeln wie großvolumige Anleihekäufe zu verhindern, muss das Notenbankziel aufgegeben oder neu definiert werden.** Das Bundesverfassungsgericht hat jedoch in seinem eingangs erwähnten Urteil nur eine stringenter Begründung für die Anleihekäufe der EZB eingefordert. Dies stärkt eher die operative Unabhängigkeit der EZB als dass es sie schwächt, da eine unkonventionelle Geldpolitik nur ausreichend begründet werden muss, um sie zu legitimieren.

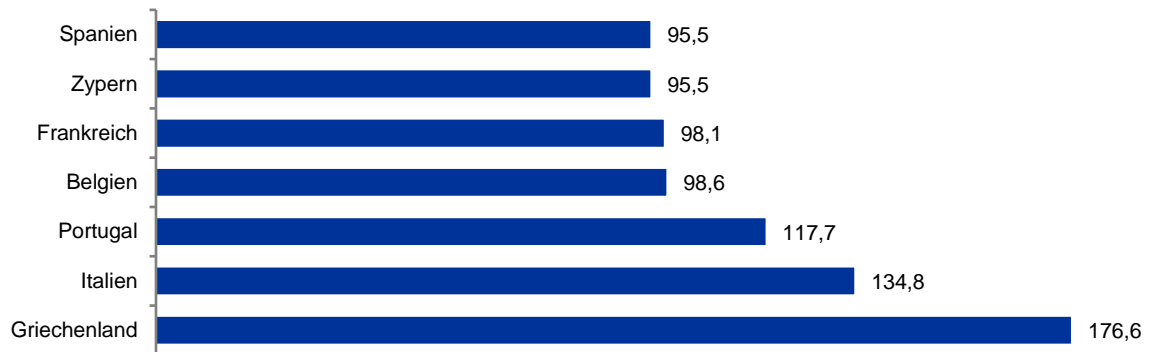
Geldpolitik in der Euro-Zone - worum geht es eigentlich?

Notenbanken wurden in erster Linie dafür geschaffen, in Krisen ausreichend Liquidität bereit zu stellen. Die explizite Formulierung eines Notenbankziels ist demnach eine eher jüngere Entwicklung. Entscheidend für eine effektive Notenbankpolitik ist jedoch, dass das Ziel erreichbar ist, sodass eine rationale Inflationserwartung durch das Ziel vorgegeben ist. **In Jahren relativer Inflationsstabilität war es unumstritten, der Notenbank operative Unabhängigkeit zu geben. Die Ziele der Geldpolitik waren „relativ einfach“ zu erreichen, und die Notenbanken bewegten sich in einem engen operativen Korridor der „Normalität“.** Das stützte die Erwartung, Notenbanken könnten die Inflationsrate effektiv und genau steuern – ohne Maßnahmen wie negative Zinsen und Ankaufprogramme umzusetzen. Diese Sichtweise hat sich in Krisenphasen als zu einseitig herausgestellt.

Wie ein Verbrennungsmotor haben auch Notenbanken einen begrenzten effektiven Wirkungsgrad. Eine extreme expansive Geldpolitik mag deshalb ein Zeichen dafür sein, dass die geldpolitische Zielgröße einer Notenbank angepasst werden muss. Doch eine niedrigere Inflationsrate als Ziel allein würde an der aktuellen Ausrichtung der EZB wenig ändern. Um von ihren expansiven Maßnahmen abkehren zu können, benötigt die EZB Unterstützung durch die Fiskal- und Wirtschaftspolitik. Diese muss die notwendigen Rahmenbedingungen für die Schuldentragfähigkeit der Euro-Zone sicherstellen. Da aktuell die Schuldentragfähigkeit vieler Euro-Staaten nur oder maßgeblich durch die Zinspolitik sichergestellt wird, hat die EZB wenig Handlungsspielraum. Nötig wäre eine koordinierte europäische Lösung für die Schuldenproblematik. Geht es um eine „normalere“ Geldpolitik, muss das Risiko eines wirtschaftlichen Zusammenbruchs in Folge von unkontrollierten Ausfällen durch die Politik reduziert werden, nicht durch die Notenbank. **Die Euro-Zone steht vor bedeutenden Umverteilungen: Entweder durch eine langanhaltende Geldpolitik der negativen realen Zinsen oder durch eine koordinierte Entlastung schwacher Euro-Staaten.** Was fehlt, ist ein grundsätzlicher und gelebter Konsens über eine gemeinsame Fiskalpolitik der Euro-Zone. Um das zu erreichen, muss für Länder wie Griechenland oder Italien, aber womöglich auch Frankreich und Portugal die Handlungsfähigkeit des Staates wiederhergestellt werden. Das kann nur durch eine Schuldenentlastung geschehen. Nur Staaten, die handlungsfähig sind, können eine nachhaltige Fiskalpolitik betreiben.

Das Argument, die EZB sei nicht für die Schulden­tragfähigkeit der Euro-Länder verantwortlich, trifft nicht den Kern der Problematik. Zum einen beinhaltet ihr Mandat sehr wohl die wirtschaftliche Entwicklung der Euro-Zone. Zum anderen wäre mit Schuldenschnitten und einer Zerrüttung der fiskalischen Union die Preisstabilität bzw. der Erhalt des Euros alles andere als gesichert bzw. stabil. Der Euro wurde nicht als Krone der europäischen Integration eingeführt, sondern – neben politischen Motiven – als Instrument, um diese Integration zu erreichen. **Die EZB ist Teil einer Baustelle und kein Mandatsträger einer stabilen Union, was notgedrungen unkonventionelle geldpolitische Schritte mit sich bringt. Die Maßnahmen der EZB sind demnach ein Barometer der europäischen Integration und Harmonie. Deshalb sollte die EZB auch nicht zu sehr in der Kritik stehen, sondern eher als Mahnmal gelten, wie es um die Euro-Zone tatsächlich steht.**

Abb. 1: Staats­schuldenquoten hochverschuldeter Euro-Länder 2019, in % zum BIP



Quelle: Eurostat

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugswise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Dr. Klaus Bauknecht
Volkswirtschaft
Telefon +49 211 8221-4118

3. Juli 2020

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick

Vorstand: Dr. Michael H. Wiedmann (Vorsitzender), Claus Momburg