

# **Die relative Autonomie der Zentralbank**

Eine politökonomische Analyse der türkischen  
Geldpolitik nach 2001

Ulaş Şener







Ulaş Şener

# Die relative Autonomie der Zentralbank

Eine politökonomische Analyse der  
türkischen Geldpolitik nach 2001

Universitätsverlag Potsdam

**Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek**

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de/> abrufbar.

**Potsdam University Press 2016**

<http://verlag.ub.uni-potsdam.de/>

Am Neuen Palais 10, 14469 Potsdam

Tel.: +49 (0)331 977 2533 / Fax: 2292

E-Mail: [verlag@uni-potsdam.de](mailto:verlag@uni-potsdam.de)

Die Schriftenreihe Potsdam Economic Studies wird herausgegeben von Prof. Dr. Malcolm Dunn.

ISSN (print) 2196-8691

ISSN (online) 2196-9302

Zugl.: Potsdam, Univ., Diss., 2015

Das Manuskript ist urheberrechtlich geschützt.

Layout und Typographie: Thomas Graf

Druck: docupoint GmbH Magdeburg

**ISBN 978-3-86956-362-6**

Zugleich online auf dem Publikationsserver der Universität Potsdam veröffentlicht:

URN [urn:nbn:de:kobv:517-opus4-88856](http://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:kobv:517-opus4-88856)

<http://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:kobv:517-opus4-88856>

Für Claudia und Meira



# Danksagung

Ich bedanke mich herzlich bei meinen Dissertationsbetreuern Malcolm H. Dunn und Joachim Becker, die mir stets mit wertvollem Rat und Tat zur Seite standen. In der Anfangsphase bekam ich freundliche Unterstützung von Wilfried Fuhrman und in der Endphase von Barbara Fritz und Maik Heinemann. Joachim Hirsch und vielen anderen DozentInnen danke ich für das kritische wissenschaftliche Fundament, das sie mir in meiner Frankfurter Studienzeit vermittelten. Meine Kollegen Peter Schmidt und Reinhard Schumacher unterstützten mich in den letzten Jahre darin, Publikation, Forschung und Lehre unter einen Hut zu bringen. Lars Bräutigam übernahm das Lektorat des Buches kurzfristig und erleichterte mir so den Endspurt. Thomas Graf übernahm dankenswerterweise das Layout. An dieser Stelle möchte ich mich auch bei den MitarbeiterInnen des Universitätsverlags Potsdam bedanken. Die Heinrich Böll Stiftung ermöglichte mir den Einstieg in die Forschung mit einem Promotionsstipendium.

In der Zeit der Fertigstellung dieser Publikation haben mich zahlreiche Menschen begleitet und auf vielfältige Art und Weise unterstützt. Ilker Ataç hat mich über die letzten Jahre hinweg mit seiner kritischen, intellektuellen Unterstützung stets motiviert und in den schweren Stunden nicht alleine gelassen. Gemeinsam haben wir so einige Schreibkrisen überwunden. Ob nah oder fern, viele liebe FreundInnen standen mir während unterschiedlicher Etappen mit Esprit, Ideen, Perspektive oder Witz zur Seite: Aslı Odman, Bülent Küçük, Özge Tomruk, Miguel Ayala, Manuela Bojadžijev, Imran Ayata, Ellen Bareis, Serhat Gedik, Michael Willenbücher, Astrid Schmidt, Carsten Rebmann, Demet Dinler, Evren Hoşgör, Zafer Yılmaz. Die Küçükkuyu-Gruppe, die 12a, der 4. Stock, der AfE-Turm, Frankfurter Schule & AG Französische Verhältnisse, Kanak Attak, Beşiktaş und die Kreuzberg-Mitte-Neukölln Troika waren wichtige Wegbegleiter. Tausend Dank für Eure Gesellschaft, die Inspiration, die Provokation, die Solidarität und den Ausgleich! Eksik olmayın!

Diese Arbeit wurde an vielen Orten geschrieben, in Berlin, Potsdam, Tel-Aviv/Jaffa, Manchester, Wien, Ca'Baldo, Bodrum, Ordu und Istanbul. Diverse Bibliotheken, Akademien und Schreibtische boten temporäre Zufluchtsorte und waren produktive Schreibstätten. Vielen Dank an Ayfer Bartu und Bülent Küçük, die mir ohne zu zögern ihre Büros an der Boğaziçi Universität in Istanbul öffneten. In der Anamed Bibliothek der Koç Universität auf dem Istiklal Boulevard entstanden die letzten Kapitel der Arbeit. Fester Bestandteil dieser Schreibphase waren die Mittagspausen mit Josh und Valentina. Das Stadtviertel Moda war ein wichtiger Zufluchtsort in einer stürmischen Zeit. Die abwesende Anwesenheit meiner Eltern, Tülay und Hayati, und meiner Schwester Ilke haben mich stets motiviert und ermutigt.

Diese Arbeit ist Claudia Liebelt und Meira Şener gewidmet. Claudias Liebe und Unterstützung hat mich die letzten Jahre über Wasser gehalten. Meiras schier endlose Energie und ihre Fragen nach dem warum haben entscheidend dazu beigetragen, diese Arbeit abzuschließen. Ihr werdet immer in meinem Herzen sein.

Berlin, Februar 2016

*Ulaş Şener*

# Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>1</b>
1.1	Gegenstand und Problemstellung . . . . .	1
1.2	Theoretischer Rahmen . . . . .	7
1.3	Methodische Vorgehensweise und Gliederung . . . . .	15
<b>2</b>	<b>Das Paradigma der Zentralbankunabhängigkeit</b>	<b>23</b>
2.1	Politökonomischer Rahmen und Motive . . . . .	25
2.2	Die theoretischen Begründungen für eine unabhängige Zentralbank . . . . .	31
2.2.1	Die marktliberale Begründung: ‘institutions interfere’. . . . .	34
2.2.2	Die Neue Institutionenökonomik und die Neue Politische Ökonomik: ‘institutions matter’ . . . . .	40
2.2.3	Die Free lunch These und ihre Kritik. . . . .	58
2.3	Cui Bono? . . . . .	65
2.3.1	Kritiker des Neutralitätsarguments . . . . .	66
2.3.2	Finanzialisierung und Zentralbankunabhängigkeit . . . . .	69
2.4	Das Konzept der relativen Autonomie . . . . .	77
2.5	Fazit . . . . .	84
<b>3</b>	<b>Die Definition und Messung der Zentralbankunabhängigkeit</b>	<b>89</b>
3.1	Merkmale der Zentralbankunabhängigkeit . . . . .	90
3.1.1	Das Ziel der politischen Unabhängigkeit . . . . .	91
3.1.2	Die Rolle der personellen Unabhängigkeit . . . . .	105
3.2	Empirische Evaluierung . . . . .	111
3.2.1	Die Messung der institutionellen Unabhängigkeit und die Probleme des formellen Ansatzes . . . . .	112
3.2.2	Die Evaluierung der Geldpolitik . . . . .	119
3.3	Fazit . . . . .	135

<b>4</b>	<b>Die Unabhängigkeit der türkischen Zentralbank</b>	<b>139</b>
4.1	Die institutionellen Merkmale der türkischen Zentralbank vor der Reform 2001. . . . .	140
4.2	Die Hintergründe der CBRT-Reform . . . . .	148
4.3	Das neue Statut der CBRT . . . . .	150
4.3.1	Das neue Zentralbankmandat. . . . .	151
4.3.2	Das Verbot der öffentlichen Kreditierung . . . . .	156
4.3.3	Der organisatorische Aufbau der türkischen Zentralbank. . . . .	159
4.4	Empirische Messungen des Unabhängigkeitsgrades der CBRT . . . . .	164
4.5	Fazit . . . . .	171
<b>5</b>	<b>Die Disinflationstrategie der CBRT und die Inflationsentwicklung</b>	<b>175</b>
5.1	Das Scheitern der Währungskursfixierung 1999–2001 . . . . .	176
5.2	Die geldpolitische Strategie . . . . .	178
5.2.1	Das Konzept der Zielinflation. . . . .	178
5.2.2	Zielinflation in der Türkei . . . . .	181
5.2.3	Die Modifikation des Zielinflationsregimes nach der Weltwirtschaftskrise 2008/09 . . . . .	186
5.3	Die Disinflation in der Türkei nach 2001 . . . . .	189
5.4	Fiskalpolitische Dimension . . . . .	196
5.5	Die Entwicklung des Arbeitsmarktes und der Löhne . . . . .	201
5.6	Wer hat von der türkischen Geldpolitik profitiert? . . . . .	209
5.7	Fazit . . . . .	215
<b>6</b>	<b>Die Zinspolitik der CBRT</b>	<b>217</b>
6.1	Die Entwicklung der Nominal- und Realzinsen in der Türkei. . . . .	218
6.2	Kann die Taylor-Regel die Zinspolitik der CBRT erklären? . . . . .	221
6.3	Zinseingriffe der CBRT nach 2001 . . . . .	231
6.3.1	Der Zinsschock vom Juni 2006 . . . . .	231
6.3.2	Die Zinsanhebung Mitte 2008. . . . .	233
6.3.3	Das neue geldpolitische Intermezzo im Spätsommer 2011 . . . . .	235
6.4	Der Einfluss des Wechselkurses und der internationalen Leitzinsen . . . . .	238
6.5	Der politische Einfluss auf die Zinspolitik. . . . .	244
6.6	Fazit . . . . .	255

<b>7 Die Liquiditätspolitik der CBRT und die Geldmengenentwicklung</b>	<b>259</b>
7.1 Die türkische Zentralbankbilanz . . . . .	261
7.2 Liquiditätspolitische Maßnahmen . . . . .	267
7.2.1 Die Offenmarktpolitik . . . . .	269
7.2.2 Die Mindestreservepolitik . . . . .	273
7.3 Die Geldmengenentwicklung . . . . .	276
7.3.1 Die türkischen Geldmengenaggregate . . . . .	276
7.3.2 Die Rolle der Dollarisierung . . . . .	280
7.4 Der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation in der Türkei und in der EU . . . . .	284
7.5 Fazit . . . . .	292
<b>8 Die Währungspolitik der CBRT</b>	<b>295</b>
8.1 Die Politik der Aufwertung . . . . .	297
8.1.1 Die nominelle und reale Kursentwicklung der türkischen Lira . . . . .	299
8.1.2 Die Deviseninterventionen . . . . .	303
8.1.3 Aufbau der Devisenreserven . . . . .	308
8.2 Die Politik des Managed Floating und ihre Auswirkungen . . . . .	311
8.2.1 Das Verhältnis zwischen Wechselkurs und Inflation in der Türkei . . . . .	312
8.2.2 Auswirkungen der Aufwertung auf Kapitalflüsse und Außenhandel . . . . .	315
8.2.3 Verschuldung durch Aufwertung? . . . . .	321
8.3 Die Politische Ökonomie der türkischen Währungspolitik . . . . .	324
8.3.1 Das Pro und Kontra einer starken TRY . . . . .	325
8.3.2 Der Einfluss der Politik auf die Wechselkurspolitik . . . . .	329
8.4 Fazit . . . . .	332
<b>9 Fazit: Die relative Autonomie der CBRT</b>	<b>335</b>
<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>343</b>
<b>Personenregister</b>	<b>362</b>
<b>Index</b>	<b>365</b>

# Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: BIP und Inflation im internationalen Vergleich in Prozent (1961–2000) . . . . .	189
Tabelle 2: BIP und Inflation in der Türkei in Prozent (1950–2012) . . . . .	191
Tabelle 3: Inflation und Inflationsziele der CBRT in Prozent (2000–2014) . . . . .	193
Tabelle 4: Haushaltsindikatoren in der Türkei in Prozent (1999–2012) . . . . .	198
Tabelle 5: Fiskalpolitische Parameter (2002–2012) . . . . .	199
Tabelle 6: Grundlegende Statistiken für den Realzins mit zwei Beobachtungsintervallen. . . . .	220
Tabelle 7: Durchschnittliche Inflation und Nominalzinsentwicklung in Prozent . . . . .	221
Tabelle 8: Inflationslücke in der Türkei (2002–2014) . . . . .	225
Tabelle 9: Korrelationsmatrix für die Parameter der Taylorgleichung (2000–2013) . . . . .	230
Tabelle 10: Korrelationskoeffizienten der Wechselkurse. . . . .	242
Tabelle 11: Korrelationsmatrix der Leitzinsen . . . . .	242
Tabelle 12: Ausschnitt aus der Zentralbankbilanz der CBRT (2000–2014) . .	262
Tabelle 13: Geldmengenindikatoren (2000–2014). . . . .	265
Tabelle 14: Geldmengendefinition der CBRT . . . . .	277
Tabelle 15: Bankeinlagen in der Türkei in Mrd. TRY und Prozent (2000–2013) . . . . .	281
Tabelle 16: Geldmengenwachstum in der Türkei (2001–2015) . . . . .	285
Tabelle 17: Ökonometrische Auswertung des realen Wechselkurses (2003–2013) . . . . .	302
Tabelle 18: Devisenmarktinterventionen in Mio. USD (2001–2014) . . . . .	305

Tabelle 19: Varianzen des Wechselkurses . . . . .	307
Tabelle 20: Zusammensetzung des türkischen BIP in Prozent (1998–2012) . . . . .	320

# Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: De jure ZBU der CBRT (1930–2010) . . . . .	166
Abbildung 2: De jure ZBU im internationalen Vergleich (2001) . . . . .	167
Abbildung 3: Inflation und ZBU in der Türkei (1930–2014) . . . . .	169
Abbildung 4: Internationale Inflationsentwicklung (1970–2012) . . . . .	190
Abbildung 5: Inflationsziele und Preisentwicklung in der Türkei (2002 QII–2015) . . . . .	192
Abbildung 6: Preisindizes im EU-, Euroraum, und Türkei (2001–2011). . .	195
Abbildung 7: Mindestlohnentwicklung in der Türkei (2003–2013) . . . . .	205
Abbildung 8: Verhältnis von Reallohn und Produktivität in der Türkei (1999–2013) . . . . .	207
Abbildung 9: Inflation und Lohnquote in der Türkei (1970–2013). . . . .	208
Abbildung 10: Profitabilität des türkischen Bankensektors (2002–2012) . . .	210
Abbildung 11: Erträge an der Istanbuler Börse und von Staatsanleihen (1999–2012) . . . . .	211
Abbildung 12: Markup Indizes des türkischen Manufaktursektors (1997–2011) . . . . .	213
Abbildung 13: Zinsentwicklung in der Türkei (2002–2015) . . . . .	219
Abbildung 14: Inflationslücke und Leitzinsen in der Türkei (2002–2015 QIII) . . . . .	226
Abbildung 15: Produktionslücke und Leitzinsen in der Türkei (2000–2015 QIII) . . . . .	228
Abbildung 16: Wechselkurs- und Zinsentwicklung in der Türkei (2002–2015) . . . . .	239
Abbildung 17: Zinskorridor und Wechselkursverlauf (2004–2015) . . . . .	240
Abbildung 18: Wechselkurs- und Inflationsentwicklung in der Türkei (2000–2015) . . . . .	241
Abbildung 19: Leitzinsentwicklung (2000–2014 QIII) . . . . .	243

Abbildung 20: Staatsverschuldung am Aktivposten der CBRT (2000–2015 QIII) . . . . .	263
Abbildung 21: Devisenverbindlichkeiten (FX) der CBRT (2000–2015 QIII) .	266
Abbildung 22: Entwicklung ausgewählter Geldmengenindikatoren (2000–2015) . . . . .	270
Abbildung 23: Geldmengenaggregate M1–M3 in der Türkei (2000–2015) . .	278
Abbildung 24: Geldmengen in Relation zum BIP in der Türkei (2000–2012) . . . . .	279
Abbildung 25: TRY- und FX-Bankeinlagen in der Türkei (2000–2015) . . . .	282
Abbildung 26: Das Verhältnis von M1 und KPI in der Türkei (2000–2013 QI). . . . .	286
Abbildung 27: Das Verhältnis von M3 und KPI in der Türkei (2000–2013 QI). . . . .	287
Abbildung 28: Überschussgeldmenge und Inflation in der Türkei (2001–2015) . . . . .	289
Abbildung 29: Die alte und die neue türkische Lira . . . . .	298
Abbildung 30: Wechselkurs- und Portfoliokapitalbewegungen (2000–2014) . . . . .	300
Abbildung 31: Reale Wechselkursentwicklung der TRY (2003–2013). . . . .	301
Abbildung 32: Reale Rendite für die TRY und USD/EUR (1999–2012) . . . .	302
Abbildung 33: Reserveentwicklung der CBRT (2000–2013) . . . . .	309
Abbildung 34: Realer Wechselkurs (IL) und Inflation (2003–2015) . . . . .	314
Abbildung 35: Leistungsbilanz und Inflation in der Türkei (1992–2012). . .	319
Abbildung 36: Auslandsverschuldung der Türkei (1990–2013 QII) . . . . .	322
Abbildung 37: Kartographie der finanziellen Instabilität . . . . .	326

# Abkürzungsverzeichnis

AKP	Adalet ve Kalkınma Partisi [Gerechtigkeit und Fortschrittspartei]
ANAP	Anavatan Partisi [Mutterlands-Partei]
BIP/GDP	Bruttoinlandsprodukt/Gross domestic product
BOJ	Japanische Zentralbank
BRIC	Brasilien, Russland, Indien, China
BSB	Bağımsız Sosyal Bilimciler [Independent Social Scientists]
CBRT	Central Bank of the Republic of Turkey
CHP	Cumhuriyet Halk Partisi [Republikanische Volkspartei]
DBB	Deutsche Bundesbank
DSP	Demokratik Sol Partisi [Demokratisch-Linke-Partei]
EDDS	Electronic Data Dissemination System
EMS	European Monetary System
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EZB	Europäische Zentralbank
Fed	Federal Reserve
HICP	Harmonised Index of Consumer Prices
KfG/MPC	Komitee für Geldpolitik/Monetary Policy Committee

KPI	Konsumentenpreisindex
MHP	Milliyetçi Hareket Partisi [Nationale-Bewegungs-Partei]
MRR	Mindestreserverate
NBS	Schweizer Zentralbank
NDA	Net Domestic Assets
NDI	Net Direct Investments
NIÖ	Neuen Institutionenökonomik
NIR	Net International Reserves
OM	Offenmarkt
PPI	Produzentenpreisindex
PR	Press Release
PRLP	Press Release on Liquidity Policy
PRRR	Press Release on Required Reserves
SDIF	Savings Deposit Insurance Fund
TRY	Türk Lirası [Türkische Lira]
TSI	Türkisch Statistical Institute
USA	United States of America
USD	US-Dollar
ZBU	Zentralbankunabhängigkeit
ZIS	Zielinflationsstrategie



# 1 Einleitung

## 1.1 Gegenstand und Problemstellung

Die türkische Zentralbank (CBRT) gilt als eine der erfolgreichsten Zentralbanken der letzten Jahre. In Fachkreisen wird sie für die Beendigung der hohen Inflation und für die innovative Geldpolitik nach der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 gelobt. Dieses positive Zeugnis wird vor allem auf die Anfang der 2000er Jahre durchgeführte Zentralbankreform zurückgeführt, die die institutionelle Unabhängigkeit der CBRT verkündete und Preisstabilität zum obersten geldpolitischen Ziel erklärte. Die Reform ebnete den Weg zu einer regelorientierten Geldpolitik, mit der die Inflation in der Türkei bekämpft werden sollte.

Seit einigen Jahren ist die Geldpolitik jedoch ins Visier der türkischen Regierung geraten. Hintergrund ist eine zunehmende Kritik an der Zinspolitik der CBRT, die laut AKP-Regierung Investitionen und Wirtschaftswachstum hemmen würde. In diesem Zusammenhang ist eine Kontroverse entbrannt, in deren Mittelpunkt die Frage nach der Unabhängigkeit der Zentralbank steht. Auf der einen Seite behaupten Kritiker, dass die regierende AKP die Unabhängigkeit der CBRT nicht respektiere und versuche, in geldpolitischen Entscheidungen zu intervenieren, was als Politisierung der Geldpolitik beklagt wird. Auf der anderen Seite steht die Regierung, die dieser Behauptung widerspricht und auf die gesetzlich garantierte Unabhängigkeit der Zentralbank verweist. Die vorliegende Arbeit nimmt diese aktuelle Kontroverse zum Anlass, die Politik der Zentralbankunabhängigkeit (ZBU) am Beispiel der Türkei näher zu untersuchen.

Die hier behandelte Problematik stellt sich jedoch nicht nur in Bezug auf die Türkei. In zahlreichen Ländern haben die Kontroversen über die Zentralbankunabhängigkeit und die Entpolitisierung der Geldpolitik im Zuge der 2007/08

## 1 Einleitung

ausgebrochenen Finanz- und Wirtschaftskrise an Brisanz gewonnen. In der Europäischen Union (EU) hat der Streit um den geldpolitischen Kurs und das unabhängige Mandat der europäischen Zentralbank (EZB) den grundsätzlich widersprüchlichen Charakter und die Grenzen einer regelorientierten Geldpolitik deutlich vor Augen geführt. Auch in den Vereinigten Staaten von Amerika (USA) ist das Thema aktueller denn je.<sup>1</sup> Ein Ende dieser Kontroverse ist derzeit nicht in Sicht.

In der Türkei wurde die Unabhängigkeit der Zentralbank Ende der 1990er Jahre – nach zwei Dekaden chronischer Inflation und instabiler ökonomischer und finanzieller Entwicklung beschlossen. Das Land hatte zuvor Anfang der 1980er Jahre einen wirtschaftspolitischen Kurswechsel hin zur ökonomischen Öffnung und Liberalisierung vollzogen. Damit wurde das Ende der Ära der Importsubstitutionsstrategie besiegelt, mit der eine Vielzahl von Entwicklungs- und Schwellenländern in den 1960er und 1970er Jahren versucht hatten, eine sich selbst tragende Binnenwirtschaft aufzubauen, um ihre ökonomische Abhängigkeit von den Industrieländern zu senken. Die neue wirtschaftspolitische Strategie in der Türkei basierte auf einer Erhöhung der internationalen Konkurrenz- und Exportfähigkeit türkischer Unternehmen, um deren Stellung im internationalen Handel zu stärken und die für den Import benötigten Devisen einzunehmen. Dies führte auch zu einem Umdenken in der Geld- und Währungspolitik.

Die Zentralbank führte einen Interbanken- und Devisengeldmarkt ein und liberalisierte schrittweise das Wechselkursregime, um internationales Kapital anzuziehen. Dieser Kurswechsel führte jedoch weder in den 1980er noch in den 1990er Jahren zu einer stabilen und nachhaltigen ökonomischen Entwicklung. Während die erste Dekade hauptsächlich durch ein staatlich forciertes und subventioniertes Exportregime geprägt war, stand die Ära nach der Finanzmarktliberalisierung 1989 im Zeichen einer zunehmenden ‚Finanzialisierung‘

---

<sup>1</sup> Anfang 2015 mehrten sich Berichte, dass der republikanisch dominierte US-Kongress die Aufsicht der FED verschärfen und somit den politischen Einfluss in der Geldpolitik ausdehnen wolle. Zahlreiche regionale FED Gouverneure haben derartige Initiativen scharf kritisiert und auch die derzeitige FED Gouverneurin Janet L. Yellen sprach sich vor dem Kongress im Februar 2015 entschieden gegen eine Ausdehnung der Kontrollaufsicht der Zentralbank aus (vgl. <http://www.cnbc.com/id/102447544#>; <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-02-09/powell-says-audit-bill-is-misguided-threat-to-fed-independence>, aufgerufen am 9.3.2015).

der türkischen Ökonomie. Die zweite Dekade war makroökonomisch durch schwankende Wachstumszahlen, negative Außenhandelsbilanzen und durch eine steigende Auslands- und Binnenverschuldung des Staates geprägt.<sup>2</sup> Die Geldpolitik stand in dieser Periode unter dem Zeichen hoher zweistelliger Inflations- und Zinsraten sowie liberalisierter Finanzmärkte, die von volatilen Kapitalflüssen und schwankenden Wechselkursen geprägt wurden.

Die Unabhängigkeit der CBRT wurde im Rahmen eines an den Wechselkurs gekoppelten Anti-Inflationsprogramms beschlossen, das nach der Rezession von 1998/99 mit Unterstützung des IWF und der Weltbank umgesetzt wurde (vgl. Şener 2003: 72 ff.). Deklariert wurden die Unabhängigkeit der Zentralbank und die ‚Entpolitisierung der Geldpolitik‘ jedoch erst nach der Finanz- und Wirtschaftskrise von 2001, die die Türkei zu einem Stand-by-Abkommen mit dem IWF und der Weltbank zwang. Gleichzeitig wurde nach dem Scheitern der wechselkursgekoppelten Antiinflationstrategie der Übergang zu einer neuen, regelorientierten Geldpolitik verkündet, in deren Mittelpunkt ein Zielinflationsregime stand. Der IWF und die Weltbank hatten nach der Krise die Einführung einer unabhängigen Zentralbank als Voraussetzung für Rettungskredite verlangt.<sup>3</sup> Ebenso forderte die EU die Reform der Zentralbank im Rahmen der Konvergenzkriterien des Maastrichter Vertrags als Bedingung für die Aufnahme von Beitrittsverhandlungen mit der Türkei.<sup>4</sup> Es wäre jedoch zu kurz gegriffen,

---

<sup>2</sup> Diese Ära wird in der Literatur auch zutreffend als *boom-and-bust* Zyklus oder *growth-cum-debt* Strategie beschrieben, in der ökonomisches Wachstum durch eine steigende Verschuldung generiert wurde (vgl. Onaran 2008; Öniş/Bakır 2010).

<sup>3</sup> In vielen Entwicklungs- und Schwellenländern änderte sich mit dem *Post-Washington Consensus* der Kurs in Richtung der Schaffung unabhängiger Regulierungsbehörden Ende der 1990er Jahre. Während zu Beginn der 1990er Jahre der IWF und die Weltbank im Rahmen des *Washington Consensus* noch eine radikale Entbürokratisierung und den Abbau staatlicher Regulierung propagierten, betonten sie nach der Asienkrise von 1997 die zentrale Rolle und Bedeutung von institutionellen Merkmalen und unabhängigen Regulierungsbehörden (vgl. Öniş/Bakır 2010: 78; Ataç 2013: 18). Der IWF und die Weltbank forderten fortan die Etablierung einer unabhängigen Zentralbank als integralen Bestandteil ihrer Struktur Anpassungsprogramme und als Voraussetzung für die Gewährung von Finanzhilfen an Entwicklungs- und Schwellenländern (vgl. Bakır 2007: 91 f.).

<sup>4</sup> Nachdem auf dem EU-Gipfel in Helsinki Ende 1999 der Türkei ein Beitrittskandidatenstatus zugesprochen wurde, verstärkte die damalige türkische Regierung die ökonomische und politische Integration in die EU. Dieser Kurs bekam unmittelbar nach der Wirtschaftskrise 2001 einen Schub, als die türkische Regierung im März 2001 ein nationales Programm für die Übernahme des *Acquis communautaire* der EU verkündete und die Übernahme der Maastrichter und Kopenhagener Kriterien als verbindliche Reformen akzeptierte (vgl. NPAA 2001). Infolgedessen wurde die Harmonisierung der CBRT an die EZB zu einem zentralen politischen Projekt der türkischen Regierung.

wenn man die Etablierung einer unabhängigen Zentralbank in der Türkei lediglich als eine vom IWF-Weltbank-EU-Nexus aufoktroierte Entscheidung deutet. Vielmehr kann die Reform der CBRT auf einen breiten, inländischen Konsens zurückgeführt werden.

Laut dem damaligen Wirtschaftsminister Kemal Derviş überzeugte die Krise von 2001 die politischen und ökonomischen Entscheidungsträger der Türkei davon, dass die Regulierung der Ökonomie durch unabhängige und entpolitisierte Institutionen für eine krisenfreie Fortsetzung der Marktwirtschaft unentbehrlich sei (vgl. Derviş et al. 2006: 91, 144). Die großen Kapitalfraktionen waren sich einig über den Reformkurs und die zu treffenden wirtschaftspolitischen Maßnahmen. Eine Anti-Inflationspolitik genoss breite Zustimmung nicht nur beim Banken- und Finanzsektor, sondern auch bei den traditionellen Industrieverbänden (vgl. Şener 2008: 191). Mit dieser Reform setzte sich in der Türkei die Auffassung durch, dass eine unabhängige Zentralbank der beste Weg sei, Inflation und Zinssätze zu senken und Preisstabilität sicherzustellen (vgl. Bakır 2007: 187).

Die formelle Trennung zwischen der Zentralbank und der Regierung signalisierte allen gesellschaftlichen Interessengruppen, dass eine entpolitisierte Geldpolitik verfolgt werden soll.<sup>5</sup> Zum einen versprach das Verbot der Kreditierung des öffentlichen Haushaltes durch die Zentralbank, dass der Streit um die Verteilung der Staatsausgaben, die wichtige Einnahmequellen für verschiedene Kapitalfraktionen waren, zunächst beigelegt wurde. Im Kontext der Haushaltsdisziplin und -konsolidierung wurden bestimmte *rent seeking* Kanäle geschlossen, die vor allem in den 1990er Jahren die Basis eines staatlichen Kapitaltransfers waren. Die Vergabe von staatlichen Finanzmitteln wurde über neue Wege strukturiert, in deren Mittelpunkt Investitions-, Bau- und Infrastrukturmaßnahmen standen. Ein Absinken der Reallöhne und der Lohnquote sollte die internationale Wettbewerbsfähigkeit der angeschlagenen türkischen Wirtschaft wieder herstellen (vgl. Onaran 2008: 150 ff.). Damit waren Erwartungen verbunden, die Wettbewerbsfähigkeit türkischer Unternehmen nachhaltig zu verbessern, Investitionen anzuregen und Wirtschaftswachstum zu generieren, die neue Arbeitsplätze in Aussicht stellen.

---

<sup>5</sup> Aus einer politökonomischen Perspektive hat der Widerspruch zwischen den verschiedenen Kapitalfraktionen über den zu verfolgenden wirtschaftspolitischen Kurs eine Re-Organisation der Geldpolitik notwendig gemacht.

Die Überwindung der jahrzehntelangen, zweistelligen Inflation und die über dem EU-Durchschnitt liegenden Wachstumsraten nach 2001 werden von den Befürwortern des geldpolitischen Reformkurses als wichtige wirtschaftspolitische Erfolge der Türkei hervorgehoben. Der Inflationsrückgang wird insbesondere mit dem unabhängigen institutionellen Status der Zentralbank sowie mit der fiskalpolitischen Disziplin der Regierungen nach 2001 erklärt (vgl. Özatay 2007: 149f.). Wie wir sehen werden, hielt dieser Konsens aber nicht lange, weil eine Aufwertung der türkischen Lira und die hohen Realzinsen in der Postkrisenära zunehmend die Konkurrenzfähigkeit des Exportsektors herausforderten und die Kontroverse in der Währungs- und Zinspolitik erneut verschärften.

Die Idee, geldpolitische Entscheidungen einer unabhängigen und regelorientierten Zentralbank zu überlassen, bildet in der heutigen konventionellen Geldpolitik das herrschende ordnungspolitische Dogma (vgl. Bernanke 2010). Der Grundgedanke hinter dieser Strategie lautet, dass eine transparente und regelorientierte Geldpolitik den Einfluss von Regierungen und politischen Parteien auf die Zentralbank begrenzen kann. Die Zentralbankunabhängigkeit wird von ihren Protagonisten daher auch als eine Entpolitisierung der Geldpolitik aufgefasst.

Ökonomisch wird die ZBU damit begründet, dass politische Einflussnahme zu einer höheren Inflation führt, weil sie in der Regel dem Zweck dient, eine expansive Geldpolitik zu flankieren. Um Preisstabilität sicherzustellen, sollten die institutionellen Möglichkeiten einer diskretionären bzw. expansiven Geldpolitik daher weitgehend abgeschafft und stattdessen eine regel- und normenbasierte Geldpolitik geschaffen werden (vgl. Burnham 2001). Das Problem der Inflation könne, so die These, durch ein Finanzierungsverbot öffentlicher Ausgaben durch die Zentralbank gelöst werden (vgl. Posen 1993).

Im Mittelpunkt der vorliegenden Arbeit stehen theoretische und empirische Fragen und Probleme, die sich im Zusammenhang mit der ZBU stellen und anhand der türkischen Geldpolitik diskutiert werden. Gegenstand ist die Untersuchung folgender Hauptfragen:

- Welche theoretischen Argumente und Motive stehen hinter dem Paradigma der Zentralbankunabhängigkeit?

## 1 Einleitung

- Nach welchen institutionellen Merkmalen und Kriterien wird eine Zentralbank als unabhängig definiert? Mit welchen Methoden wird die Unabhängigkeit der Geldpolitik empirisch gemessen und beurteilt?
- Welche Rolle spielte die ZBU in der Senkung der Inflation in der Türkei?
- Welche Interessen und Konflikte prägen in diesem Zusammenhang die Geldpolitik und welche Rolle hat die Regierung in der Ausrichtung der Geldpolitik gespielt?
- Welche ökonomischen Auswirkungen gingen von dem geldpolitischen Kurs aus?

Ein zentrales Ziel der Arbeit besteht darin, zu untersuchen, ob und inwiefern die Zentralbank in dieser Periode tatsächlich als unabhängig eingestuft werden kann. Um diese Forschungsfrage zu beantworten, müssen die institutionellen Bedingungen, die Ziele und die Regeln, nach denen sich die türkische Geldpolitik richtet, geklärt werden. Anschließend ist empirisch zu überprüfen, ob die geldpolitische Praxis der CBRT sich an dem offiziell vorgegebenen Regelwerk orientiert. Wenn dies nicht der Fall ist, muss geklärt werden, welche Ziele die CBRT verfolgt und ob politischer Einfluss in bestimmten Perioden eine Rolle in geldpolitischen Entscheidungen gespielt hat. Hierfür werden die Zinspolitik, die Liquiditäts- und Währungspolitik empirisch untersucht. Den Schwerpunkt der Arbeit bilden somit eine institutionelle Analyse der CBRT und eine empirische Prüfung der geldpolitischen Entscheidungen und Maßnahmen im Zeitraum von 2001 bis 2014.

Die Hauptthese dieser Arbeit lautet, dass die formelle Unabhängigkeit der CBRT und die regelorientierte Geldpolitik nicht mit einer Entpolitisierung der Geldpolitik in der Türkei gleichzusetzen ist. Als Alternative schlägt die vorliegende Studie vor, den institutionellen Status der CBRT als einen der relativen Autonomie zu untersuchen. Auch eine de jure unabhängige Zentralbank kann sich nicht von politischen Eingriffen abkoppeln, wie das Fallbeispiel Türkei zeigen wird. Die Autonomie bzw. Unabhängigkeit einer Zentralbank bleibt relativ und die Bindung an geldpolitische Regeln kontextabhängig. Wie in dieser Arbeit argumentiert wird, werden die Grenzen der türkischen Geldpolitik durch die türkische Wirtschaftspolitik und durch die internationalen politökonomischen Entwicklungen gezogen.

Wenn der institutionelle Status der Zentralbank nicht als unabhängig sondern als relative Autonomie identifiziert wird, wirft dies die Frage auf, worauf der Erfolg der Inflationssenkung tatsächlich zurückzuführen ist. Dazu müssen die Gründe der geringen Inflation identifiziert und analysiert werden. Abweichend von der herkömmlichen Interpretation wird in dieser Arbeit die These vertreten, dass die Inflationssenkung in der Türkei primär in Verbindung mit einer Wechselkursaufwertung steht, die durch ein managed floating reguliert wird. Zudem haben gesunkene Löhne und fiskalpolitische Konsolidierung nach 2001 die Disinflation begünstigt. In diesem Kontext wird gezeigt, dass zwischen der Entwicklung der monetären Aggregate und dem Rückgang der Inflation in der Türkei keine eindeutige Verbindung besteht.

Um die hier gestellten Fragen beantworten zu können, benötigen wir ein interdisziplinäres Forschungsdesign, das konzeptionell sowohl die institutionelle als auch die monetäre geldpolitische Dimension umfasst. Die Politische Ökonomie bietet sich als ein adäquater theoretischer Rahmen für diese Untersuchung an.

## 1.2 Theoretischer Rahmen

“The political economy approach highlights the role of effective demand, institutions and social conflict in economic analysis and thereby builds on Austrian, Institutionalist, Keynesian and Marxist traditions. Economic processes are perceived to be embedded in social relations that must be analysed in the context of historical considerations, power relations and social norms. As a consequence, a broad range of methodological approaches is employed, and cooperation with other disciplines, including history, law, sociology and other social sciences, is necessary.” (PERG)<sup>6</sup>

In der vorliegenden Arbeit werden die türkische Zentralbank und die türkische Geldpolitik einer politökonomischen Analyse unterzogen. Den Ausgangspunkt einer politökonomischen Untersuchung bildet der ontologische Verweis auf den grundsätzlichen strukturellen Zusammenhang von Politik und Ökonomie. Zwischen der politischen und der ökonomischen Sphäre wird ein immanenter

---

<sup>6</sup> Definition der Disziplin Politische Ökonomie der Forschungsgruppe *Political Economy Research Group* (PERG), der Londoner Kingston University (vgl. <http://fass.kingston.ac.uk/research/perg/>, aufgerufen am 17.4.2014).

Zusammenhang gesehen, nicht nur weil beide Sphären miteinander interagieren und sich gegeneinander beeinflussen, sondern auch, weil sie sich gegenseitig bedingen und begrenzen. Während Politik von realen ökonomischen Gegebenheiten geprägt ist, werden ökonomische Bedingungen von politischen Entscheidungen und Umständen mitbestimmt (vgl. Gilpin 2001: 25; Nitzan/Bichler 2009; Simona Talani 2014: 11). Die politische Vermittlung und die institutionelle Regulierung der Ökonomie stehen daher im Mittelpunkt einer politökonomischen Untersuchung (vgl. Bieling 2011: 12).

Daraus folgt die Erkenntnis, dass die ökonomische Analyse eine sozialwissenschaftliche Praxis darstellt, weil ökonomische Prozesse immer in soziale Systeme eingebettet und eingebunden sind (vgl. Gilpin 2001: 41). Dieser Verweis richtet sich gegen das neoklassische Paradigma, das die Analyse ökonomischer Zusammenhänge, im Gegensatz zur klassischen Politischen Ökonomie, als eine universale, objektiv wertneutrale und entpolitisiertbare Lehre auffasst und Ökonomie und Politik trennt.<sup>7</sup> Ein politökonomisches Forschungsprogramm steht dem universalen ‚Entpolitisierungsanspruch‘ der Neoklassik kritisch gegenüber. Die Politische Ökonomie bietet sich als eine Alternative zum neoklassischen Mainstream an, weil mit ihr eine interdisziplinäre wissenschaftliche Ausrichtung vorliegt, deren analytischer Fokus breit ausgerichtet ist und forschungsrelevante Themen- und Problemfelder mit inter- und transdisziplinären wissenschaftlichen Ansätzen erforscht (vgl. O’Brian/Williams 2010: 12; Bieling 2011: 12). Wie das Zitat der PERG verdeutlicht, werden Erkenntnisse aus anderen sozialwissenschaftlichen Disziplinen in die Analyse mit aufgenommen, wodurch ökonomische, historische, politische und soziologische Erklärungen und Methoden vereint werden (vgl. Gilpin 2001: 31). Die Politische Ökonomie wird aufgrund dieses breiten analytischen Spektrums und einer grundlegenden Offenheit gegenüber anderen Wissenschaftsdisziplinen auch als Integrationswissenschaft bezeichnet (vgl. Bieling 2011: 51).<sup>8</sup>

<sup>7</sup> In der Geschichte der ökonomischen Lehre zeigte sich diese epistemologische Orientierung exemplarisch am Wegkürzen des *political* aus dem ursprünglichen *political economy* (vgl. Dunn 2009: 12; O’Brian/Williams 2010: 12). Die Umwandlung der *political economy* in *economics* wird oftmals auf Alfred Marshall zurückgeführt, der die Ökonomik als empirische und objektiv-wertfreie Wissenschaft etablieren wollte (vgl. Gilpin 2001: 26). Weitere prominente Vertreter der Neoklassischen Schule sind William S. Jevons, Carl Menger und Leon Walras.

<sup>8</sup> Bieling betrachtet die Politische Ökonomie als Initiative, die etablierte akademische Arbeitsteilung zu überwinden, „wonach sich die Wirtschaftswissenschaften lediglich mit Fragen ökonomischer Effizienz und Wohlstandsvermehrung zu befassen hatten, während sich die Politikwissenschaft nur für die Formen und Strategien der – gesellschaftlichen und inter-

Ein zentrales epistemologisches Merkmal der Politischen Ökonomie, das für die vorliegende Arbeit von Bedeutung ist, ist ihre spezifische methodische Art und Weise, wie die Entscheidungs- und Handlungsebene sozioökonomischer Akteure analysiert und erklärt wird. Die Politische Ökonomie sieht ökonomische Fragen und Probleme als gesellschaftliche Phänomene an. Die Rolle und Bedeutung der ökonomischen und politischen Akteure und die gesellschaftlichen Kräfteverhältnisse zwischen konkurrierenden Interessengruppen werden als zentrale heuristische Analysemethoden betrachtet (vgl. Simona Talani 2014: 18). Der handlungstheoretische Fokus richtet sich daher auf die Interessenlagen und Standpunkte von sozioökonomischen Akteuren, ihre historisch-konkreten Formen sowie auf die politischen und ökonomischen Konflikte, die daraus entspringen (vgl. Bieling 2011: 39, 43). Die Untersuchung des Einflusses von gesellschaftlichen Akteuren auf die Wirtschaftspolitik nimmt dabei einen besonderen Stellenwert ein.

Dieser Ansatz bestimmt auch die Art und Weise, wie die Rolle des Staates in der Ökonomie konzeptualisiert und problematisiert wird. In der politischen Ökonomie werden staatliche Akteure und Institutionen, sowie konkurrierende Interessengruppen und sozioökonomische Konflikte, die auf die staatliche Politik einwirken, in die ökonomische Analyse eingebettet. Staatliche Regulierung bildet nicht nur die wesentliche Grundlage, auf der die Ökonomie steht, sondern sie ist auch eine zentrale Einflussgröße der Ökonomie. Dies markiert einen Unterschied zu den marktwirtschaftlichen Idealmodellen der Mainstreamökonomik, die konstatieren, dass politische Eingriffe Marktprozesse negativ beeinträchtigen.<sup>9</sup> Aus dieser Einstellung leitet sich eine skeptische bis grundsätzlich ablehnende Haltung gegenüber den staatlichen Eingriffen in die Ökonomie ab.

---

nationalen – Macht- und Herrschaftssicherung interessierte“ (Bieling 2011: 12). Gilpin zufolge liegt das zentrale Problem in einer selektiven und beschränkten Wahrnehmung des Forschungsgegenstandes. Der Ökonomiebegriff der Ökonomik unterscheidet sich von dem der Politischen Ökonomie dahingehend, dass „Ökonomen Märkte als ein Bündel von unpersönlichen ökonomischen Kräften betrachten. Politökonomien hingegen interpretieren Märkte als ein soziopolitisches System, das durch machtvolle Akteure besiedelt ist“ (Gilpin 2001: 38). Die Lösung dieses Problems sieht Gilpin in einer begrifflichen Integration des Ökonomieverständnisses.

<sup>9</sup> Der neoklassischen Mainstreamökonomik zufolge spiegeln freie Märkte universale Rationalität wider, die *sui generis* die gesellschaftliche Wohlfahrt maximiert. Mit *politischen Eingriffen* werden überdies nicht nur Staaten adressiert, sondern auch gesellschaftliche Akteure wie Gewerkschaften und politische Parteien diskreditiert. In ihrem Streben nach universaler Gültigkeit verbannen die Neoklassiker Staat und Politik aus der ökonomischen Analyse, weil diese aufgrund ihres gesellschaftlichen Charakters nur schwer in eine formale,

Die Polemik um die konzeptionelle Herangehensweise ist Gegenstand der bis heute anhaltenden theoretischen Kontroverse zwischen orthodoxen und heterodoxen ökonomischen Schulen. Während der neoklassische-liberale Standpunkt Staat und Ökonomie als konträre Entitäten betrachtet, sehen Keynesianer und auch marxistische Ansätze darin komplementäre Sphären, die sich nicht widersprechen, sondern grundsätzlich gegenseitig bedingen (vgl. Nitzan/Bichler 2009; Bieling 2011: 48).<sup>10</sup>

In der Politischen Ökonomie ist der Staat kein ökonomisch neutraler Akteur, von dem einfach abstrahiert werden kann. Politische Regulierung und staatliche Wirtschaftspolitik sind selten neutral, weil ökonomische Probleme in der Regel

---

universal-einheitliche Lehre zu integrieren sind. Folglich steht die dichotome Trennung von Ökonomie und Politik, durch die gedanklich ein staatsfreier ökonomischer Raum geschaffen wird, im Zenit der neoklassischen Ökonomik. Das Problem bleibt aber mit all seinen Konsequenzen bestehen, weil ein derartiger staatsfreier sozialer Raum einfach nicht existiert, wie ihn die neoklassischen Ökonomen sich kontrafaktisch vorstellen (vgl. Ganßmann 2012: 226). Kritiker unterstreichen zudem, dass die Neoklassik zu falschen ökonomischen Rezepten neige. Zeit- und kontextlose idealtypische Aussagen sind problematisch, weil sie relevante Erklärungslücken erzeugen können, die bestenfalls dazu führen, dass politische und ökonomische Probleme, Umbrüche und Transformationen schwer nachvollziehbar werden. Viel gravierender wird es, wenn aufgrund des engen Blickwinkels, Rezepte entwickelt werden, die die zu lösenden spezifischen Probleme verschärfen (vgl. Hudson 2009: 328). Es wird bemängelt, dass der zunehmende Abstraktionsgrad und die Komplexität der von der Mainstreamökonomik gelehrt formalen Modelle nicht nur eine schwache soziale Relevanz aufweisen, sondern größtenteils irrelevant für das Verständnis und die Lösung realer sozialer und ökonomischer Probleme sind. Die heutige Ökonomik ist zunehmend von der realen faktischen Funktionsweise der Ökonomie abgekapselt, weil ihre universalen Annahmen und Erklärungsmodelle zu abstrakt für realistische Untersuchungen sind (vgl. Gilpin 2001: 30, 40 f.; O'Brian/Williams 2010: 12).

<sup>10</sup> Die neoklassische Mainstreamökonomik wird seit langem kritisch diskutiert. Bereits Mitte der 1970er Jahre fasste der Ökonom Bruno Frey die Kritik in vier Punkten zusammen: Die Überbetonung der Knappheit und des Einflusses der Technik, eine übertriebene Formalisierung und Eigendynamik der Theorie, der Ausschluss und die Vernachlässigung entscheidender gesellschaftlicher Probleme, und das Versagen des wirtschaftspolitischen Instrumentariums in realen Fragen (vgl. 1974: 358 f.). Warum die Neoklassik trotz dieser Vorwürfe auch heute die ökonomische Mainstreamlehre repräsentiert, ist eine klärungsbedürftige Frage, die wir hier aus Platzgründen nicht behandeln können. Neoklassiker verteidigen ihre methodische Vorgehensweise in der Regel mit dem Verweis auf die Aussagekraft ihrer Modelle. Die Kontrafaktizität der Annahmen wird dabei durchaus bewusst als notwendiges Übel hingenommen. Varoufakis entgegnet dem: „[T]he argument that assumptions do not matter (i.e. what *really* matters is how good the predictions are) is plainly false since, in economics, the assumptions are an integral part of the prediction.“ (Varoufakis 1998: 342) Er führt weiter aus, dass neoklassische Ökonomen nicht nur gegen eine immanente Kritik ihrer theoretischen Annahmen, sondern auch gegen empirische Einwände (selbst)immunisiert seien. Die Erklärung liege in der selbstrekursiven Struktur der Theorie und der Argumentationslinie, die nur schwer empirisch getestet und falsifiziert werden könne. Denn auch wenn die aufgestellten Thesen oder Prognosen in der Realität nicht zutreffen, wird diese Schwäche mit dem Hinweis auf die Verletzung der Annahmen zurückgewiesen.

keine neutralen Lösungen haben, wie das folgende Zitat exemplarisch auf den Punkt bringt:

“Free trade raises national welfare, but favors exporters over import-competing industries and abundant over scarce factors of production. Industry regulation that limits competition creates rents for producers at the expense of consumers, while environmental regulations raise costs to producers and possibly current consumers (through higher prices) but benefit future generations. Industry standards are among those issues with the fewest distributional implications, yet even here any standard is likely to favor the producers and countries that use that standard and harm those who must convert to it.” (Kahler/Lake 2009: 253f.)

Die Frage nach dem *who gains?* (Susan Strange) ist daher eine zentrale, wenn nicht gar die wichtigste Frage, mit der sich die Politische Ökonomie auseinandersetzt. Eine analytische Trennung von Staat und Ökonomie wird abgelehnt, denn eine derartige Betrachtung vernachlässigt sowohl die unterschiedlichen Interessen, als auch die konstitutive Rolle der Politik, die die Regeln vorgibt und somit auch jederzeit ändern kann. Die Aufmerksamkeit ist deshalb auf die spezifischen Bedingungen und Umstände gerichtet, unter denen Staaten wirtschaftspolitisch eingreifen, und ihren sehr unterschiedlich ausfallenden Resultaten und Implikationen.<sup>11</sup>

Nachdem wir nun kurz die allgemeinen Grundprinzipien der Politischen Ökonomie erläutert haben, stellt sich die Frage welche theoretischen und konzeptionellen Schlüsse daraus für die Untersuchung der Zentralbank und der Geldpolitik gezogen werden können. Aus einer politökonomischen Perspektive betrachtet, ist Geld weder ökonomisch noch sozial eine neutrale Größe. Die ökonomische Nicht-Neutralität des Geldes bezieht sich auf den Einfluss des Geldangebots auf die relativen Preise, was Gegenstand der Kontroverse zwischen der monetär-neoklassischen Orthodoxie und heterodoxen Theorien ist. Dabei geht es kurz gefasst um die Frage, ob Geld bzw. die Geldmenge Einfluss auf ma-

---

<sup>11</sup> Kritiker betonen, dass die konventionelle neoklassische Ökonomik sich auch deshalb so erfolgreich etablieren konnte, weil sie die herrschenden Verhältnisse widerspiegelt und deren ideologischer Reproduktion dient. Hierzu merkt Varoufakis an: „[I]t built a narrative which appealed to governments, to business and, generally, to the strong and powerful in society.“ (Varoufakis 1998: 366) Auch Gilpin unterstreicht, dass die Themen und Erklärungsansätze, die aufgegriffen werden, die Aufmerksamkeit auf Werte und Interessen von dominanten Kapitalfraktionen lenke (vgl. 2001: 30). Noch drastischer formuliert es Joseph Stiglitz, der die Mainstreamtheorie als „bogus, debunked theory, which has remained in circulation mostly because it serves the interest of the wealthiest“ angreift (vgl. [http://opinionator.blogs.nytimes.com/2014/03/15/on-the-wrong-side-of-globalization/?\\_r=0](http://opinionator.blogs.nytimes.com/2014/03/15/on-the-wrong-side-of-globalization/?_r=0), aufgerufen am 1.2.2015).

ökonomische Größen, wie u. a. Produktion und Beschäftigung, hat. Die sogenannte Neutralitätstheorie des Geldes konstatiert, dass die Geldmenge lediglich das Preisniveau in einer Wirtschaft bestimmt. Wie ich an anderer Stelle ausführlich gezeigt habe, wirkt Geld auf die relativen Preise in einer monetären Ökonomie und ist folglich zu keinem Zeitpunkt eine zu vernachlässigende ökonomisch neutrale Größe (vgl. Şener 2014: 41 ff., 72). Die Bedingungen, unter denen Geld zur Verfügung steht, sind je von entscheidender Bedeutung für die ökonomischen Aktivitäten und Entwicklungen.

Die sozioökonomische Nicht-Neutralität des Geldes leitet sich aus der Tatsache ab, dass in einer Geldwirtschaft die Produktion und Allokation von Waren, Gütern und Dienstleistungen fast ausschließlich über Geld geregelt wird. Geld erfüllt hierbei eine doppelte Funktion, es entscheidet über gesellschaftliche Inklusion und Exklusion. In einer Gesellschaft, in der Geld der entscheidende Zugangsschlüssel zur materiellen oder immateriellen Wohlfahrt ist, haben nur diejenigen Personen eine Existenzberechtigung, die ausreichende monetäre Mittel vorweisen können.<sup>12</sup> Der entscheidende Punkt ist, dass nicht alle den gleichen Zugang zu Geld haben (vgl. Ganßmann 2012). Geld ist gleichzeitig ein Ausschlussmechanismus der künstliche Knappheit herstellt, in dem es diejenigen Mitglieder der Gesellschaft von der gesellschaftlichen Wohlfahrt ausschließt, die nicht über Geld verfügen. Aufgrund dieses Zwangscharakters ist Geld kein wertneutrales und neutrales Hilfsmedium, das die Tauschwirtschaft am Laufen hält, sondern eine sozioökonomische nicht neutrale Größe (vgl. Şener 2014: 73 ff.). Die ökonomische und sozioökonomische Nicht-Neutralität des Geldes bildet den Hintergrund, warum auch Geldpolitik grundsätzlich nicht neutral ist. In einer offenen Ökonomie sind sozioökonomische Akteure unterschiedlich von geld- und währungspolitischen Entscheidungen und Entwicklungen betroffen. Bill Dunn resümiert diese Dimension für die Geldpolitik mit dem folgenden Zitat:

“Intervention to alter interest rates, exchange rates and the supply of money are similarly not technical questions, but tied to political interests: those of labour or capital, but also of export industries against import, of financial capital against industry. Managing money and finance is often presented as a technical matter

---

<sup>12</sup> Damit wird ein grundlegendes politökonomisches Merkmal der Geldwirtschaft deutlich: Ziel und Zweck ökonomischer Tätigkeit (Produktion) ist nicht primär die Befriedigung von Bedürfnissen, sondern die Herstellung des Zugangs zu Geld, und im zweiten Schritt die Anhäufung von Geld.

(too complex to be understood by non-experts). It is 'depoliticised', for example, in the assertion of central bank autonomy. Monetary policy, sometimes drastic policy, then seems to be non-policy." (Dunn 2009: 208)

In der politökonomischen Analyse werden daher Auswirkungen der Zinspolitik, der Wechselkurse und Inflationsraten auf die verschiedenen Wirtschaftssektoren, Gläubiger-Schuldner-Verhältnisse, Beschäftigung, Reallöhne und Einkommensverteilung thematisiert. Die unterschiedlichen geld- und währungspolitischen Präferenzen von sozioökonomischen Akteuren und Kapitalfraktionen basieren auf deren Rolle im Produktionsprozess und dem Einfluss des Währungskurses auf die relativen Preise (vgl. Frieden 1991: 445). Die Produzenten von nicht-international konkurrierenden Gütern und Dienstleistungen, sowie internationale Handels- und Investorengruppen profitieren in der Regel von einer aufgewerteten Währung. Im Gegensatz dazu bevorzugen exportorientierte Sektoren und Wirtschaftszweige, die in Konkurrenz zu Importprodukten stehen, eher eine schwache Währung. Eine weitere Differenzierung der geldpolitischen Präferenzen erfolgt über die Bedeutung der geldpolitischen Autonomie und der Währungskursflexibilität. Exportorientierte Unternehmen und internationale Handels- und Investorengruppen bevorzugen stabile Wechselkurse und räumen der geldpolitischen Autonomie geringere Bedeutung zu als Produzenten, die für den Binnenmarkt produzieren oder mit nicht-international konkurrierenden Gütern und Dienstleistungen handeln (vgl. ebd.).<sup>13</sup>

Die Politische Ökonomie beschreibt jedoch nicht nur deskriptiv die unterschiedlichen Auswirkungen einer Geldpolitik auf die Gesellschaft, sondern untersucht auch den Einfluss der sozioökonomischen Akteure auf geldpolitische Entscheidungen. Aus dieser analytischen Perspektive wird deutlich, dass es nicht die eine richtige und neutrale Geldpolitik gibt. Die Klärung der Hintergründe und Ursachen eines bestimmten geldpolitischen Kurses einer Zentralbank und einer Regierung ist deshalb ein zentrales Anliegen eines politökonomischen Forschungsprogramms, in dem die Geldpolitik im Fokus steht.

---

<sup>13</sup> Simona Talani präzisiert Friedens Modell, indem sie den öffentlichen Sektor und das Finanz- und Bankkapital in das Modell integriert. Während beide Sektoren von einer starken Währung profitieren, unterscheiden sie sich in ihrem Standpunkt zu stabilen oder flexiblen Währungskursen. Der Finanz- und Bankensektor ziehe fixe Kurse und eine geringe nationale Geldautonomie vor. Der öffentliche Sektor hingegen profitiere in der Regel von einer hohen Währungsflexibilität und der Autonomie in der Geldpolitik (vgl. Frieden 1991: 445; Simona Talani 2014: 51).

Als letzten Punkt wollen wir einen kurzen Überblick über die unterschiedlichen politökonomischen Schulen geben. Politökonomische Forschungsprogramme haben ab den 1970er Jahren eine *Renaissance* erlebt und sich seitdem als anerkannte Forschungsdisziplin etabliert (vgl. Frey 1974: 357).<sup>14</sup> Diese Neuentdeckung ging jedoch nicht mit der Herausbildung einer disziplinübergreifenden einheitlichen Schule einher. Sowohl in der Ökonomik als auch in den Politikwissenschaften existieren heute zahlreiche inter- und transdisziplinäre wissenschaftliche Ansätze, die Politische Ökonomie als Forschungsgegenstand aufgreifen (vgl. Bieling 2011: 12). Eine weit verbreitete Unterscheidung wird in der Regel zwischen denjenigen Forschungsansätzen gemacht, die aus der ökonomischen (Mainstream)Lehre kommen und denjenigen, die innerhalb der Politikwissenschaften entwickelt wurden (vgl. Simona Talani 2014: 20).

Innerhalb der ökonomischen Lehre haben sich die beiden Theorieschulen der neoklassischen Institutionenökonomik und der Neuen Politischen Ökonomie gebildet – letztere wird auch als Public-Choice Theorie oder Ökonomische Theorie der Politik bezeichnet, die auch in der Politikwissenschaft Einzug gehalten hat (vgl. Frey 1974: 390; Gilpin 2001). Diese Theorieschulen interpretieren die Politische Ökonomie als eine Herangehensweise, die ökonomische Argumente und Konzepte, wie z. B. Allokationseffizienz, Nutzenmaximierung, Externalitäten oder Skaleneffekte, modelltheoretisch auf die Analyse von Politik und Gesellschaft, sowie deren Institutionen und Strukturen ausweitet (vgl. O'Brian/Williams 2010: 12).<sup>15</sup>

Die traditionelle Politische Ökonomie hat einen breiteren sozialwissenschaftlichen Fokus. Im Mittelpunkt dieser interdisziplinären Ansätze stehen neben der Untersuchung von ökonomischen Prozessen, die Erklärung von gesellschaftlichen Strukturen und Hierarchien, die Bedeutung von Akteuren und Konflikten,

---

<sup>14</sup> Mit Renaissance wird auf die klassische Politische Ökonomie angespielt, die sich im Zeitalter des klassischen Liberalismus in England als dominante Schule etablierte, und ökonomischen und gesellschaftlichen Fragen und Zusammenhängen widmete. Zu deren prominentesten Vertretern gehörten Adam Smith, David Ricardo und John S. Mill. Dogmengeschichtlich werden auch Friedrich List und Karl Marx zu den Klassikern der Politischen Ökonomie gezählt (vgl. Bieling 2011: 10 f.). Die klassische Politische Ökonomie erfuhr mit dem Aufkommen der Neoklassik eine Zäsur.

<sup>15</sup> Für einen Überblick über die unterschiedliche Herangehensweise von Ökonomen und Politikwissenschaftlern an die Politische Ökonomie siehe Gilpin (2001), Bieling (2011) und Simona Talani (2014). Ein aufschlussreiches Fallbeispiel zur unterschiedlichen Vorgehensweise und Fragestellung ökonomischer und politischer Modelle (am Beispiel *Global Governance*) geben Kahler und Lake (2009).

die Herausbildung von politökonomischen Regulationsweisen und Strategien, sowie Fragen nach den institutionellen Formen und Bedingungen, die aus diesen Entwicklungen resultieren. In Abgrenzung zu den ökonomischen Modellen werden diese Ansätze auch als kritische oder Heterodoxe Politische Ökonomie bezeichnet.

Die Heterodoxe Politische Ökonomie stellt die Allokationseffizienz der Märkte und die nationalstaatlichen Machtlogiken in Frage (vgl. Bieling 2011: 48). Zudem wird das Verhältnis zwischen Staat und Markt nicht als konträr, sondern als komplementär aufgefasst.<sup>16</sup> Im Gegensatz zu den formal-empirischen Analysemethoden der orthodoxen Theorien, die von rational agierenden und nutzenmaximierenden Akteuren ausgehen, ist die kritische Politische Ökonomie durch eine eklektische methodische Vorgehensweise gekennzeichnet, die ökonomische, historische, soziologische und politische Umstände und Begebenheiten (sozioökonomische Kräfteverhältnisse) vereint und diese für die Erklärung ökonomischer Entwicklungen und realer Zustände heranzieht (vgl. Gilpin 2001: 30; Simona Talani 2014: 59 ff.).

### 1.3 Methodische Vorgehensweise und Gliederung

In der ökonomischen Lehre hat sich die ZBU als kaum noch hinterfragtes, orthodoxes Idealmodell durchgesetzt. Sie zählt zu den Hauptmerkmalen des Neuen Monetären Konsens in der Makroökonomik (vgl. Epstein 2009: 68; Howells 2009: 18). Dies kann an der umfangreichen akademischen Literatur abgelesen werden, die sich in den vergangenen Dekaden mit dieser Thematik beschäftigt hat.<sup>17</sup> Die Idee der ZBU wird von einem neoklassisch-monetaristischen Theorie-Nexus verteidigt, der eine diskretionäre Geldpolitik nicht für sinnvoll hält, weil dadurch Preisstabilität und ökonomische Wohlfahrt gefährdet würden. Insbesondere aus dem Theorieumfeld der Neuen Institutionenökonomik und der Neuen

---

<sup>16</sup> Das bedeutet, dass beispielsweise Prozesse wie Liberalisierung, Deregulierung oder Privatisierung nicht als eine Entpolitisierung der Ökonomie interpretiert werden. Diese Maßnahmen sind keine neutralen, wirtschaftspolitischen Strategien, die sich lediglich als ökonomische Sachzwänge (TINA) aufdrängen. Vielmehr reflektieren sie konkurrierende Interessen, Konfliktlagen und Aushandlungsprozesse (vgl. Bieling 2011: 48).

<sup>17</sup> Für einen Überblick über diese Literatur siehe DeBelle und Fischer (1995), Eijffinger und De Haan (1996), Forder (2001), Issing (2006), sowie Cukierman (2008).

Politischen Ökonomik wurde politischer Einfluss in der Geldpolitik vielseitig problematisiert und eine unabhängige Zentralbank zur Lösung des Inflationsproblems erklärt. Mit überwiegend normativen Argumenten legen diese Ansätze dar, wie eine unabhängige Zentralbank institutionell gestaltet werden sollte, um diese Zielsetzung zu erreichen (vgl. Chang 2003: 5 f.).

Die vorliegende Arbeit geht demgegenüber von einem kritischen interdisziplinären politökonomischen Ansatz aus. Sie beschränkt sich in der Untersuchung der türkischen Geldpolitik nicht nur auf geldtheoretische Aspekte, sondern betrachtet auch die strukturelle und institutionelle Dimension, das gesetzliche Statut der Zentralbank, und thematisiert konkurrierende Interessenlagen und den politischen Einfluss in der Geldpolitik. Wie notwendig eine interdisziplinäre Herangehensweise ist, zeigt sich gerade im Vergleich zu den seit 2001 erschienenen Untersuchungen zur Unabhängigkeit der türkischen Zentralbank. Die meisten dieser Studien sehen die Unabhängigkeit der CBRT als gegeben an, ohne den empirischen Befund näher zu untersuchen. Sie gelangen zu einer insgesamt positiven Bewertung der ZBU, weil die Inflation nach 2001 gesenkt werden konnte und Preisstabilität zur zentralen Achse der Geldpolitik wurde. Dass die geringere Inflation auf andere Ursachen als auf die konstatierte ZBU zurückgeführt werden kann, wird vernachlässigt.

Andere Studien widmen sich der Berechnung von Unabhängigkeitsindizes für die CBRT und vergleichen diese mit internationalen Beispielen aus den Industrie- und Schwellenländern. Zu erwähnen ist hier die komparative institutionelle Untersuchung von Caner Bakır (2007), die die Zentralbankreform von 2001 hinsichtlich ihrer Hintergründe, formellen Merkmale und institutionellen Auswirkungen diskutiert. Bakırs methodischer Schwerpunkt liegt in der Messung der politischen und ökonomischen Unabhängigkeit der CBRT anhand mehrerer Indizes, die auch in dieser Arbeit Verwendung finden, weil sie als wegweisend gelten. Einen wieder anderen Weg schlägt die Untersuchung von Ümit Akçay (2009) ein. In Akçays Untersuchung steht eine konzeptionelle Analyse des strukturellen Verhältnisses von Staat und Zentralbank, sowie eine Diskussion der politökonomischen Zusammenhänge und Interessen im Vordergrund. Im Unterschied zur Studie von Bakırs ist die Analyse von Akçay durch einen interdisziplinären Ansatz gekennzeichnet, indem politikwissenschaftliche und soziologische Erklärungen zum Thema Geldpolitik Berücksichtigung finden.

Allerdings verzichtet die Arbeit von Akçay weitgehend auf empirische Analysen zur Geldpolitik.

Die vorliegenden Untersuchungen liefern wichtige Erkenntnisse. Ihr Umgang mit der Problematik lässt jedoch wichtige Fragen offen. Für eine zufriedenstellende Analyse wird in dieser Arbeit die institutionelle Dimension der türkischen Zentralbankpolitik mit einer monetären Analyse verknüpft. Dazu werden erstmalig die Programme, Kommentare und Stellungnahmen von der Regierungspartei und von den Zentralbankgouverneuren einbezogen, die die Grundlage für die qualitative Interpretation und Evaluierung der türkischen Geldpolitik bilden. Zum anderen wurde umfangreiches statistisches Datenmaterial von der türkischen Zentralbank, dem Schatzamt und dem Türkischen Statistikamt aufgearbeitet und anhand von Tabellen und Zeitreihen graphisch veranschaulicht. Das Spektrum geldpolitischer Interventionen der türkischen Zentralbank erstreckt sich von der Zinspolitik, der Mindestreservpolitik bis hin zu direkten und indirekten Eingriffen in die Liquiditäts- und Wechselkursentwicklung. Für die quantitative Analyse der Geldpolitik wurde entsprechendes Datenmaterial anhand von Fallbeispielen ausgewertet. Um verteilungspolitische Implikationen der Geldpolitik zu demonstrieren, werden eigens berechnete, repräsentative Zahlen zur aktuellen Einkommensentwicklung in der Türkei präsentiert.

Im ersten Schritt wird die theoretische Dimension und Bedeutung der formellen Zentralbankunabhängigkeit problematisiert. Im zweiten Schritt werden die institutionellen Bedingungen und das geldpolitische Regelwerk diskutiert, unter denen die CBRT operiert. Im Anschluss daran wird die faktisch umgesetzte Geldpolitik zwischen 2001 und 2014 untersucht. Um die Frage nach dem tatsächlichen Einfluss der Regierung auf die Geldpolitik zu beantworten, wird anhand von empirischen Fallbeispielen überprüft, ob sich die geldpolitischen Maßnahmen und Entscheidungen der CBRT mit dem offiziell vorgegebenen Regelwerk decken. Diese methodische Vorgehensweise ist notwendig, weil wir keine Einblicke in die unmittelbaren Entscheidungsprozesse haben und daher auf die Analyse geldpolitischer Entwicklungen und Entscheidungen zurückgreifen müssen. Die vorliegende Arbeit wird zeigen, dass der derzeitige Status der CBRT Einflusskanäle der Politik nicht ausschließt. Die türkische Regierung interveniert sowohl auf formellen, als auch auf informellen Wegen weiterhin in geldpolitische Entscheidungen. Die Eingriffe in die Zins- und Wechselkurs-

politik sind vor allem nach der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 deutlich zu sehen.

Die einzelnen, hier skizzierten Schritte der Untersuchung dienen dem Nachweis, dass die türkische Geldpolitik einer anderen ‚Logik‘ folgt, als es den Anschein hat. Häufig wird als Grund für die gesunkenen Inflationsraten vorschnell die formalrechtliche Unabhängigkeit der türkischen Zentralbank genannt. Auch wenn der Schwerpunkt der Analyse auf der türkischen Geldpolitik liegt, soll in dieser Untersuchung auch gezeigt werden, auf welch wackeligen Füßen das Paradigma der Entpolitisierung der Geldpolitik steht: In einer auf Konkurrenz beruhenden Geldökonomie kann weder Geld neutral sein, noch die Geldpolitik entpolitisiert werden.<sup>18</sup>

Die in dieser Untersuchung betriebene empirische Analyse besteht aus zwei Ebenen. Die erste Ebene kann als formell-institutionelle Analyse bezeichnet werden, indem die institutionellen Merkmale der türkischen Zentralbank betrachtet werden. Hier stehen Ziele, Instrumente und der organisatorische Aufbau der Zentralbank im Vordergrund. Zudem werden Aspekte der Rechenschaftspflicht und Transparenz erörtert. Die zweite Ebene der Analyse betrachtet das geldpolitische Regelwerk und die geldpolitischen Maßnahmen, die umgesetzt wurden. Die vorliegende Arbeit ist wie folgt gegliedert:

Im zweiten Kapitel werden die zentralen theoretischen Argumente und Konzepte vorgestellt, mit denen eine unabhängige Zentralbank begründet wird. Zunächst wird der politökonomische Rahmen geschildert, in welchem unabhängige Zentralbanken populär geworden sind. Gleichzeitig werden die in diesem Prozess zugrunde liegenden politökonomischen Motive erörtert. Anschließend werden marktliberale Argumente und Ansätze aus der Institutionenökonomik bzw. der Neuen Politischen Ökonomik und ihre Stärken und Schwächen diskutiert. Die zentrale These all dieser Ansätze lautet, dass eine unabhängige Zentralbank zu einer Senkung und Stabilisierung der Inflation führt. Im Anschluss wird auf die kritische empirische Debatte über die ökonomische Wirkung der ZBU ein-

---

<sup>18</sup> Die Behauptung, dass ZBU keine ökonomisch negativen Auswirkungen hat, ist eng mit der Theorie über die Neutralität des Geldes verbunden (vgl. Alesina/Summers 1993: 159). Für die hiesige Argumentation ist dieser Aspekt von zentraler Bedeutung, weil die Neutralitätstheorie eine der intellektuellen Voraussetzungen ist und eine argumentative Stütze für die Befürworter der unbedingten Unabhängigkeit der Zentralbank und einer Entpolitisierung der Geldpolitik liefert (vgl. Şener 2014).

gegangen. In diesem Zusammenhang widmen wir uns auch der Frage, welche Interessen von unabhängigen Zentralbanken strukturell begünstigt werden. Wir diskutieren die Kritik heterodoxer Ökonomen und verweisen auf die Finanzialisierungs-Debatte und deren Verknüpfung mit der ZBU. Abschließend erörtern wir die These, warum der Status unabhängiger Zentralbanken als relative Autonomie bezeichnet werden sollte.

Im dritten Kapitel werden die Zentralbankunabhängigkeit näher definiert und methodische Ansätze vorgestellt, mit denen in der Fachliteratur die ZBU gemessen und evaluiert wird. Im ersten Teil wird diskutiert, unter welchen Umständen eine Zentralbank als politisch unabhängig gesehen wird. Im zweiten Teil werden zunächst Methoden vorgestellt, die den formellen und institutionellen Unabhängigkeitsgrad von Zentralbanken ermitteln. Anschließend wird der Neue Konsens in der Geldpolitik erörtert und das Taylor-Modell vorgestellt, mit dem in der Literatur die Geldpolitik einer unabhängigen Zentralbank, die eine Zielinflationstrategie verfolgt, evaluiert wird. Nachdem wir die Stärken und Schwächen der Taylor-Regel und der Zielinflationstrategie erörtert haben, diskutieren wir die Probleme dieser Ansätze. Abschließend erörtern wir die methodische Vorgehensweise der vorliegenden Untersuchung.

Im vierten Kapitel steht die türkische Zentralbank im Mittelpunkt der Analyse. Zunächst werden grundlegende institutionelle Merkmale der CBRT vorgestellt. Danach wird ein kurzer historischer Abriss der Zentralbankentwicklung in der Türkei gegeben. Anschließend werden die Hintergründe der Zentralbankreform erörtert, mit der 2001 Preisstabilität zum obersten geldpolitischen Ziel erklärt und die formelle Unabhängigkeit der Zentralbank deklariert wurde. Im Mittelpunkt des Kapitels steht die Diskussion der institutionellen Merkmale hinsichtlich der Unabhängigkeit der türkischen Zentralbank. Aufgrund der Tatsache, dass die Zentralbankreform im Kontext des EU-Integrationsprozesses der Türkei stattfand, werden die Gemeinsamkeiten und die verbleibenden Unterschiede des CBRT Statuts mit dem der EZB aufgezeigt. Hierauf folgt ein Überblick über die empirische Messung der Unabhängigkeit der türkischen Zentralbank. Die zentrale Aussage dieses Kapitels lautet, dass die CBRT auch nach ihrer Reform lediglich über eine relative Autonomie verfügt.

Bevor die türkische Geldpolitik analytisch ausgewertet wird, stellt das fünfte Kapitel das geldpolitische Regelwerk, die zentralen Merkmale der Anti-Infla-

tionsstrategie, ihre Resultate und Auswirkungen vor. Das Kapitel beginnt mit einem kurzen Überblick über das Wechselkursstabilitätsprogramm und dessen Scheitern, was letztlich den Anlass zur Zentralbankreform gab. Anschließend wird die Implementierung der Zielinflationstrategie beschrieben. Hierauf folgt eine Schilderung der Disinflation in der Türkei in den 2000er Jahren und ein Überblick über die Fiskalpolitik und die Lohnentwicklung, die zur Disinflation beigetragen haben. Abschließend werden empirische Daten präsentiert, die zeigen, welche Sektoren von der türkischen Geldpolitik profitiert haben. Die in dieser Arbeit vorgestellten empirischen Daten lassen darauf schließen, dass der Inflationsrückgang in der Türkei – entgegen einer weit verbreiteten Auffassung – nicht zu einer sichtlichen Verbesserung von Arbeitseinkommen, vor allem nicht im unteren Einkommenssegment, geführt haben.

Im sechsten Kapitel wird die türkische Zinspolitik im Zeitraum von 2001 bis 2014 analysiert. Zunächst wird die Zinsentwicklung geschildert. Danach diskutieren wir die Frage inwiefern das Taylor-Modell die Zinspolitik der CBRT beschreiben kann. Dies soll klären, ob die CBRT als eine konservative Zentralbank eingeschätzt werden kann, die hauptsächlich Preisstabilität anpeilt. Anschließend wird die Zinspolitik in der Betrachtungsperiode anhand von drei Fallbeispielen näher untersucht. Hierauf folgt eine Diskussion internationaler ökonomischer Einflussfaktoren, der internationalen Leitzinsen und der Wechselkursentwicklung, auf die türkische Zinspolitik. Abschließend erörtern wir das Verhältnis zwischen Regierung und Zentralbank und zeigen, wie und zu welchem Zeitpunkt die Regierung Druck und Einfluss auf die Zinspolitik der CBRT ausgeübt hat. Das Ziel dieses Kapitels ist es, anhand empirischer Beispiele zu zeigen, dass die CBRT ihre Zinspolitik vor allem nach 2008 entlang der Wirtschaftspolitik der Regierung ausgerichtet hat. Dabei spielen internationale ökonomische Entwicklungen eine wichtige Rolle. Sie bestimmen den Handlungsraum in der Zinspolitik. Ferner wird gezeigt, dass die Türkei bis zum Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise hohe Realzinsen zahlte, um internationales Kapital anzulocken. Nach 2008 konnten diese Realzinsen jedoch sichtlich gesenkt werden. Die Ausführungen in diesem Kapitel sollen die zentrale These der Arbeit belegen, dass die türkische Geldpolitik trotz ZBU nicht autonom agiert.

Im Mittelpunkt vom siebten Kapitel steht die Analyse der Liquiditäts- und Geldmengenpolitik der CBRT. Um die Geldmengenpolitik einschätzen zu können, werden zentrale Posten aus der Zentralbankbilanz erörtert. Anschließend wird die Offenmarkt- und die Mindestreservepolitik der CBRT diskutiert. Die Geldmengenentwicklung wird separat behandelt. Abschließend wird der empirische Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation in der Türkei betrachtet. Ein Exkurs schildert die Inflations- und Geldmengenentwicklung im Euroraum, die zum Verständnis der türkischen Entwicklung entscheidend ist. Ziel dieses Kapitels ist es zu zeigen, dass die CBRT in den vergangenen Jahren phasenweise eine sehr aktive Mindestreserve- und Offenmarktpolitik betrieben hat, um die Liquidität ohne Zinsänderung steuern zu können. Diese Entscheidung lässt sich mit dem politischen Druck der Regierung erklären, die Leitzinsen nach 2008 zu senken und auf einem niedrigen Niveau zu halten. Neben dem politischen Einfluss auf die Geldmengenpolitik soll in diesem Kapitel zudem gezeigt werden, dass die Inflation in der Türkei seit 2001 zwar positiv, mit der Entwicklung der Geldmenge korreliert, nicht jedoch parallel mit ihr gestiegen ist. Der Zusammenhang zwischen Geldmengenexpansion und Inflation ist, wie in den übrigen OECD-Staaten, schwach. Dieses Resultat kann als eine Bestätigung der Theorie der Endogenität des Geldes aufgefasst werden, die quantitätstheoretischen Erklärungen widerspricht (vgl. Şener 2014).

Im achten Kapitel steht die Währungspolitik im Mittelpunkt. Zunächst werden die Wechselkursentwicklung nach 2001 geschildert und die währungspolitischen Maßnahmen diskutiert, die vor allem durch Deviseninterventionen und Reserveaufstockung geprägt waren. Die hier aufgearbeiteten Daten lassen darauf schließen, dass die TRY in dieser Phase real aufgewertet hat.<sup>19</sup> Anschließend argumentieren wir, dass die CBRT ein Währungsregime des managed floating verfolgt hat, die eine gezielte Aufwertung herbeiführen sollte. Wir erörtern die Motive und den Zweck der Aufwertung und diskutieren die Auswirkungen auf Inflation, Kapitalflüsse und Außenhandel. Im letzten Abschnitt wird der politökonomische Kontext diskutiert und der Einfluss der Politik auf die Währungs-

---

<sup>19</sup> Der Name und die Abkürzung für die türkische Währung wurde in den vergangenen Jahren mehrfach geändert. Bis in die 2000er Jahre wurde die Türkische Lira mit TRL abgekürzt. Zwischen 2006 und 2008 trug die Währung den Namen *Yeni Türk Lirası* (YTL), was *Neue Türkische Lira* bedeutet. Ab 2009 wurde der Name erneut in *Türkische Lira* umbenannt und mit TL abgekürzt. In dieser Arbeit wurde durchgehend die internationale Abkürzung TRY verwendet.

## 1 *Einleitung*

politik illustriert. Wir zeigen, dass nach der globalen Wirtschaftskrise 2007/08 die Sicherung der finanziellen Stabilität und des Wechselkurses an Bedeutung gewonnen hat. Zudem war diese Periode gekennzeichnet durch eine wachsende Kritik der Aufwertungsgegner. Das Ziel dieses Kapitels ist es zu zeigen, dass die türkische Regierung auch in der Wechselkurspolitik Einfluss geltend gemacht hat und die CBRT versuchte, den Wechselkurs entlang der Wirtschaftspolitik der Regierung auszurichten.

Im neunten Kapitel werden die zentralen Erkenntnisse der Arbeit zusammengefasst und resümiert, warum die türkische Zentralbank lediglich über eine relative Autonomie verfügt.

## 2 Das Paradigma der Zentralbankunabhängigkeit

„In short, the manifest aim is to depoliticize monetary policy, and place it in the hands of institutionally autonomous experts whose claim to neutrality is based on the application of positive economic science.“ (Ingham 2004: 146)

In der Geldpolitik findet die Kontroverse um das Verhältnis von Politik und Ökonomie ihren institutionellen Ausdruck in der Strategie der Zentralbankunabhängigkeit. Von einer unabhängigen Zentralbank wird dann gesprochen, wenn die Regierung eines Nationalstaates die Geldpolitik an Regeln bindet und geldpolitische Entscheidungen an die Zentralbankführung delegiert. Beabsichtigt wird damit, wie es im neoliberalen Fachjargon heißt, die Geldpolitik aus dem „Dienst der Politik“ zu stellen.<sup>20</sup> In den vergangenen zwei Dekaden ist das Konzept der Zentralbankunabhängigkeit zum Mainstream in der Wirtschaftspolitik und in der akademischen Forschung aufgestiegen (vgl. Cukierman 2008: 723).

Unabhängige Zentralbanken kamen im Zuge der neoklassisch-monetaristischen Kritik der keynesianischen Wirtschaftspolitik auf die akademische Agenda. Die Entpolitisierung der Zentralbank wurde insbesondere von marktliberalen Ökonomen verteidigt (vgl. Hayek 1990). Populär wurde ZBU jedoch erst durch die Neue Institutionenökonomik und die Neue Politische Ökonomik, die mit neuen Argumenten versuchten, eine unabhängige Zentralbank zu legitimieren und Vorschläge entwickelten ZBU umzusetzen.<sup>21</sup> Ihr Ausgangspunkt war die

---

<sup>20</sup> Vgl. beispielsweise FAZ vom 9.8.2011.

<sup>21</sup> Der gemeinsame Nenner dieser Theorieansätze besteht darin, dass sie trotz ihres unterschiedlichen Forschungsschwerpunkts und -gegenstandes, von rationalen Akteuren ausgehend, die für die Neoklassik charakteristische Untersuchungsmethodik teilen und zu gleichen Ergebnissen kommen.

Forderung, dass Geldpolitik regelorientiert und entpolitisiert sein sollte.<sup>22</sup> Eine kritische Gegenposition kam aus dem Spektrum heterodoxer Ökonomen, die die theoretischen Argumente und empirischen Modelle dekonstruieren und kritisieren, die von den Protagonisten der ZBU angeführt werden. Diese Kontroverse bildet den theoretischen Rahmen und Referenzpunkt dieser Analyse.

Zunächst schildern wir den politökonomischen Rahmen und erörtern die Motive die sich hinter der Forderung einer unabhängigen Zentralbank verbergen. Anschließend werden theoretische Ansätze zur Begründung von unabhängigen Zentralbanken vorgestellt und deren Stärken und Schwächen diskutiert. Im Fokus stehen marktliberale Erklärungen – stellvertretend werden hier die Ausführungen von Hayek skizziert –, sowie neuere Ansätze aus der Neuen Institutionenökonomik und der Neuen Politischen Ökonomik. Diese Theorien sehen in der ZBU, ein Mittel der Inflationsneigung politischer Akteure zu begegnen und die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik sicherzustellen. Im Fortgang des Kapitels erörtern wir das Verhältnis zwischen der ZBU und einigen makroökonomischen Parametern anhand von empirischen Studien, und gehen auf die Frage ein, welche sozioökonomischen Akteure von einer unabhängigen Zentralbank profitieren.

Die Protagonisten als auch ihre Kritiker sehen die Möglichkeit einer unabhängigen Zentralbank als gegeben an. Im Gegensatz zu den Befürwortern der ZBU bemängeln die Kritiker die Konsequenzen, die mit einer derartigen geldpolitischen Strategie verbunden sind, und verweisen auf strukturelle Interessen denen damit Vorrang gegeben wird. In dieser Arbeit wird gezeigt, dass die Annahme, die Geldpolitik sei unabhängig, im Grundsatz problematisch ist und sich empirisch nicht bestätigt. Im Mittelpunkt steht das Argument, dass die Ausrufung der ZBU nicht mit einer Entpolitisierung oder gar mit der Neutralität der Geldpolitik gleichzusetzen ist. Zum Abschluss dieses Kapitels soll erläutert werden, warum der Status de jure unabhängiger Zentralbanken besser mit dem Konzept der relativen Autonomie beschrieben wird.

---

<sup>22</sup> Neben diesen neuen Analysen sind in den letzten Jahren auch institutionentheoretische Untersuchungen erschienen, die explizit die Mechanismen und Auswirkungen des politischen Einflusses auf die Geldpolitik thematisieren (vgl. Chang 2003).

## 2.1 Politökonomischer Rahmen und Motive

Die Rolle der Zentralbank ist in der Literatur umfassend analysiert und erörtert worden. Gemäß der keynesianischen Wirtschaftspolitik hatten die Zentralbanken sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern die Aufgabe, die Geld- und Kreditpolitik in Einklang mit den staatlichen Ausgaben und Investitionsplänen zu bringen. In den allermeisten Fällen standen sie unter der direkten Kontrolle der Wirtschafts- und Finanzministerien. In vielen Entwicklungs- und Schwellenländern übernahmen Zentralbanken praktisch die Funktion von Entwicklungsbanken, die bestimmte Wirtschaftszweige und Sektoren mit günstigen Krediten versorgten (Almeida et al. 1996: 98; vgl. Cukierman 2008: 722).

Historisch kann die ZBU mit zwei vorausgehenden Entwicklungen in Verbindung gebracht werden: dem Erstarren des preisstabilitätsorientierten *Monetarismus* in der Geldpolitik und der Liberalisierung der Kapital- und Finanzmärkte, die eine neue Debatte über die Regulierungsweise in der Geldpolitik einleitete.<sup>23</sup> Popularität erlangten unabhängige Zentralbanken insbesondere nach der Auflockerung der Kapitalverkehrsbeschränkungen ab Mitte der 1980er Jahre (vgl. Huffs Schmid 2002; Dunn 2009: 213 f.).<sup>24</sup> Im Zeitalter gestiegener Kapitalmobilität sowie internationaler Finanzmarkt- und Wechselkursinstabilitäten avancierte das Konzept der ZBU zum politischen Anti-Inflationsbekenntnis und wurde zu einer gesonderten institutionellen Regulierungsstrategie gegenüber liberalisierten Finanzmärkten erklärt (vgl. Itoh/Lapavitsas 1999: 165 f.; Watson 2002: 190; Ingham 2004: 147; Heine/Herr 2006b: 47).

---

<sup>23</sup> Nach dem Zusammenbruch des festen Wechselkursregimes im System von Bretton Woods und dem Kollaps des keynesianischen Vollbeschäftigungsparadigmas in den 1970er Jahren, der sich in Gestalt von *Stagflation*, d. h. Simultanität von Stagnation und Inflation sowie steigender Arbeitslosigkeit artikulierte, stieg die Preisstabilität zum Hauptziel der nationalen Geldpolitik in den westlichen Industrieländern auf und wurde einem hohen Beschäftigungsstand vorgezogen (vgl. Clausen/Donges 2001; Hickel 2003: 38). Itoh und Lapavitsas führen diesen ideologischen Übergang auch auf Widersprüche und Misserfolge der keynesianischen Interventionspolitik und auf steigende Budgetdefizite zurück (vgl. 1999: 199). In der politökonomischen Literatur werden diese Entwicklungen als Auslöser einer monetaristischen Geldpolitik in den westlichen OECD-Staaten gesehen, die von einem zunehmenden Einfluss neoliberaler, angebotsorientierter Politikrezepte auf die Wirtschaftspolitik in den Industrie- und Schwellenländern begleitet wurde.

<sup>24</sup> Die weltweite Integration der Finanzmärkte leitete eine überdurchschnittliche Expansion der Geld- und Kapitalflüsse ein und führte zu einer *Finanzialisierung des Akkumulationsregimes*. Wir werden diesen Punkt im Abschnitt 2.3 ausführlicher erläutern.

Beim Übergang zur Politik der unabhängigen Zentralbanken spielte die Krise des Monetarismus eine entscheidende Rolle (vgl. Arestis/Sawyer 2003). Der monetaristische Vorstoß in den USA Ende der 1970er Jahre, mit dem beabsichtigt wurde, Geldmengenaggregate exogen zu bestimmen und zu kontrollieren, erwies sich als nicht haltbar (vgl. Şener 2014: 46 ff.). Zudem setzte sich zunehmend ungedecktes *fiat*-Geld weltweit als dominante Geldform durch, was zu einem Bedeutungsverlust des Monetarismus als strenger geldpolitischer Richtlinie führte. Nachdem Mitte der 1980er die Politik der Geldmengenaggregate offiziell aufgegeben wurde, gingen Zentralbanken dazu über, neue Prozeduren und Strategien zu entwickeln, die den Preisstabilitätskurs fortsetzen sollten. Die ZBU wurde Teil einer Glaubwürdigkeitsstrategie (vgl. Ingham 2004: 145).<sup>25</sup> Diese Sachverhalte bieten eine mögliche Erklärung, warum sich das Konzept der unabhängigen Zentralbanken nicht bereits Anfang der 1980er Jahre, sondern erst zu Beginn der 1990er Jahre etablieren konnte und als notwendiges institutionelles Gegengewicht zu den deregulierten Finanzmärkten begriffen wurde und sich zunehmend breiter werdender Popularität unter Politikern und Ökonomen erfreute.<sup>26</sup> Dieser Paradigmenwechsel wurde auch in theoretischen Debatten rezipiert. Neuere Ansätze aus der Neuen Politischen Ökonomie befassten sich mit dem Glaubwürdigkeitsproblem in der Geldpolitik. In diesem Rahmen gewannen institutionelle Merkmale und Prinzipien, wie die institutionelle Unabhängigkeit, Transparenz und Rechenschaftspflicht zunehmend an Bedeutung, die wir im dritten Kapitel ausführlicher diskutieren werden.

In einem Umfeld, welches von zunehmendem internationalen Wettbewerb und einer verschärften Währungskonkurrenz geprägt war, stieg die Preisstabilität zum neuen Standortfaktor auf. Die Regierungen der Industrie- und Schwellenländer versuchten, eine glaubwürdige Preisstabilitätspolitik durch die Etablierung von entpolitisierten Institutionen zu vermitteln (vgl. Watson 2002: 190),

---

<sup>25</sup> Ingham beschreibt dies wie folgt: „It is the role of the central bank to establish credibility in an invariant monetary standard in relation to the creditworthiness of fiscal policy and practice. Since the abandonment of monetarist attempts precisely to control the quantities of money in the system, credibility in stable money is assessed in relation to procedural correctness in arriving at interest rates that are intended to regulate the willingness to become indebted.“ (Ingham 2004: 145)

<sup>26</sup> Der Fokus auf Preisstabilität kann in diesem Zusammenhang als eine notwendige jedoch noch keine hinreichende Erklärung für das Aufkommen von unabhängigen Zentralbanken interpretiert werden. Das Ziel der Preisstabilität gewann nicht erst in den 1990er Jahren sondern bereits ab Mitte der 1970er Jahre in Zusammenhang mit der aufgetretenen Stagflation in den wirtschaftspolitischen Debatten stärker an Gewicht.

um Kapitalinvestitionen zu fördern oder bereits investiertes Kapital im Inland zu halten. Deshalb wurde Preisstabilität für viele Zentralbanken zur obersten Priorität erklärt. Für viele Entwicklungs- und Schwellenländer war vor allem die Wechselkurspolitische Dimension von großer Bedeutung. Im Kontext liberalisierter Finanzmärkte kann Vertrauensverlust zu einer schnellen und abrupten Kapitalflucht führen, die insbesondere Länder mit ‚weichen Währungen‘ hart treffen. Internationale Investoren müssen überzeugt werden, dass eine nachhaltige Preisstabilitätspolitik verfolgt wird und die Inflation unter Kontrolle ist. Ansonsten würden den Gläubigern von Finanztiteln, die in einer instabilen Währung nominiert sind, Verluste ihrer nominellen Renditeansprüche drohen und Kapitalflüsse ausbleiben. Die ZBU wurde als Lösung dieses Problems stilisiert.

Aus der Sicht des Staates bestand die ökonomische Erwartung, dass die ZBU dazu beitragen werde, die Leitzinsen und die Verzinsung der Staatsanleihen zu senken. Das Zinsniveau in einem Land hat unmittelbare Auswirkungen auf die Entwicklung der staatlichen Verschuldung (vgl. Ingham 2004: 149). Aus diesem Grund werden Zinssätze auf Staatsanleihen in der Fachliteratur als Indikator für einen ökonomisch stabilen Staat und dessen Wirtschaft aufgefasst. Ist die Geld- und Fiskalpolitik *glaubwürdig*, dann zeige sich dies in niedrigen Leitzinsen und einer niedrigen Verzinsung von Staatsanleihen.<sup>27</sup> Eine unabhängige Zentralbank erleichtere, so das Argument, die mittel- und langfristige Finanzierung des Staates über den Mechanismus der öffentlichen Kreditaufnahme. Zudem erhöhe eine unabhängige Zentralbank den zinspolitischen Handlungsspielraum in der Geldpolitik, wie Ingham folgenderweise beschreibt:

“With operational independence and transparency of deliberations established, any cut in short-term interest rates, for example, is less likely to be interpreted as a politically motivated loosening of monetary policy in response to demands from consumers, producers or the government. Consequently, the money markets are less likely to demand and force higher compensatory rates on long-term bonds.”  
(Ingham 2004: 148 f.)

Insbesondere Schwellenländer hofften, mit unabhängigen Zentralbanken einen Stabilitätskurs zu signalisieren, der zu niedrigeren Risikoprämien führt und

---

<sup>27</sup> Als Beispiel können die niedrigen Zinsen für deutsche Staatsanleihen genannt werden. Nach der Verschuldungskrise in den südeuropäischen EU-Staaten, haben Anleger Kapital nach Deutschland transferiert, weil in ihren Augen der deutsche Staatshaushalt als sicherer Hafen gilt.

damit den finanziellen Aufwand, internationales Kapital ins Land zu holen, senkt. Ausschlaggebend für diese Motive war die Auffassung, dass inflationäre Tendenzen in den 1990er Jahren vor allem mit einem Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik in Verbindung gebracht wurden. Eine Genealogie der Inflationsperzeption verdeutlicht jedoch, dass die Ursachen, die für die Zunahme von Inflation verantwortlich gemacht werden können, sich je nach ökonomischer Entwicklung und Konjunkturlage verändern (vgl. Watson 2002: 190). Ein Beleg hierfür sind die unterschiedlichen wirtschaftspolitischen Lösungskonzepte gegen Inflation, die sich seit den 1960er Jahren verändert haben.<sup>28</sup> Die jüngste Inflationsauffassung förderte die Verbreitung der Idee einer unabhängigen Zentralbank, die als politisch neutrale Instanz niedrige Inflationsraten garantieren sollte.

Zu diesen unmittelbar ökonomischen Motiven für die ZBU reiht sich ein zentrales politisches Motiv ein, was in der politökonomischen Literatur auch unter der Bezeichnung der *blame games* diskutiert wird. Demnach könne eine unabhängige Zentralbank öffentlichen Druck über die verfolgte geldpolitische Strategie abfedern und die hiermit verbundenen politischen Kämpfe unterbinden. Schauen wir uns dieses Argument näher an.

Indem die Autorität in monetären Fragen an eine unabhängige Behörde delegiert wird, ist die (herrschende) Politik für die Geldpolitik nicht mehr unmittelbar zuständig (vgl. Epstein 2009: 69; Akçay 2009: 266). In diesem Fall ergibt sich für Regierungen und Parlamente die Möglichkeit, die Verantwortung auf

---

<sup>28</sup> In den 1960er Jahren wurden Zahlungsbilanzdisparitäten als Hauptursache für Inflation identifiziert und die Mainstreamökonomik forderte eine Flexibilisierung des Währungsregimes. Flexible Währungskurse sollten die unterschiedlichen Produktivitätsentwicklungen widerspiegeln. In den 1970er Jahren hingegen waren es so genannte externe Angebotschocks (steigende Ölpreise), die dann neue Management- und Technologieparadigmen auf den Plan riefen. In den 1980ern wurde Inflation – passend zur neoliberalen Wende – maßgeblich mit Angebotsrigiditäten auf dem Arbeitsmarkt in Verbindung gebracht, die zu einem Anstieg der Löhne und Arbeitskosten über die Produktivitätsentwicklung hinaus geführt hätten (vgl. Watson 2002: 190). Um diese *wage-push* Inflation wirtschaftspolitisch zu begegnen, wurden insbesondere von der orthodoxen Mikro- und Makroökonomik umfangreiche Arbeitsmarktderegulierungen attestiert, um die Löhne zu drücken. Diese wurden vielerorts im Zuge neoliberaler Wirtschaftspolitik umgesetzt. Geldpolitisch wurde dies mit einer Erhöhung der Zinsen flankiert. In den 1990er Jahren lautete die Lösung geldpolitische Entscheidungskompetenzen aus dem politischen Feld auszulagern und Politikern bestimmte Inflation fördernde Handlungsmöglichkeiten zu entziehen. Watson drückt diesen Sachverhalt mit den folgenden Worten aus: „[T]o provide a policy making context that tied the hands of governments by creating an external enforcement mechanism for counter-inflationary policy.“(Watson 2002: 190)

die Zentralbank zu schieben, falls die ökonomische Entwicklung hinter den Erwartungen zurückbleibt oder beispielsweise Austeritätsmaßnahmen getroffen werden müssen (vgl. Epstein 2009: 69). Eine unabhängige Zentralbank würde dann als eine Art Ventil fungieren, über das politischer Druck abgelassen werden kann. Denjenigen politischen Akteuren hingegen, die sich zuständig fühlen und Akzente in der Geldpolitik setzen wollen, tritt die ZBU als Barriere entgegen. Epstein fasst die zentralen Punkte dieser Debatte am Beispiel der USA wie folgt zusammen:

“Democratically elected officials in the congress could not exert their oversight roles too strongly because they might interfere with the ‘independence’ of the central bank. Moreover, it was convenient for elected officials not to exert too much oversight, because if something went wrong, they could then “blame” the independent bank, since its mistakes were the Fed’s responsibility, not theirs. This norm of central bank independence and the theory that supported it thus scared off politicians who wanted to exert democratic control and gave political cover to those who did not.” (Epstein 2009: 68 f.)

Eine vergleichbare Einschätzung der Rolle und Bedeutung der ZBU im Fall der EZB liefert Werner Bonefeld:

“[T]he ECB is institutionally divorced from national concerns and unaccountable to democratic majorities. Its institutional constitution is so structured as to make monetary policy appear as non-political process and so conceived as to insulate national governments from ‘popular pressure’. At the same time, national governments are empowered to argue that they can do no other than pursue a politics of austerity: their hands are – ostensibly – tied by the decisions of the ECB. In short, what governments did not dare to implement, or indeed failed to pursue on their own because of opposition, is now imposed upon them, and this on their own will and initiative.” (Bonefeld 2001: 90)

In der Literatur wird dieses Phänomen auch mit einem weiteren Begriff, der *Entkoppelung* (vgl. Huffschmid 2002) und der *Externalisierung* diskutiert.<sup>29</sup> Burnham

---

<sup>29</sup> Als eine weitere Variante der *Externalisierung* der Geldpolitik fordern einige Ökonomen auch die *Privatisierung* der Zentralbank, als ideales Modell, um deren politische Unabhängigkeit zu stärken. Wir wollen diese Reformvorstellung, die Ähnlichkeiten mit der Hayekschen Lehre aufweist, nicht unkommentiert lassen. Es gibt einen ganz simplen Grund, warum das Privatisierungsargument zu kurz greift. Sie untersteht dem grundsätzlichen Trugschluss, dass die privatwirtschaftliche Rechtsform (der Zentralbank) eine Garantie sei, die vor politischen Einfluss und Eingriff schützt. Es gibt hinreichend Beispiele, die zeigen, dass wirtschaftspolitische Interventionen des Staates keineswegs vor der privaten Rechtsform eines Unternehmens halt machen, wenn dies als notwendig erachtet wird. Staatliche Interventionen sind auch nicht auf reaktive Krisenmaßnahmen zu reduzieren, sie finden auch in *normalen* Zeiten statt. Es gibt keinen Anlass davon auszugehen, warum eine (staatliche) Institution wie die

interpretiert den breiten parteipolitischen Konsens hinter der ZBU mit der These, dass alle politischen Fraktionen danach trachten einschneidende Reformen zu *entpolitisieren* bzw. zu *externalisieren*. Er begründet diese Haltung mit der gestiegenen Staatsverschuldung und der neoliberalen Ausrichtung der Ökonomie, die eine restriktive Geld- und Fiskalpolitik erfordere. Ein derartiger Kurs steht jedoch oftmals mit einschneidenden Anti-Inflationsmaßnahmen in Verbindung, die nicht im Interesse der gesellschaftlichen Mehrheit liegen. Die politischen Vorteile der ZBU für eine Regierung liegen dann auf der Hand. Sie kann die direkte Verantwortung einer (hohen) Zinspolitik auf die Zentralbank verlagern (vgl. Burnham 2001: 139). Wenn beispielsweise die Zentralbank die Zinsen erhöht, kann die Regierung immer noch behaupten, dass sie gegen diesen Schritt war, sich jedoch der Unabhängigkeit der Zentralbank beugen musste. In diesem Sinne dient die *Externalisierung* von ökonomischen Entscheidungen dazu, die Lohnentwicklung zu moderieren und politische Proteste abzufedern (vgl. ebd. 134).<sup>30</sup>

Ähnlich argumentierten auch Peter Burnham und Werner Bonefeld. Burnham spricht in diesem Kontext von einer *Politik der Entpolitisierung* (vgl. 2001). Bonefeld hingegen bezeichnet diese Strategie als *Politik der gebundenen Hände* (vgl. 2001). Wie ist dies konzeptionell zu verstehen? Wir haben es hier mit einer rhetorischen Strategie zu tun.<sup>31</sup> Die Regierung beteuert, dass ihr in der Geldpolitik die Hände gebunden seien, interveniert dabei jedoch im Hintergrund und nimmt bis zu einem bestimmten Grad auf die Entscheidungsfindung Einfluss. Das was auf der Ziel- und Repräsentationsebene als Entkopplung oder Externalisierung beschrieben wird, findet also nur an der Oberfläche statt. Denn es ist

---

Zentralbank davon ausgeschlossen bleiben sollte. Dies gilt übrigens auch nicht nur für Länder, die über kein ausgeprägtes Rechtssystem und gesicherten Eigentumsverhältnisse verfügen. Auch in etablierten Rechtsstaaten sind derartige Eingriffe keine Seltenheit.

<sup>30</sup> Eine vergleichbare, und mit dieser geldpolitischen Debatte verbundene, Strategie kann auch beim Thema Liberalisierung der Finanzmärkte beobachtet werden. Die Ausweitung der Finanzmärkte wird gewöhnlich dahingehend beschrieben (und kritisiert), dass die Märkte die Oberhand über Staaten gewinnen. Eine alternative Einschätzung wäre, Burnham zufolge, „to see the reregulation of financial markets as providing the strongest possible public justification governments can muster for maintaining downward pressure on wages to combat inflation and thereby achieve price stability“ (Burnham 2001: 135).

<sup>31</sup> Diese Strategie ist vergleichbar mit dem managed floating in der Währungspolitik, die wir im achten Kapitel näher erörtern werden. Bei dieser Strategie beteuert die Zentralbank kein Wechselkursziel zu verfolgen. Trotzdem wird in die Kursentwicklung interveniert, was auf die Existenz eines verdeckten Kursziels oder einer bestimmten Schwelle hinweist. Ähnlich spielt es sich in der Geldpolitik ab.

kein überzeugendes Argument zu behaupten, dass durch die formell gegebene ZBU politischer Druck in der Geldpolitik kategorisch ausgeschlossen werde. Schlussendlich trägt die politische Führung die Verantwortung, denn sie ist es, die der Zentralbank Unabhängigkeit gewährt und damit einem bestimmten geldpolitischen Kurs den Weg ebnet, der Gewinner und Verlierer erzeugt. Genau dieser Sachverhalt wird durch die ZBU verschleiert.

In gewisser Weise können wir hier wieder an Burnham anschließen, dessen zentrale These und Definition lautet, dass die Entpolitisierung eine Regierungsstrategie sei, die als Prozess der *Beseitigung* des politischen Charakters der Entscheidungsfindung verstanden werden könne (vgl. 2001: 136). Politische Entscheidungen werden nicht mehr als solche bezeichnet, sondern als Sachzwang und Notwendigkeit stilisiert. In diesem Sinne sei sie eine neue Form der Staatlichkeit, die im Kern weiterhin ein Politikum bleibe (vgl. ebd.). Das ist der Kern dessen, was Burnham mit der *Politik der Entpolitisierung* beschreibt. In der politischen Rhetorik in den Ländern mit unabhängigen Zentralbanken lassen sich zahlreiche empirische Beispiele finden, auf die die obigen Ausführungen zum *blaming* Argument zutreffen. Bei der Betrachtung von Fallbeispielen zeigen sich oftmals auch differenzierte Positionen, die die Problematik einer entpolitisierten Geldpolitik offenbaren und auf deren Grenzen hinweisen. In der vorliegenden Arbeit werden diese Aspekte am türkischen Beispiel ausgeführt (vgl. Kapitel 6).

## 2.2 Die theoretischen Begründungen für eine unabhängige Zentralbank

„At the theoretical level, the case for CBI is supported by the arguments that due to various motives, like employment, seignorage, and balance-of-payments considerations, political authorities are susceptible to an inefficient inflation bias that may be alleviated by the delegation of authority over monetary policy to sufficiently conservative CB.“ (Cukierman 2007: 17)

In der Mainstreamökonomik wird die Auffassung bezüglich der institutionellen Struktur und der Rolle der Zentralbank wie folgt konzeptualisiert: Das Verhältnis zwischen dem Finanzministerium und der Zentralbank wird als ausschlaggebend für den geldpolitischen Handlungsraum und den Kurs einer Regie-

rung betrachtet. Den Ausgangspunkt bildet dabei die Feststellung, dass eine direkt oder indirekt an das Finanzministerium gebundene Zentralbank einer Regierung die Möglichkeit gebe, Haushaltsdefizite mit Hilfe der Notenbank zu schließen. Diese Standardlesart wird mit dem Argument erklärt, dass Regierungen aufgrund von politischen Macht-, Konkurrenz-, und Verteilungskämpfen dazu neigen, die Notenpresse anzuwerfen, wenn es darum geht, Staatsausgaben zu finanzieren. Beispielsweise könne eine Regierung aufgrund ihres Geldschöpfungsmonopols der Zentralbank politisch anordnen, Staatsanleihen vom Finanzministerium aufzukaufen, um mit diesem Geld die Ausgaben zu begleichen.<sup>32</sup> Dieser Auffassung zufolge trage die Geldpolitik einer Zentralbank, die den Vorgaben und Direktiven einer Regierung oder eines Parlaments unterliegt, einen genuin politischen Charakter, führe zu Inflation und weise deshalb ein Glaubwürdigkeitsproblem auf. Eine unabhängige Zentralbank, und nur sie, könne dem entgegenwirken.

Als gesonderte institutionelle Strategie und Gegenstand der theoretischen Forschung hat sich die ZBU, wie wir bereits erwähnt haben, in den letzten zwei bis drei Dekaden etabliert. Ein Blick in die (angelsächsische) Literatur zeigt jedoch, dass die Kontroverse um den institutionellen Status der Zentralbank zeitlich weit zurück bis ins 19. Jahrhundert reicht. So schrieb bereits David Ricardo:

“I propose to place this trust [the power of issuing paper money] in the hands of Commissioners, not removable from their official situation but by a vote of one or both Houses of Parliament. I propose also to prevent all intercourse between these Commissioners and ministers, by forbidding every species of money transaction between them. The Commissioners should never, (...) lend money to Government, nor be in the slightest degree under its controul or influence. Over Commissioners so entirely independent of them, the ministers would have much less power than they now possess over the Bank Directors.” (Ricardo 1824: 11)

Ein weiterer englischer Ökonom aus dem 19. Jahrhundert, Walter Bagehot, lobte die Unabhängigkeit der *Bank of England*, die damalige private Zentralbank Großbritanniens, deren Immunität er gegenüber politischem Einfluss als gege-

---

<sup>32</sup> In einem diskretionären Geldregime könne die Geldbehörde mehr Geld drucken und Inflation erzeugen als die Wirtschaftssubjekte erwarten. Dies wird als *Überraschungsinflation* bezeichnet. Während Keynesianer hiermit die Erwartung eines wirtschaftlichen Aufschwungs und eine Verringerung der realen Verbindlichkeiten des Staates verbinden, argumentieren Monetaristen, dass die Wirtschaftssubjekte sich dieser Überraschung anpassen und die realen Effekte dadurch neutralisiert werden. Unterm Strich führe ein derartiger Kurs lediglich zu einer nominellen Preissteigerung (vgl. Barro/Gordon 1983).

ben sah (vgl. Kindleberger/Aliber 2005: 237).<sup>33</sup> Burnham spricht in diesem Zusammenhang daher auch von einer *Restoration* der Zentralbankunabhängigkeit (vgl. 2001: 133).

In der heutigen akademischen Debatte werden zahlreiche theoretische Argumente für die Unabhängigkeit der Zentralbank aufgeführt, wie auch die obigen Zitate von Ricardo und Cukierman verdeutlichen. Die Entpolitisierung der Zentralbank basiert auf drei theoretischen Annahmen: Erstens, politische Entscheidungsträger haben einen strukturellen Anreiz für eine expansive Geldpolitik und werden deshalb für Inflation verantwortlich gemacht. Dies wird mit dem Konzept der sogenannten *Inflationsneigung* beschrieben. Zweitens, eine unabhängige Zentralbank könne diese Inflationsneigung vereiteln. Ihr wird unterstellt, dass sie im Gegensatz zu Politikern inflationsaversiv sei und daher die Voraussetzung erfülle, eine diskretionäre Geldpolitik effektiv verhindern zu können. Drittens, eine unabhängige Zentralbank sichere Preisstabilität und diese habe keine negativen ökonomischen Auswirkungen auf Wachstum und Beschäftigung. Die formelle Unabhängigkeit und Neutralität der Zentralbank wird sowohl als Bekenntnis als auch als Voraussetzung einer glaubwürdigen und erfolgreichen Geldpolitik verstanden. Dies mündet in der Auffassung, dass Preisstabilität durch einen legislativen Akt ordnungspolitisch sichergestellt werden kann (vgl. Howells 2009).

Bevor ich im nächsten Schritt näher auf diese Argumente und Thesen eingehe, möchte ich noch kurz auf den geldtheoretischen Rahmen eingehen, in dem sich diese Debatte bewegt. Die Theorien, die sich für eine unabhängige Zentralbank aussprechen, haben einen gemeinsamen geldtheoretischen Nenner: den Bezug zum Monetarismus. In der Ökonomik herrscht seit Ende der 1970er Jahre die Auffassung, dass die Finanzierung von Staatsausgaben durch Zentralbankgeld,

---

<sup>33</sup> Diese Problematik taucht in Charles Kindlebergers historischer Analyse *History of Financial Crises* entlang der Kontroverse auf, wie sich eine Zentralbank in Krisenzeiten verhalten soll. Kindleberger beschreibt zahlreiche große Bankkrisen und Interventionen der staatlichen Notenbanken in den angelsächsischen und kontinentaleuropäischen Staaten zwischen Ende des 18. bis Anfang des 20. Jahrhunderts. In dem erwähnten Fall geht es um die auch heute sehr aktuelle Frage, wann, in welchem Ausmaß und welche Banken und institutionellen Akteure gerettet werden sollen, um einen Kollaps des Finanzmarktes zu verhindern: „Bagehot resisted the suggestion that last resort lending be turned over to a body of commissioners appointed by the government on the grounds that they might make loans to ‘improper person’. They would be subject to political pressure while the Bank of England is a ‘body withdrawn from the political world and not subject to political pressures.’“ (Kindleberger/Aliber 2005: 237)

die sogenannte *monetäre Staatsfinanzierung*, zu Inflation führt. Den geldtheoretischen Referenzpunkt bilden das monetaristische Paradigma und die Quantitätstheorie. Eine unabhängige Zentralbank wird als Lösung präsentiert, diese Art der Ausgabenfinanzierung und folglich die Inflation zu verhindern. Neben diesem Inflationsargument wird suggeriert, dass diese Strategie keine realen ökonomischen Kosten verursacht und neutral ist. Dies ist *das* ökonomische Hauptargument, auf das sich alle Theoreme und Argumente für eine unabhängige Zentralbank schlussendlich beziehen. Heterodoxe Ansätze kritisieren diesen Standpunkt (vgl. Abschnitt 2.3).

### 2.2.1 Die marktliberale Begründung: 'institutions interfere'

Eines der älteren Argumente für die ZBU leitet sich aus der prinzipiellen Marktorientierung des ökonomischen Mainstreams ab. Dieser postuliert, dass im Kapitalismus die Selbstregulierungskräfte des freien Marktes die Geld- und Finanzmärkte im Gleichgewicht halten. Der kapitalistische Wettbewerb Sorge – im Geist der Smith'schen *unsichtbaren Hand* – dafür, dass das Liquiditätsangebot und die Nachfrage nach Geld auf den jeweiligen Märkten aufeinander treffen (LM-Kurve). Als idealtypische Voraussetzung für das Funktionieren des Marktmechanismus werden die *Absenz äußerer Eingriffe* und die Gewährleistung der Bedingungen der vollkommenen Konkurrenz betont. Jegliche Abweichungen oder Fluktuationen, die zu Ungleichgewichten auf den Märkten führen, werden in dieser Theorierichtung auf externe Störungen zurückgeführt oder als stochastisch zufällige Naturereignisse aufgefasst (vgl. Minsky 2008: 155).

Aus diesem Blickwinkel heraus erklären viele Geldtheoretiker staatliche diskretionäre Geldpolitik zu einem verzerrenden Eingriff in die Geldmärkte, der Inflation erzeugt und Ineffizienz und Fehlallokation gesellschaftlicher Ressourcen verursacht. Die wirtschaftspolitische Empfehlung lautet folglich: der Staat solle sich von einer interventionistischen Geldpolitik zurückziehen, um inflationären Tendenzen vorzubeugen. Um dies zu bewerkstelligen müsse die Geldpolitik, also die Zentralbank, entpolitisiert werden. Nach dieser Auffassung sorgt lediglich ein von politischer Regulierung *befreiter* Marktmechanismus für ein Gleichgewicht auf den Geld- und Faktormärkten sowie für ökonomisches Wachstum und Wohlstand. Damit sich dieses Versprechen einlöst, soll sich die Rolle der

Politik darauf begrenzen, Marktrigiditäten erzeugende exogene Beschränkungen aufzuheben.<sup>34</sup>

In den vergangenen Dekaden wurden vor allem zwei Ökonomen mit diesem Standpunkt in Verbindung gebracht, Milton Friedman und Friedrich August von Hayek. Beide Ökonomen waren überzeugte Anhänger des freien Marktes und sprachen sich für eine Entfesselung des Marktes aus.<sup>35</sup> Während Friedman die Grundbausteine für den politischen Monetarismus legte und damit den Weg zu einer regelorientierten Geldpolitik ebnete, bevorzugte Hayek eine andere theoretische Stoßrichtung, die der *free banking* Schule. Auch beim Thema Zentralbankunabhängigkeit haben beide Ökonomen eine unterschiedliche Auffassung vertreten. Friedman hielt nicht viel von einer unabhängigen Zentralbank und sprach sich dafür aus, die Zentralbank unter die Aufsicht des Finanzministeriums zu stellen (vgl. 1962). Hayek hingegen befürwortete offen eine unabhängige Zentralbank und eine Entpolitisierung der Geldpolitik. Diese Position verteidigte er in seinem 1976 veröffentlichten Buch „Entnationalisierung des Geldes“. Die Hauptaussage dieses Werkes lautet, staatliche Geldpolitik verursache Inflation *sui generis* und sei folglich hauptverantwortlich für Depression und Arbeitslosigkeit. Hayek befürwortet eine Abschaffung des Staatsmonopols der Geldemittierung und die Privatisierung des Geldes. Seine Thesen genießen auch heute noch politischen und theoretischen Einfluss in wirtschaftspol-

---

<sup>34</sup> Damit wird nicht behauptet, dass die Orthodoxie eine Abschaffung der politischen Institutionen fordert. Im Gegenteil, es gibt zwei Positionen, die den Mainstream kennzeichnen: die eines *freien* und die eines *sozialen* Marktes. Diese Linien überschneiden sich an dem Punkt, an dem ein *effektiver Staat* die Marktwirtschaft sichern soll. Die Politikwissenschaftlerin Pinar Bedirhanoglu bringt dies wie folgt auf den Punkt: „Während der Ansatz des ‚freien‘ Marktes den Staat als notwendig betrachtet, die Hindernisse aus dem Weg zu räumen, die einer freien Entfaltung des Marktes entgegenstehen, sieht der Ansatz des ‚sozialen‘ Marktes die Rolle und Funktion des Staates darin, die institutionellen Voraussetzungen für ein reibungsloses Funktionieren der Wirtschaft zu schaffen.“ (Bedirhanoglu 2008: 104)

<sup>35</sup> Milton Friedman begründete die Wirkungslosigkeit einer diskretionären Geldpolitik theoretisch durch die Neutralitätsannahme des Geldes und zusätzlich durch die Annahme der „adaptiven Erwartungen“. Diese Erwartungsstruktur führt nach Friedman dazu, dass wirtschaftspolitische Versuche, die Beschäftigung durch eine Inflationsüberraschung, d. h. Reallohnsenkung, anzuheben, langfristig scheitern, weil die Lohnempfänger die Inflationsentwicklung antizipieren und ihre Lohnforderungen hieran anpassen. Deshalb müsse eine regelorientierte Geldpolitik verfolgt werden, die sich von derartigen Reaktionen loslöst. Für Friedman kam es zunächst darauf an, dass sich die Politik und damit auch die Geldpolitik ändert, worauf er als politisch einflussreicher Ökonom hinarbeitete. Überlegungen zur institutionellen Gestaltung der Geldpolitik standen nicht so sehr im Mittelpunkt seiner Arbeit.

litischen Debatten.<sup>36</sup> Weder möchte ich hier sein Gesamtwerk vorstellen, noch auf alle Facetten der Debatte zum free banking eingehen. Stattdessen werde ich mich im Folgenden auf die zentralen Argumente von Hayek beschränken, die das Thema ZBU betreffen.

Drei grundlegende Thesen werden von Hayek zu diesem Thema aufgestellt. *Erstens* geht er von der Überlegenheit der Selbstregulierungskräfte des Marktes gegenüber staatlichen Institutionen aus. Dieses Argument untermauert er mit der These von der Informationsüberlegenheit privater Marktakteure. *Zweitens* betont Hayek die strukturelle Abhängigkeit demokratischer Systeme von ihren Wählern. In einem demokratischen System tendieren Regierungen, so befürchtet Hayek, früher oder später dazu, geldpolitische Eingriffe zu unternehmen, um Krisenauswirkungen zu überwinden, bspw. um die Arbeitslosigkeit zu senken. Daraus leitet er schließlich seine *dritte* Hauptthese ab, dass unabhängige Zentralbanken, quasi als *second best* Lösung, notwendig sind, um diese demokratische Abhängigkeit aufzubrechen.

Hayeks Referenzpunkt ist das Wohlfahrtsversprechen der freien Marktökonomie. Aus diesem Blickwinkel interpretiert er staatliche Eingriffe in die Geldpolitik generell als Einschränkung der unternehmerischen Freiheit, die ökonomische Instabilität und Arbeitslosigkeit erzeuge. So werden gesellschaftliche Interessenvertreter, wie Gewerkschaften und politische Parteien von Hayek als Hauptverantwortliche für Inflation und Arbeitslosigkeit angesehen (vgl. 1990: 98). Als radikaler Verfechter eines *laissez faire* Kapitalismus sieht Hayek Krisenursachen nicht in der inhärenten Funktionsweise und in dem Wettbewerbscharakter dieses Wirtschaftssystems, sondern in der politischen Behinderung seiner Kräfte. So schreibt er in Bezug auf die Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre: „It was not ‘capitalism’ but governments’ intervention which has been responsible for the recurrent crises of the past.“ (Hayek 1990: 131). Staatliche Eingriffe in den Marktprozess würden den Selbstregulierungsmechanismus der Geld- und Kreditmärkte außer Kraft setzen. Private Akteure, d.h. private Geschäftsbanken, hingegen seien die ultimativen Stabilisatoren der Marktwirtschaft und würden ein stabiles Geld garantieren:

---

<sup>36</sup> Neo-Konservative politische Bewegungen auf beiden Seiten des Atlantiks berufen sich auch heute auf Hayek, indem sie ihn zum letzten Verteidiger des Marktes stilisieren (vgl. Süddeutsche Zeitung vom 2.10.2010, über die konservative Tea-Party Bewegung in den USA.)

“[T]here can be no doubt that free enterprise would have been both able to provide a money securing stability and that striving for individual gain would have driven private financial institutions to do so if they had been permitted.” (Hayek 1990: 101 f.)

Dass aber gerade die Gewinnmaximierung der privaten Geschäftsbanken stabiles Geld garantieren soll, ist mehr als fraglich. Hayeks Argument beruht lediglich darauf, dass im entgegengesetzten Fall, einer „unrechtmäßigen“ Geld- und Kreditvergabe, die jeweiligen Banken und das von ihnen herausgegebene Geld durch den Wettbewerb und den Vertrauensverlust vom Markt verschwinden würden. Obwohl er selber daran zweifelt, dass private Banken sein Geschäftsmodell auch tatsächlich umsetzen würden, hält er an seiner Idee fest (vgl. ebd. 102).

Die Ursache für eine mögliche Fehlentwicklung der Geldmenge, sieht Hayek in der staatlichen Zinspolitik, da diese durch eine Zinsregulierung die Banken fehlerleite (vgl. ebd. 107). Staatliche Geldpolitik betrachtet Hayek per se als Fehler. Aus diesem Grund müsse die staatliche Zinspolitik abgeschafft und die Zinsbildung den privaten Banken und dem Markt überlassen werden, damit Investitionen und Sparquoten zusammenkommen. Nur der freie Wettbewerb unter Marktteilnehmern könne Zinsen hervorbringen, die das Geldangebot und die Geldnachfrage ausgleichen.<sup>37</sup>

Hayek beschreibt ein Bankensystem, das einer Ordnungsfunktion folgend kooperativ agiert, um die Kaufkraft stabil zu halten. Das was die Geschäftstätigkeit privater Banken kennzeichnet, ist aber nicht die Kooperation, sondern die Konkurrenz untereinander. Krisen, die aus dem privaten Bankensektor entstehen können, schließt Hayek deshalb einfach aus. Seiner Meinung nach eliminiert der Wettbewerb nicht konkurrenzfähige Banken, die zu viel Kredite vergeben bzw. zu viel Geld schaffen. Die Marktpreise würden den Banken die notwendigen Informationen liefern und die Richtung vorgeben, wie viel

---

<sup>37</sup> Hayek stützt seine Erklärung auf das Saysche Theorem. Er konstatiert, dass die Geldausgabe der privaten Banken das verfügbare Volumen der Ersparnisse lediglich um das zusätzliche realwirtschaftliche Wachstum übersteigen könne, wenn es nicht zu Inflation führen soll. Dieses Geld ist notwendig, um das zusätzlich geschaffene Angebot absetzen zu können (vgl. Hayek 1990: 107). Diese Erklärung deckt sich mit der quantitätstheoretischen Aussage. Sie erklärt aber Inflation nicht, weil nicht erörtert wird in welche Hände dieses Geld fließt und was mit diesem Geld passiert. Auch stellt dies keine zufriedenstellende Erklärung der Funktionsweise des privatwirtschaftlich organisierten Kreditsystems dar, in der Banken bei der Kreditvergabe um Kunden und Gewinnanteile konkurrieren.

und wohin das Geld und die Kredite fließen sollen (vgl. ebd. 102). Wie bereits erwähnt favorisiert Hayek private Marktakteure aufgrund ihrer Informationsüberlegenheit gegenüber staatlichen Behörden. Staatliche Behörden könnten aufgrund ihres bürokratischen Charakters und ihrer fehlenden Profitorientierung hingegen nicht über die notwendigen Informationen verfügen, ein gleichgewichtiges Geldangebot zu bestimmen, das die Kaufkraft an das ökonomisch erwirtschaftete anpasst (vgl. ebd. 119). Folglich werden staatliche Institutionen als Störgröße des Marktprozess wahrgenommen, während private Geschäftsbanken aufgrund ihrer Gewinnorientierung die idealen Geldemittenten seien, weil diese aufgrund des Zwangs, sich im Wettbewerb behaupten zu müssen, nicht die Fehler staatlicher Geldpolitik begehen würden.<sup>38</sup>

Die zweite zentrale These, die Hayek aufstellt, bezeichne ich als das *Hayeksche Demokratietheorem*. Dies ist eine radikale Auslegung und Variante der älteren *public choice* Theorie, auf die wir noch zurückkommen werden. Hayek zufolge sind demokratische Regierungen ungeeignet für das reibungslose Funktionieren der Marktwirtschaft.<sup>39</sup> Demokratisch gewählte Regierungen sieht er in einer kontinuierlichen Abhängigkeit von ihren Wählern, die sich ökonomische Vorteile von der politischen Unterstützung versprechen. Eine Regierung wird daher, um ihre Mehrheit zu verteidigen, ökonomische Zugeständnisse machen, die durch die Geldpolitik vermittelt zu einer Ausweitung der Geldmenge führen. Folglich sei die Geldpolitik einer Zentralbank, die den Vorgaben und Direktiven einer Regierung oder eines Parlaments unterliegt, *manipulativ* (vgl. ebd. 103).

---

<sup>38</sup> Die Hayeksche Krisentheorie wird nochmal am folgenden Zitat deutlich: „[P]eriods of depression and unemployment, is a consequence of the age-old government monopoly of the issue of money. I have now no doubt whatever that private enterprise, if it had not been prevented by government, could and would long ago have provided the public with a choice of currencies, and those that prevailed in the competition would have been essentially stable in value and would have prevented both excessive stimulation of investment and the consequent periods of contradiction.“ (Hayek 1990: 14) Hier wird eine normative Aussage, zugunsten des privaten Bankensektors, getroffen. Die Krisen der vergangenen Dekaden haben deutlich gezeigt, dass private Banken genauso Instabilität verursachen und in die Krise stürzen können wie staatliche Banken. Das Problem ist folglich an anderer Stelle zu verorten. Schlussendlich waren es meistens staatliche Banken und Institutionen, die stabilisierend eingriffen und private Banken gerettet und das Finanzsystem stabilisiert haben (vgl. Minsky 2008: 100 ff.). Es gibt also keinen Anlass in diesem Punkt der Hayekschen Lehre zuzustimmen – im Gegenteil.

<sup>39</sup> Das Argument ließe sich auch umkehren: Marktwirtschaften sind ungeeignet für demokratische Verhältnisse. Hayek macht keinen Hehl daraus, dass er Sympathien mit der Wirtschaftspolitik der damaligen faschistischen chilenischen Putschregierung hat (vgl. 1990: 124), die sein Kollege Milton Friedman und dessen Schüler, die sogenannten *Chicago Boys*, mit ihren „Schock-Therapien“ unterstützten und mit Rat beistanden (vgl. Klein 2007: Kapitel 2).

Nach dieser Logik tendiert eine an die Weisungen der Politik gebundene Zentralbank dazu, im Rahmen einer diskretionären Ausrichtung eine *expansive* geldpolitische Strategie zu verfolgen, wenn die Politik ihr dies abverlange. Der monetaristischen Lehre zufolge sei ein derartig diskretionärer Eingriff die Hauptursache für die Inflation. Als Begründung wird angeführt, dass Regierungen aufgrund von politischen Macht-, Konkurrenz- und Verteilungskämpfen dazu neigten, die Notenpresse zu betätigen, wenn es darum geht, Staatsausgaben zu finanzieren; beispielsweise um Haushaltsdefizite zu eliminieren oder um zusätzliche Ausgaben und Investitionen zu tätigen (vgl. Posen 1993). Die Möglichkeit einer politischen Einflussnahme auf die Geldpolitik wird also *per se* mit Inflationsgefahr gleichgesetzt, weshalb die politischen Akteure zu Inflationsverursachern erklärt werden. Eine von der Regierung kontrollierte Zentralbank könne daher nicht für stabiles Geld sorgen (vgl. Hayek 1990: 117 f.). Hayek sieht das Problem vor allem in kurzfristigen Anreizen, die die Marktkräfte schwächen würden. Eine Regierung könne durch eine diskretionäre Geldpolitik durchaus eine Senkung der Arbeitslosigkeit herbeiführen (vgl. ebd. 97). Dies könne jedoch nur kurzfristig bewerkstelligt werden. Langfristig würde diese Politik zu Inflation führen und die Marktwirtschaft gefährden.

Um zu verhindern, dass der Staat in den Geldmarkt eingreift, müssten laut Hayek Barrieren aufgestellt werden.<sup>40</sup> Dies sei, und das ist seine dritte These, durch die Etablierung einer unabhängigen Zentralbank möglich:

“This could probably be achieved only by instantly giving it [the central bank] complete freedom and independence, putting it thus on the same footing with all other issue banks, foreign or newly created at home, coupled with a simultaneous return to a policy of balanced budgets, limited only by the possibility of borrowing on an open loan market which they could not manipulate.” (Hayek 1990: 121 f.)

Da Hayek aber nicht wirklich mit einer *Abschaffung* der Zentralbank rechnet, plädiert er für eine unabhängige Zentralbank, die er als pragmatischen Kompromiss und damit quasi als notwendiges Übel betrachtete. Wie das folgende Zitat zeigt, hält er nichtsdestotrotz an seiner Aussage fest, dass auch eine un-

---

<sup>40</sup> Ziel dieser Kritik sind die Keynesianer, denen Hayek wortwörtlich vorwirft, eine zentrale allgemeingültige ökonomische Einsicht ignoriert und verraten zu haben. Um diese „Gefahr“ zu vereiteln und einer Entwertung des Geldes entgegenzutreten, schlägt Hayek vor, Geld- und Fiskalpolitik voneinander zu trennen. Er schlägt dann im gleichen Atemzug auch eine Liberalisierung aller Kapitalmärkte vor (vgl. 1990: 97, 120 ff.).

abhängige Zentralbank sich nicht langfristig einer Regierung und dem politisch-gesellschaftlichem Druck entziehen könne:

“I should never have wanted to deny that a wise and politically independent monetary authority might do better than it is compelled to do in order to preserve a fixed parity with gold or another currency. But I can see no hope of monetary authorities in the real world prevailing for any length of time in their good intentions.” (Hayek 1990: 109)

Insofern bemerkt Hayek, dass auch eine unabhängige Zentralbank nicht unpolitisch sein kann. Hayek geht die Unabhängigkeit der Zentralbank aber nicht weit genug, deshalb plädiert er letztendlich für eine generelle Abschaffung des Geldmonopols des Staates. Darin liegt sein Dilemma, weshalb er, um theoretisch konsequent zu bleiben, weiterhin die Ansicht vertritt, die Zentralbank gänzlich abzuschaffen: Alle ökonomischen Aufgaben und Funktionen, die traditionellerweise der Zentralbank zugesprochen werden, sollten entweder von privaten Banken übernommen werden oder wären obsolet, wenn es keine Zentralbank gäbe (vgl. ebd. 106). Diese Idee hat sich jedoch sowohl politisch als auch akademisch nicht durchgesetzt. Im Gegenteil haben die zahlreichen Finanzkrisen der vergangenen Dekaden die Rolle der Zentralbank eher gefestigt denn geschwächt. Dessen ungeachtet stützen sich die Befürworter einer unabhängigen Zentralbank auf Hayeks Überlegungen. Immer dann, wenn in der Öffentlichkeit auf fehlleitende Wirkungen politischer Institutionen verwiesen wird oder von *Politikversagen* bzw. von *‘institutions interfere’* im angelsächsischen Diskurs die Rede ist, wird auf Hayek verwiesen.

### 2.2.2 Die Neue Institutionenökonomik und die Neue Politische Ökonomik: ‘institutions matter’

In den Wirtschafts- und Sozialwissenschaften entstand Anfang der 1980er Jahre ein allgemeines Interesse an Institutionen. Die Erforschung von institutionellen Rahmenbedingungen rückte, wie auch in anderen akademischen Disziplinen, in den Mittelpunkt der Forschung. In diesem Kontext lieferten Ansätze aus der Neuen Institutionenökonomik (NIÖ), die sich der Bestimmung von institutionellen Rahmenbedingungen in einer Marktwirtschaft widmeten, weitere theoretische Argumente für die ZBU. Was die NIÖ kennzeichnet, ist die Einbettung

institutioneller Strukturen in die ökonomische Analyse. Damit wird die Vernachlässigung von Institutionen durch die Neoklassik, die ordnungspolitische Rahmenbedingungen als gegeben ansieht und von diesen theoretisch abstrahiert, überwunden.

Die Neue Institutionenökonomik stellt jedoch keinen Bruch mit der Neoklassik dar, sondern kann als deren Weiterentwicklung interpretiert werden. Grund für diese Feststellung ist der Umstand, dass die NIÖ dem Rationalitätsmodell des *Homo oeconomicus* treu bleibt. Institutionen werden als Bündel von ordnungspolitischen Normen und Regelwerken verstanden, die Einfluss auf die Wirtschaftssubjekte und die gesamte Ökonomie haben. Die NIÖ strebt eine ökonomisch effiziente Optimierung dieser Rahmenbedingungen an. Um etwa Transaktionskosten zu minimieren, müssen Normen und Regelwerke neu formuliert und angepasst werden.<sup>41</sup>

Für die NIÖ besteht die Voraussetzung und Bedingung für eine erfolgreiche Geldpolitik darin, dass das Verhältnis von Institutionen und Wirtschaftssubjekten funktioniert und dahingehend glaubwürdig ist, ökonomische Tauschprozesse sicherzustellen. Glaubwürdigkeit in der Geldpolitik könne durch die Etablierung von Normen und Regelbindungen geschaffen werden, mit denen die Geldfunktionen garantiert werden. Im Fokus steht die Schaffung von institutionellen Mechanismen, die verbindlich absichern sollen, dass Geld seine Funktion als Tauschmittel erfüllt. Die Entpolitisierung der Geldpolitik durch die Unabhängigkeit der Zentralbank stellt nach der NIÖ eine derartig wirkungsvolle institutionelle Garantie dar.

Als Teilbereich des Theoriespektrums der NIÖ beschäftigt sich vor allem die *Neue Politische Ökonomie* (NPÖ) mit dem Verhältnis zwischen den politischen Strukturen, institutionellen Praktiken und Funktionsweisen der Wirtschaftspolitik. Auch die NPÖ übernimmt die mikroökonomischen Methoden und Annahmen der Neoklassik (vgl. Gilpin 2001). Die Entscheidungsträger, wie etwa Politiker oder Bürokraten der wirtschaftspolitischen Staatsapparate, werden als rationale und nutzenmaximierende Individuen definiert, die den ebenfalls

---

<sup>41</sup> Bekannte Ökonomen aus dem Kontext der Neuen Institutionenökonomik sind die beiden Nobelpreisträger Douglass C. North und Oliver Williamson. Weitere Theorieansätze, die zur NIÖ zählen, bilden die *Agency*-Theorie (Prinzipal-Agenten-Theorie), der Transaktionskosten-Ansatz, sowie Theorien, die sich mit Fragen von Eigentums- und Verfügungsrechten (Property-Rights-Theorie) beschäftigen.

rational agierenden Wählern gegenüberstehen. Die Wirkungslosigkeit diskretionärer Geldpolitik (und der daraus legitimierte ZBU) wird, anders als bei den Monetaristen nicht mit adaptiven Erwartungen, sondern mit rationalen Erwartungen erklärt. Dieser theoretische Ansatz modelliert das Verhältnis zwischen Entscheidungsträgern der Geldpolitik auf der einen und die Reaktion der Wirtschaftssubjekte auf einen verkündeten geldpolitischen Kurs auf der anderen Seite. Die Interdependenz zwischen diesen Akteuren, die sich an einem nutzenmaximierenden Verhaltenskodex orientieren, führt zu Handlungsbeschränkungen. Dieser Theoriezweig teilt das Ziel, die Geldpolitik zu *entpolitisieren* – oder, anders formuliert, das Motiv, den Einfluss von politischen Parteien, Lobbyisten und weiteren gesellschaftlichen Kräften auf die Geldpolitik zu vereiteln, denen nachgesagt wird, eine expansive Geldpolitik zu verfolgen, um wirtschaftspolitische Ziele zu erreichen. Diese *Inflationsneigung* wird generell durch zwei unterschiedliche Theorieansätze erklärt, die ich im Fortgang näher behandeln möchte.

### 2.2.2.1 Das Konzept der politischen Inflationsneigung

Die Möglichkeit einer expansiven und diskretionären Geldpolitik wird in der NPÖ auf zwei Gründe zurückgeführt, auf die Existenz von politischen Kämpfen und auf bestehende Budgetrestriktionen. Im ersten Fall führt die politische Inflationsneigung zu einer Erhöhung der Staatsausgaben, im zweiten zu einer Finanzierung des Haushalts bzw. der laufenden Ausgaben und Verbindlichkeiten durch Zentralbankgeld mit vergleichbaren Ergebnissen. Im Folgenden gehe ich kurz auf diese beiden Aspekte ein.

Die erste Generation der NPÖ<sup>42</sup> betrachtet Konkurrenzkämpfe zwischen den politischen Parteien als Ursache für eine Inflationsneigung der politischen Entscheidungsträger und leitet hieraus die Notwendigkeit einer unabhängigen Zentralbank ab. Die Argumentationslogik ist simpel: Um an die Macht zu kommen, konkurrieren politische Parteien um die Gunst der Wähler. Politischen Parteien wird generell unterstellt, dass sie alles ihnen Mögliche versuchen werden, um an der Macht zu bleiben (vgl. Issing 2006: 70). Demnach tendieren Regierungsparteien dazu, sich politische Unterstützung durch ökonomische Maßnahmen zu

---

<sup>42</sup> Eijffinger und De Haan bezeichnen diese als *older-public choice*-Theorie, d. h. als frühe Ansätze der Neuen Politischen Ökonomik (vgl. 1996: 5).

sichern. Daraus wird abgeleitet, dass Regierungen insbesondere vor Neuwahlen dazu übergehen, die Ausgaben, die ihren Unterstützern zugutekommen, zu erhöhen, um wieder gewählt zu werden. Dieser Ansatz konstatiert folglich, dass Regierungen vor Wahlen dazu neigen, Einfluss auf die Geldpolitik zu nehmen. Weil andere Formen der Finanzierung, beispielsweise Steuererhöhungen vor Wahlen, als unpopulär gelten, könne die Regierung Druck auf die Zentralbank ausüben, diese Ausgaben zu finanzieren. In der Literatur ist dieses Phänomen mit dem Konzept des *politischen Konjunkturzyklus* von Nordhaus beschrieben worden (vgl. Eijffinger/De Haan 1996: 4f.). Parlamentarische Konkurrenz zwischen Regierungs- und Oppositionsparteien sowie politökonomische Konflikte, die insbesondere vor Wahlen ausgetragen werden, werden als Ursache der Inflation gesehen.<sup>43</sup> Weil jegliche Form der *monetären Staatsfinanzierung* nach der monetaristischen Theorie Inflation verursacht, ist diese politisch motivierte Ausgabenpolitik im Hinblick auf die Sicherung von Preisstabilität kontraproduktiv.

Hier kommt die Zentralbank ins Spiel. Während ein an die Regierung gebundener Zentralbankgouverneur sich einer derartigen Direktive schwer widersetzen könne, sei eine unabhängige Zentralbank in der Lage, diesen politischen Einfluss abzuwehren. Die Initiative muss dabei nicht unbedingt unmittelbar von der Regierung kommen. Generell kann auch gesellschaftlich-politischer Druck dazu führen, dass Regierungen von einer restriktiven zu einer expansiveren Geldpolitik übergehen, wenn die Beanspruchung andere Quellen, die die Staatseinnahmen erhöhen könnten, politisch nicht durchzusetzen sind. Es wird schnell deutlich, dass sich dieses Konzept in seiner Demokratieskepsis mit der von Hayeks deckt.

Eine zweite Erklärung für die Neigung von Regierungen, Staatsausgaben durch die Zentralbank zu finanzieren, liefern Budgetdefizite. Wenn beispielsweise die Konjunktur abflaut, die Steuereinnahmen sinken und kurzfristige Zinssteigerungen die Verschuldungslast erhöhen (vgl. Eijffinger/De Haan 1996: 4), kann eine Regierung Druck auf die Zentralbank ausüben, konjunkturbedingt Geld zu drucken, um die Budgetdefizite und Staatsschulden zu begleichen.<sup>44</sup> Wenn

---

<sup>43</sup> Eine zusätzliche Erweiterung erfuhren diese Ansätze durch die sogenannte *Partisanentheorie*, die unterschiedliche Inflationsneigungen von linken und rechten Parteien zu ermitteln versucht (vgl. Hibbs 1977 erwähnt in Akçay 2009: 137).

<sup>44</sup> Wie Altvater unterstreicht, existieren historisch zahlreiche Beispiele, in denen Staaten sich widersetzen, ihre Schulden zu zahlen und diese einfach absetzen (vgl. 2012).

eine Zentralbank unabhängig ist, so die Annahme, könne sie sich diesem Druck jedoch widersetzen.<sup>45</sup> Sie würde somit die Regierung zwingen, sich nicht über eine diskretionäre Geldpolitik, sondern auf andere Weise zu finanzieren. Um die Staatschulden zu begleichen, muss diese dann ihre Ausgaben senken, die Steuereinnahmen erhöhen und sich auf den privaten Kapitalmärkten Geld beschaffen.<sup>46</sup> Selbst im Falle einer Fiskalkrise könne so eine unabhängige Zentralbank das 'bailing-out' der Staatsfinanzen verhindern.

Die Etablierung einer unabhängigen Zentralbank gilt somit als Bekenntnis zu einer kontinuierlichen Preisstabilitätspolitik, weil in diesem Fall die Staatsausgaben nicht mithilfe der Zentralbank finanziert werden können. Das erklärte Hauptmotiv, die Zentralbank zu einer politisch autonomen Instanz zu erklären, lautet, den Einfluss von politischen Parteien und weiteren gesellschaftlichen Kräften, sowohl vor als auch nach demokratischen Wahlen und Regierungsbildungen einzuschränken und die Geldpolitik zu entpolitisieren (Ingham 2004: 146). In dieser Theorie sollen auch ökonomische Krisen nicht als Vorwand für eine aktive Geldpolitik gelten.<sup>47</sup>

### 2.2.2.2 Das Konzept der Glaubwürdigkeit und der zeitlichen Inkonsistenz

Die Inflationsneigung politischer Akteure wurde in der Zentralbankliteratur theoretisch mit dem Konzept der Glaubwürdigkeit, dem sogenannten *policy credibility concept* behandelt und vertieft (vgl. Fuhrer 1997). Demnach hängt der

---

<sup>45</sup> Sargent und Wallace unterscheiden zwischen einer fiskal und einer monetär geprägten Geldpolitik. Im ersteren Fall bestimmt das Finanzministerium die Geldpolitik, d. h. die Zentralbank finanziert die Verschuldung und Geldpolitik wird endogen bestimmt. Im zweiten Fall hingegen kann die Zentralbank die Geldmenge exogen bestimmen (vgl. Eijffinger/De Haan 1996: 5).

<sup>46</sup> Wie die Verschuldungskrise 2011/12 gezeigt hat, kann dies dazu führen, dass sich eine Regierung auf den Kapitalmärkten zu einem viel höheren Zinssatz verschulden muss als Banken, die sich für die Finanzierung der staatlichen Liquiditätsbedürfnisse Geld leihen. So konnten sich Mitte 2011 Privatbanken von der EZB neues Geld für 1,25 Prozent beschaffen und diese Gelder an Staaten mit bis zu 5 oder auch mehr Prozent ausleihen. Im Fall von Griechenland stieg dieser Prozentsatz sogar auf bis zu 15 Prozent, was die Bedienung der Schulden unmöglich machte (vgl. Altvater 2012: 280).

<sup>47</sup> Forder kritisiert die Auffassung, dass die Abhängigkeit von Wahlen Politiker per se zu einem schlechten geldpolitischen Kurs verleiten, als axiomatisch und einseitig: „[T]here is no difficulty in constructing arguments to the effect that electoral motivations are an encouragement to good policy since that thought has been central to the idea of protective democracy since Looke.“ (Forder 2001: 213 f.)

Erfolg einer jeden Politik konstitutiv von der Glaubwürdigkeit der Entscheidungsträger und den von ihnen deklarierten Maßnahmen ab, weil diese die Erwartungshaltung der Wirtschaftsakteure bestimmen würden.<sup>48</sup> Dieser Aspekt der politischen Glaubwürdigkeit wurde in der Literatur mit dem so genannten „Problem der Zeitinkonsistenz“ erläutert. Dabei geht es um die mögliche Dissonanz zwischen dem, was Entscheidungsträger deklarieren, tun zu wollen, und dem, was sie anschließend tatsächlich tun und umsetzen.

Im Kontext der Geldpolitik wird mit dem Problem der Zeitinkonsistenz der Umstand problematisiert, dass geldpolitische Entscheidungsträger im Laufe ihrer Amtsperiode Anreize haben, einen vorher eingenommenen und offiziell deklarierten geldpolitischen Standpunkt inoffiziell zu revidieren bzw. einen anderen Kurs einzuschlagen. In der Regel wird damit eine Situation beschrieben, in der eine Regierung eine Preisstabilitätspolitik verspricht, anschließend aber dazu übergeht, Einnahmen zu generieren (bspw. *Seigniorage*) oder Ausgaben zu finanzieren. In diesem Fall ist die deklarierte Maßnahme zeitlich nicht konsistent, sie ist zeitinkonsistent. Wenn Wirtschaftsakteure dies antizipieren, so das Argument, werden sie ihre Erwartungen anpassen und es kommt zur Inflation und damit zu einem realen Wirkungsverlust der geldpolitischen Intervention. Der Erfolg einer Geldpolitik hängt demnach von der Glaubwürdigkeit des geldpolitischen Kurses und der angekündigten Maßnahmen ab.<sup>49</sup> Um diese Glaubwürdigkeit herzustellen, müssen die Entscheidungsinstanzen über eine entsprechende Reputation verfügen. Eine zeitkonsistente Reputation könne geschaffen werden, so die Behauptung, wenn die Geldpolitik an Regeln gebunden

---

<sup>48</sup> Hierzu schreibt Streissler: „Erwartungshaltungen über Wiederverkaufswerte entkoppeln die Preise von ihren objektiven Bestimmungsgründen und unterwerfen sie Erwartungen über Finanzmarktbedingungen und zukünftige Geldversorgung. Dementsprechend ist die neue geldpolitische Literatur voll von Überlegungen zur Glaubwürdigkeit der Geldpolitik und zu den Signaleffekten des Notenbankhandelns. Ein und dieselbe quantitative Geldmengen- oder Zinsveränderungen kann ganz verschiedene reale Effekte haben, wiederum eine Nichtneutralität.“ (Streissler 2002: 82)

<sup>49</sup> Fuhrer definiert die Glaubwürdigkeit wie folgt: Eine Zentralbank ist glaubwürdig, wenn Unternehmen und Konsumenten zu der Überzeugung gelangen, dass die Bank systematisch vorgeht, um ihre Ziele zu erreichen. Demnach agiert eine glaubwürdige Zentralbank so, *als ob* sie einer Regel folgen würde. Sie folgt also streng genommen nicht einer Regel, sondern ihre Reaktionen erfolgen in einer derart systematischen Art und Weise, dass Außenstehende zur Überzeugung kommen, sie sei glaubwürdig (vgl. Fuhrer 1997: 26). Zentralbanken müssen also nur so tun als ob sie Regeln befolgen und achten, währenddessen sie opportun handeln können – Hauptsache die Öffentlichkeit bemerkt es nicht.

wird oder institutionelle Strukturen existieren, die deren Verbindlichkeit forcieren.

Das Modell der Zeitinkonsistenz geht auf eine theoretische Studie der beiden Ökonomen Finn Kydland und Edward Prescott zurück, die hierfür 2004 von der schwedischen Reichsbank mit dem Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften ausgezeichnet wurden. Die Studie von Kydland und Prescott ist repräsentativ, weil sie als erste sowohl monetaristische Maßnahmen, wie zum Beispiel die Geldmengensteuerung, als auch institutionelle Vorkehrungen anregten, um ein Glaubwürdigkeitsproblem in der Geldpolitik zu lösen. Obwohl Kydland und Prescott die ZBU nicht explizit als Lösungsstrategie nennen, wurden sie in der Laudatio des Nobelpreis-Komitees als deren wissenschaftliche Weichensteller gewürdigt (vgl. Nobel Academy 2004: 10). Zahlreiche Ökonomen haben ihren Ansatz aufgegriffen, weiterentwickelt und auf die Zentralbank angewendet, wie bspw. Barro und Gordon (1983) und der spätere IWF-Chefökonom Kenneth Rogoff, der weitere Merkmale von unabhängigen Zentralbanken aus dem Blickwinkel der Neuen Politischen Ökonomie ausarbeitete.

Kydland und Prescott konstatieren in ihrem viel beachteten Artikel von 1977, dass eine zuvor als optimal bewertete, wirtschaftspolitische Entscheidung aufgrund der rationalen Antizipations- und Handlungsfähigkeit der Wirtschaftssubjekte ihren optimalen Status einbüßen kann. Dabei ist der Grad des Informationsstands für ihre Argumentation nicht relevant, weil bereits jede noch so geringe Kenntnis über den ökonomischen Kurs ausreicht, die Erwartungen und damit auch die ökonomischen Bedingungen, unter denen diese Entscheidungen getroffen werden, zu ändern (vgl. Kydland/Prescott 1977: 474). Hieraus leiten die Autoren ab, dass die zuvor gefallene optimale Entscheidung inkonsistent wird, und daher auch *per se* der Anreiz entsteht, einen anderen Kurs einzuschlagen (vgl. ebd. 480). Weil genau dieser Umstand auch den Wirtschaftssubjekten nicht unbekannt sei, wird der Entscheidungsträger prinzipiell mit einem Misstrauen gegenüber dem wirtschaftspolitischen Kurs konfrontiert sein. Hieraus leiten Kydland und Prescott ein strukturelles Glaubwürdigkeitsproblem der *sequentiellen* Wirtschaftspolitik ab, mit der die Optimierungssuche konfrontiert sei. Das folgende Zitat fasst diese These zusammen:

“Even if there is an agreed-upon, fixed social objective function and policymakers know the timing and magnitude of the effects of their actions, discretionary policy, namely, the selection of that decision which is best, given the current situation and a correct evaluation of the end-of-period position, does not result in the social objective function being maximized. The reason for this apparent paradox is that economic planning is not a game against nature but, rather, a game against rational economic agents.” (Kydland/Prescott 1977: 473)

Die geldpolitischen Schlüsse aus dem Ansatz von Kydland und Prescott sind folgende: Bei einer niedrigen Inflation kann eine Überraschungsinflation Wachstum und Beschäftigung ankurbeln und der daraus resultierende Gewinn kann die Kosten der Inflation übersteigen. Wenn aber von rationalen Erwartungen ausgegangen wird, dann werden die Wirtschaftssubjekte bereits im Voraus die höhere Inflation in ihren Tarifverhandlungen berücksichtigen. In diesem Fall würden die Gewinne durch höheres Wachstum durch die dadurch ausgelöste höhere Inflation zunichte gemacht. Eine niedrige Inflation wäre in diesem Fall durch die Erwartung der Wirtschaftssubjekte nicht erreichbar, weil das dazu notwendige Wachstum ausbleibt (vgl. Howells 2009: 8).

Das Modell von Kydland und Prescott erinnert an Keynes' *'Beauty Contest'*, wonach die Erwartungen anderer (Wirtschafts-)Akteure einen maßgeblichen Einfluss auf die Entscheidungsträger ausüben. Es versteht sich jedoch als Kritik des Keynesianismus. So argumentieren die Autoren, dass eine Wirtschaftspolitik aus einer wohlfahrtstheoretischen Betrachtung heraus nicht die erhofften Resultate erbringt, wenn Wirtschaftssubjekte staatliche Eingriffe antizipieren (vgl. Kydland/Prescott 1977: 486 f.). Wenn einer Geldpolitik also die Glaubwürdigkeit fehlt, führt dies zu einem Wohlfahrtsverlust, der sich laut Kydland und Prescott in Form einer höheren Inflation und steigender Arbeitslosigkeit ausdrückt. Mit dem Konzept der zeitlichen Inkonsistenz wird also eine neoklassisch-monetaristische Erklärung für Stagflation gegeben. Demnach können Beschäftigungseffekte aufgrund rationaler Erwartungen ausbleiben, wenn die Wirtschaftssubjekte eine expansive Geldpolitik verbunden mit einem Anstieg der Güterpreise antizipieren und höhere Löhne fordern (die sogenannte Lucas-Kritik). Dies ist die gleiche Argumentationsweise, mit der die monetaristische Theorie ihr Urteil über die Neutralität von Geld fällt. Während der Monetarismus aufgrund von rationalen Erwartungen auf eine Neutralität von Geld schließt, identifizieren Kydland und Prescott ein Zeitinkonsistenzproblem der Wirtschaftspolitik,

aus dem ein Glaubwürdigkeitsproblem entstehe, was wiederum die Geldpolitik neutralisiere.

Laut Kydland und Prescott kann Preisstabilität durch *politische* Entscheidungen sichergestellt werden. Wie bereits der Titel ihres Aufsatzes andeutet „Rules Rather than Discretion“, favorisieren die Autoren eine regelorientierte Geld- und Fiskalpolitik als Lösung für das Zeitinkonsistenzproblem und positionieren sich damit an der Seite monetaristischer Überlegungen in den 1970er Jahren, die eine erfolgreiche Geldpolitik als nicht diskretionär, sondern regelgeleitet ansah. Folgendes Zitat verdeutlicht diese Stellungnahme:

“Reliance on policies such as a constant growth in the money supply and constant tax rates constitute a safer course of action. (...) the implication of our analysis is that policymakers should follow rules rather than have discretion. The reason that they should not have discretion is not that they are stupid or evil but, rather, that discretion implies selecting the decision which is best, given the current situation. Such behavior either results in consistent but suboptimal planning or in economic instability.” (Kydland/Prescott 1977: 487)

Um eine regelgebundene Geldpolitik sicherzustellen und Vertrauen in die Geldpolitik zu schaffen, solle ein Regelwerk errichtet werden, das die Verpflichtung zu und Bindung an eine Preisstabilitätspolitik institutionell verankert (vgl. Nobel Academy 2004: 2 f.).<sup>50</sup> Das bedeutet nichts anderes als die Geldpolitik aus den Händen der Politiker zu nehmen und zu entpolitisieren, um der strukturellen Inflationsneigung Schranken zu setzen. Das ist die zentrale Stoßrichtung und Intention von Kydland und Prescott und wohl auch der Grund, weshalb sie mit dem Wirtschaftsnobelpreis ausgezeichnet wurden. Was den Ansatz von Kydland und Prescott auszeichnet – es handelt sich um ein spieltheoretisch-dynamisches Reaktionsmodell mit nicht-kooperativen Akteuren – urteilte das Nobelpreis-Komitee, sei dessen methodische Innovation und Stärke. Die Autoren werden dafür gewürdigt, dass sie eine theoretische Erklärung für geldpolitische Entscheidungen lieferten, ohne auf gesellschaftliche und ökonomische Konflikte rekurren zu müssen. Wie die Nobel-Laudatio unterstreicht, werde

---

<sup>50</sup> Um diskretionäre Schritte auszuschließen, haben die Autoren recht innovative Vorschläge, wie z. B. eine zeitliche Implementierungsbarriere für Geld- und fiskalpolitische Maßnahmen einzuführen: „There could be institutional arrangements which make it a difficult and time-consuming process to change the policy rules in all but emergency situations. One possible institutional arrangement is for Congress to legislate monetary and fiscal policy rules and these rules to become effective only after a 2-year delay. This would make discretionary policy all but impossible.” (Kydland/Prescott 1977: 487)

Geldpolitik hier aus einer rationalen Entscheidungslogik der Wirtschaftspolitik heraus erklärt, die von den Erwartungen der privaten Wirtschaftssubjekte konditioniert werde. Das Zeitinkonsistenz-Argument erlaube also eine sachliche Betrachtung, ohne politische Umstände zu berücksichtigen (vgl. ebd.). Zentral seien die Erwartungen der privatwirtschaftlichen Akteure, also der Märkte, die den politischen Entscheidungsträgern und ihrem Manöverraum Grenzen setzen. Mit diesem Ansatz wird die politische Dimension ausgeklammert und die prinzipielle Marktabhängigkeit von Entscheidungen unterstrichen. Kydland und Prescotts Verdienst sei, eine intellektuelle Erklärung geliefert zu haben, die die Entpolitisierung der Geldpolitik theoretisch untermauert.

Dieser Ansatz wurde im Kontext der Neuen Institutionenökonomik aufgegriffen und weiterentwickelt. Ein spieltheoretisches Verhaltensmodell für die Geldpolitik wurde von Barro und Gordon formuliert, die aus dem Zeitinkonsistenzproblem ein *Glaubwürdigkeitsproblem* der Geldpolitik herleiten. Wenn durch die Regelbindung die Inflationserwartungen gesenkt werden, dann ergibt sich daraus erneut die Anfangssituation des Modells. Denn in diesem Fall hätten die Entscheidungsträger erneut die Möglichkeit und den Anreiz, die Regel zu ignorieren, um ihre Entscheidungen zu optimieren. Und weil auch dieser Ansatz auf der Annahme rationaler Erwartungen basiert, wäre auch hier die Regelbindung mit einem Glaubwürdigkeitsproblem konfrontiert.<sup>51</sup> Cukierman würdigt den Einsatz der genannten Autoren und betont, dass ihre simple Gefangenendilem-

---

<sup>51</sup> Die spieltheoretische Modellierung der Geldpolitik besteht darin, Inflationsneigung politischer Entscheidungsträger (der Regierung) von dem Grad der relativen Präferenz der Regierung für Preisstabilität und Beschäftigung abzuleiten. Hierfür wird eine Verlustfunktion (oder auch Zielfunktion) konstruiert, in deren Gleichung die Parameter Arbeitslosigkeit, die sogenannte *natürliche Arbeitslosigkeit* (NAIRU), Inflation und erwartete Inflation von Gewerkschaften, eingebunden werden. Im Mittelpunkt steht die Lücke oder Diskrepanz zwischen realisierter und optimaler Inflation sowie zwischen Arbeitslosigkeit und optimaler Arbeitslosigkeit. Die optimale Arbeitslosigkeit ist relativ definiert und stellt sich ein, wenn sie unter der Nairu liegt. Inflation wird als intertemporales Ergebnis der Zinspolitik modelliert, das als zentrales Interventionsinstrument und Kontrollvariable gilt. Das Optimierungsziel der Regierung besteht darin, die Arbeitslosigkeit unter die natürliche Rate zu senken. Dabei werden Präferenzparameter für Beschäftigung und Preisstabilität eingeführt, mit der eine Verlustfunktion modelliert wird, die beobachtete und geschätzte Parameter mit einbezieht, deren Diskrepanz dann minimiert werden soll. Das Ziel dieses Modells besteht darin, ein formelles Verhältnis zwischen der Zinspolitik, Preisstabilität und Beschäftigung darzustellen, das sich im Fall von rationalen Erwartungen dahingehend auswirkt, dass sobald die Entscheidungsträger ein Beschäftigungsziel haben, Inflationsneigung entsteht (vgl. Berlemann/Hielscher 2010).

ma-Erklärung eine intellektuelle Revolution ausgelöst hätte und zur Popularisierung einer unabhängigen Zentralbank beigetragen habe (vgl. 2008: 727).

Eine methodische Kritik an der Theorie der Zeitinkonsistenz, die die Möglichkeit des geldpolitischen Kurswechsels als strukturelle Inflationsursache hervorhebt und sich deshalb für starre Regeln ausspricht, findet sich bei Daunfeldt und De Lunay (2008). Die Autoren kritisieren, dass die Inflationsneigung, die den politischen Entscheidungsträgern nachgesagt wird, sich zwischenzeitlich ändern kann, wenn beispielsweise eine hohe langfristige Inflation die Inflationsaversion erhöht:

“The time inconsistency theory clearly suggests that the decision power of the policymakers must be reduced in order to improve the credibility of a low inflation goal. However, this policy implication depends crucially on the assumption that the policymakers unemployment target is lower than the natural rate of unemployment. The periods of high inflation can have led the policymakers to become more inflation averse and the transition from high to low inflation may, therefore, be explained by shifting preferences.” (Daunfeldt/De Lunay 2008: 420)

In diesem Fall könne ein Rückgang der Inflation auf eine veränderte politische Agenda und neue geldpolitische Präferenzen zurückgeführt werden, wozu dann aber keine institutionelle Reform notwendig sei, die ZBU garantiert. Daunfeldt und De Lunay heben hervor, dass Inflation auch mithilfe anderer Mechanismen gesenkt werden kann und das Argument der Zeitinkonsistenz keine hinreichende Begründung für die ZBU liefert (vgl. 2008: 420). Weitere Kritikpunkte an der internen Rationalitätslogik der Theorie der Zeitinkonsistenz finden sich bei Jörg Bibow, der darauf aufmerksam macht, dass

“[a]n important monetarist and public choice critique of Old Keynesianism was that it seemed to assume a benevolent dictator in control of government policy. (...) It is of course ironic that the New Classics in their blind witch hunt of Keynesian ideas unwittingly re-erected an especially foolish benevolent dictator version in the form of independent central banks. The modelling world from which their policy prescriptions, including favoring CBI, are derived has nothing in common with central banking on this planet and the New Classical time-inconsistency fiction is of zero practical relevance” (Bibow 2010: 26).

Die neu-klassische Theorie der Zeitinkonsistenz diene dazu, eine diskretionäre Geldpolitik zu diskreditieren (vgl. ebd. 13). Dem liege, laut Bibow, folgende grundsätzliche Fehlinterpretation der keynesianischen Geldpolitik zugrunde: Diskretionäre Maßnahmen seien nicht dazu da, durch eine *Überraschungsinfla-*

tion die Beschäftigung über ihren Gleichgewichtspunkt zu heben, sondern eine instabile Wirtschaft zu stabilisieren (vgl. ebd. 14 f.). Im folgenden Abschnitt wird näher darauf eingegangen, wie die ZBU als Lösung des Glaubwürdigkeitsproblems begründet wird.

### 2.2.2.3 Lösungsvorschläge

In der Literatur wurden mehrere Lösungsvorschläge entwickelt, um die politische Inflationsneigung zu entkräften und die Geldpolitik *glaubhaft* zu machen. Als ersten Vorstoß wäre der Versuch, den auch Kydland und Prescott favorisieren zu nennen, nämlich die Geldpolitik an Regeln zu binden. Dieser Vorschlag entsprach der Strategie des *monetaristischen Interregnums* zwischen 1979 bis 1982. Die Popularität des Monetarismus hielt jedoch nicht lange vor und so erfuhr auch die monetaristische Theorie eine Weiterentwicklung. Auslöser war die Krise und das Scheitern der monetaristischen Geldpolitik zu Beginn der 1980er Jahre. Es wurde deutlich, dass eine an starren Geldmengenzielvorgaben orientierte Geldpolitik nicht umsetzbar und eine strikte Regelbindung mit Fokus auf Preisstabilität nicht neutral war, sondern zu massiven ökonomischen Auswirkungen mit negativen Beschäftigungseffekten führten.

Als Folge dieses Prestigeverlustes verschob sich die Debatte von der Kontroverse zwischen regelorientierter und diskretionärer Geldpolitik hin zu der Frage, wie die Glaubwürdigkeit und Flexibilität der Geldpolitik miteinander in Einklang gebracht werden konnte (vgl. Akçay 2009: 127).<sup>52</sup> Theoretisch wurde dies damit begründet, dass eine langfristige Fokussierung auf die Regelbindung das Reaktions- und Wirkungspotential der Geldpolitik unnötig einschränken würde und die Zentralbank dann in der Konsequenz nicht angemessen reagieren kann, wenn Krisen (nicht antizipierte Schocks) und negative realwirtschaftliche Fluktuationen eintreten (vgl. Belke/Setzer 2004: 5). Diese Einsicht war die Sternstunde der NIÖ, da sich nun die Aufmerksamkeit auf die Schaffung von neu-

---

<sup>52</sup> Akçay fasst drei Ansätze zusammen. Erstens, das Modell des konservativen Zentralbankgouverneurs, das auf Rogoff zurückgeht. Zweitens, Anreizkontrakte für die geldpolitischen Entscheidungsträger, wonach ein Preisstabilitätskurs unmittelbar mit objektiven Anreizen und Interessen der Gouverneure verknüpft und erklärt werden soll. Wie Akçay erklärt, stellt Walshs Ansatz den Versuch dar, den Erklärungsansatz der subjektiven Einstellung des Gouverneurs von Rogoff weiterzuentwickeln und zu konkretisieren. Die dritte Variante bildet das Modell der Zielinflation (vgl. Akçay 2009: 132 f.), auf das wir im fünften Kapitel näher eingehen werden.

en institutionellen Rahmenbedingungen in der Geld- und Wirtschaftspolitik richtete (vgl. ebd.).<sup>53</sup> Die Zentralbankunabhängigkeit wurde in diesem Kontext als optimale institutionelle Lösung für das Glaubwürdigkeitsproblem in der Geldpolitik präsentiert, das Kydland und Prescott formuliert hatten.<sup>54</sup> Doch die Einrichtung einer unabhängigen Zentralbank wurde als nicht ausreichend bewertet, um eine glaubwürdige Preisstabilitätspolitik sicherzustellen. Begründet wurde dies mit der Möglichkeit, dass die Regierung einen Gouverneur ernennen könne, der ihr wohlgesonnen ist. In diesem Fall hätte, in spieltheoretischer Sprache formuliert, die Zentralbank die gleichen Präferenzen und Zielfunktion wie die Regierung (vgl. Barro/Gordon 1983; Berlemann/Hielscher 2010). Howells kommentiert hierzu:

“But making a case for credibility does not in itself make a case for independent central banks especially when the argument leaves intact the KP assumption of agreed social preferences. What we need to take us from the credibility issue to independent central banks as a solution is the assumption that central bankers are bound to be inflation-averse.” (Howells 2009: 9)

In diesem Fall ist die Unabhängigkeit der Zentralbank eine notwendige, jedoch nicht hinreichende Bedingung, die Inflationsneigung der Politiker zu brechen. Aus diesem Grund wurde in der Literatur die Wahl des Gouverneurs problematisiert (vgl. Berlemann/Hielscher 2010: 2).<sup>55</sup> Die Lösung sahen Alesina und

---

<sup>53</sup> In den Wirtschaftsprogrammen der 1980er und 1990er Jahre wurden geldpolitische Regelwerke und institutionelle Bedingungen für eine verbindliche Preisniveaustabilitätspolitik thematisiert. In der *Policy*-Forschung werden beispielsweise Integration in den Weltmarkt, sowie internationale oder supranationale institutionelle Strukturen wie EU, WTO, GATT etc. genannt.

<sup>54</sup> Zusätzlich wurden den Aspekten der Transparenz und Rechenschaftspflicht, als institutionelle Merkmale einer unabhängigen Zentralbank, Aufmerksamkeit geschenkt, die das Glaubwürdigkeitsproblem lösen sollten.

<sup>55</sup> Für eine ausführliche methodische Kritik der Politikern zugesprochenen Inflationsneigung, der Bedeutung der vorausschauenden Erwartungen, der Überraschungsinflationsthese und der Glaubwürdigkeitsproblematik siehe Howells (2009: 12). Er unterstreicht: „What is required is a policymaker who can respond to these shocks, finding a balance between price and output stabilization, and (crucially) resisting the time inconsistency temptations identified by Kydland and Prescott. Discretion will be preferable to some constitutional rule, provided the policymaker is alert to the dangers of inflation. This is, as it is often presented, an argument for a ‘conservative central banker’ but it is not, as is claimed with equal frequency, an argument for an independent central bank based upon its superior credibility.” (Howells 2009: 9f.) Seine Hauptthese lautet, dass die Argumente und Erklärungen die vorgebracht werden, um zu erklären, wie Preisstabilität sichergestellt werden könne, durch eine diskretionäre Geldpolitik erreicht werden und hierfür keine unabhängige Zentralbank notwendig sei. Das Zeitinkonsistenzproblem sei ein generelles Phänomen, das in allen möglichen Situationen angewendet werden könne. Demnach komme es auf die politische Entscheidung an, einen

Summers darin, die Geldpolitik einem Zentralbank-Gouverneur zu überlassen, der eine höhere Inflationsaversion vorweise als die Inflationspräferenz der Gesellschaft. Eine derartige Wahl würde den Preisstabilitätskurs stärken und dessen Realisierung ermöglichen (vgl. Alesina/Summers 1993: 151). Auf dieses Problem geht Rogoff ein, der die Frage, wie eine unabhängige Zentralbank im Detail auszusehen hat, mit dem Konzept des „konservativen Zentralbankgouverneurs“ konkretisiert. Auf diese Erklärung möchte ich nun kurz eingehen, zum einen, weil es als Synonym für Unabhängigkeit steht, zum anderen aber auch, weil in der aktuellen Debatte über die ZBU die Rolle und Bedeutung des Zentralbankgouverneurs wieder an Bedeutung gewonnen hat. So wird die geldpolitische Einstellung und die Frage der Neutralität der ZB insbesondere im Zusammenhang mit dem Begriff der Stabilitätskultur des Gouverneurs diskutiert.<sup>56</sup>

Eine unabhängige Zentralbank und ein konservativer Zentralbankgouverneur sind zwei Seiten ein und derselben Medaille. Ein konservativer Zentralbanker wird ernannt, weil er keine Inflationsneigung habe und damit das *richtige* Ziel verfolge (vgl. Fuhrer 1997: 22). So bemerkt Eric Schaling: „[W]e define independence as the degree of conservativeness.“ (zitiert in Forder 2001: 214) Einem konservativen Zentralbanker wird unterstellt, dass er unabhängig gegenüber dem politischen Druck und der Inflationsneigung sei. Rogoff versucht ebenfalls mit einem spieltheoretischen Ansatz zu erklären, warum viele Staaten unabhängige Zentralbanken etablieren und eher konservative Gouverneure ernennen, die durch ihre Nähe zur Finanzindustrie gekennzeichnet sind (vgl. 1985: 1187). Die Gouverneurswahl könne Rogoff zufolge die Glaubwürdigkeit eines Preisstabilitätskurses stärken. Dem liegt die Annahme zu Grunde, dass das Umfeld der Finanzindustrie ein Interesse an der Verhinderung von Inflation hat, weil diese insbesondere den Gläubigern Verluste zusetzen würde. Die Institutionenökonomik ordnet Anreizsystemen im Kontext nutzenmaximierender Individuen große Bedeutung zu. Demnach könnten Gouverneure durchaus davon geleitet sein, die Interessen ihres Berufsstandes zu verfechten. Als mögliches Motiv nennt Rogoff:

---

Anstieg an Arbeitslosigkeit in Kauf zu nehmen, um eine Deflation zu erreichen (vgl. ebd. 11f.).

<sup>56</sup> Als weitere Option wurde auch das Konzept der optimalen Kontrakte entwickelt, das auf die Person des Gouverneurs und seine Motive und Anreize hin ausgerichtet war (vgl. Walsh erwähnt in Akçay 2009: 135).

“One incentive that a head of the central bank might have for holding down inflation is that he can thereby improve his standing in the financial community, and thus earn greater remuneration upon returning to the private sector.” (Rogoff 1985: 1179f.)

Jedoch relativiert Rogoff die Bedeutung, die der Wahl des Gouverneurs zugeschrieben werden sollte und folgert, dass es weder optimal sei, die Zentralbank juristisch streng an Zielvorgaben oder die Befolgung von Regeln zu binden, noch deren Führung einem *allzu* konservativen Zentralbankgouverneur zu überlassen (vgl. ebd. 1169f.). Ein Gouverneur solle, was Inflation angeht, zwar konservativer sein als die Gesellschaft, gleichzeitig aber auch nicht *zu* konservativ eingestellt sein. Cukierman bezeichnet diese Haltung als *Ultrakonservativ* (vgl. 2007: 17). Diese Definition räumt der Zentralbank also einen Interpretations- und Handlungsspielraum ein. Als Begründung führt Rogoff aus, dass dadurch zwar die Inflation, die auf Lohnsteigerungen zurückgeht, gesenkt werden könne, nicht antizipierten Angebotsschwankungen von der Zentralbank jedoch nicht begegnet werde. So seien intermediäre Geldmengenziele nur schwer realisierbar, wenn die Geldnachfrage auf Zinsen elastisch reagiere und daher instabil und schwer zu prognostizieren sei (vgl. Rogoff 1985: 1188). Dabei unterstreicht er, dass starre Regeln generell nicht förderlich seien, um Ziele zu erreichen. Stattdessen favorisiert er einen flexiblen Policy-mix dessen institutioneller Grundstein eine unabhängige Zentralbank sein soll.

Rogoffs Verdienst besteht darin, eine Verbindung zwischen konjunkturorientierter Wirtschaftspolitik und einer glaubwürdigen Geldpolitik (Preisstabilität) zu suchen und ein Modell entwickelt zu haben, in dem beide gemeinsam eine ökonomische Existenzberechtigung haben (vgl. ebd. 1187).<sup>57</sup> Nachdem Anfang der 1980er Jahre die Inflation zurückging, wurde erneut nach theoretischen Argumenten gesucht, die diskretionäre Eingriffe des Staates erlauben. Aus den Ausführungen von Rogoff wird jedoch auch deutlich, wie kontrovers die Debatte um die Wirkung der Geldpolitik war und ist. Denn einen kurzfristigen Einfluss auf ökonomische Rahmenbedingungen schließt auch er nicht aus, wie das folgende Zitat verdeutlicht:

---

<sup>57</sup> Rogoff wird für seine Policy-mix Erklärung und für das Konzept des konservativen Zentralbankers in der Begründung des Nobelkomitees von 2004 gewürdigt, weil er die Debatten in vielen Ländern entscheidend zu Gunsten einer unabhängigen Zentralbank geprägt habe (vgl. Nobel Academy 2004: 9).

“[A]lthough the central bank cannot systematically raise employment (since private agents anticipate its incentives to inflate) monetary policy can still be used to stabilize inflation and employment around their market-determined levels. Thus, rigid targeting is appropriate only in certain very special cases. It is important to stress that, while ‘flexible’ monetary targeting is preferable to either fully discretionary monetary policy or rigid monetary targeting, it is not necessarily the first-best solution to the problem of stagflation in this model.” (Rogoff 1985: 1170)

Rogoffs Ausführungen laufen darauf hinaus, mit einem mikroökonomischen Ansatz eine optimale Geldpolitik zu begründen, die das Ziel der Preisniveaustabilität mit dem Ziel einer hohen Beschäftigung versöhnt, wobei die Betonung auf dem Ziel der Preisniveaustabilität gelegt wird. Die begriffliche Unterscheidung zwischen diskretionärer und flexibler Geldpolitik besteht darin, dass erstere mit einer keynesianischen Wirtschaftspolitik assoziiert wird, während die flexible Geldpolitik auf eine reaktive Geldpolitik abzielt, die im Falle negativer ökonomischer Entwicklungen der Geldpolitik einen Handlungsraum zugesteht. Rogoff kommt zu dem Ergebnis, dass weniger die Zielorientierung, sondern vielmehr der institutionelle Status entscheidend sei, um eine optimale Preisstabilitätspolitik zu verfolgen. Dabei behauptet er, dass ein Preisstabilitätsmandat der Zentralbank auch für die Gesellschaft optimal sei. Anders formuliert, wenn die Zielvorschrift *Preisstabilität* und nicht *Beschäftigung* lautet, dann würden keine negativen Effekte auf die Beschäftigung ausgehen. Im Grunde versucht er somit eine Theorie zu formulieren, die die direkte Gegenüberstellung von wirtschaftspolitischen Zielen verhindert. Was jedoch letztendlich abgeleitet wird ist eine Hierarchisierung der wirtschaftspolitischen Ziele, bei der die Inflationsbekämpfung gegenüber dem Beschäftigungsziel favorisiert wird. Dieser Logik folgt auch das Statut der EZB.

Im Rahmen der NIÖ waren es Beiträge von Rogoff und anderen Autoren, die eine erfolgreiche und vermittelbare Geldpolitik darin sahen, diese einer unabhängigen Zentralbank zu überantworten (vgl. Belke/Setzer 2004: 5). Diese Modelle dienten dazu, eine diskretionäre Geldpolitik teilweise zu entdämonisieren und eine begrenzt diskretionäre Geldpolitik (constrained discretion) zu legitimieren. In der Theorie der Geldpolitik kann also von einer neuen Synthese zwischen Neu-Keynesianismus und Neoklassik gesprochen werden, die den strengen Monetarismus ablöste.

Die Neue Institutionenökonomik und die Neue Politische Ökonomik unterscheiden sich von der traditionellen Neoklassik dahingehend, dass sie Politik und Gesellschaft in die ökonomische Analyse integrieren und somit die völlige Ausblendung und Diskreditierung der Politik relativieren.<sup>58</sup> So werden heute in der Wirtschaftstheorie Fälle diskutiert, in denen staatliche Eingriffe in Kauf genommen werden können. Diese Ausnahmen werden allgemein als *Marktunvollkommenheiten* bezeichnet, die eine Abweichung von dem Idealmodell darstellen.<sup>59</sup> Demnach kann *alles*, was die Effizienz und die optimale Funktionsweise des Marktmechanismus stört, einen staatlichen Eingriff legitimieren. Ziel dieser staatlichen Eingriffe müsse jedoch die Absicherung und Erhöhung der Markteffizienz sein. An diesem Punkt zeigt sich jedoch zugleich die Grenze der neueren Ansätze. Von politischen Interessen geleitete wirtschaftspolitische Eingriffe, wie zum Beispiel verteilungspolitische Maßnahmen, werden generell als nicht optimal abgelehnt, weil sie bestehende Verzerrungen lediglich verschärfen oder neue Probleme hervorbringen würden (vgl. Jäger/Springler 2012: 118).<sup>60</sup> Die wirtschaftspolitischen Handlungsempfehlungen drehen sich daher meist um die Frage, Wege und Mittel zu finden, wie existierender politischer Einfluss, der als nicht wünschenswert erachtet wird, eingedämmt werden kann, damit die Funktionsweise des Marktes möglichst ungestört aufrechterhalten wird. Um dieses Ziel zu erreichen, müsse sich die Politik deshalb weitgehend an dem

---

<sup>58</sup> Methodisch bleiben diese neuen Ansätze jedoch im Rahmen der Neoklassik, weil die NIÖ gesellschaftliche Institutionen, wirtschaftspolitische Maßnahmen und Strategien auf die Präferenzen rationaler und nutzenmaximierender Individuen bzw. Gruppen zurückführt (vgl. Gilpin 2001: 28; O'Brian/Williams 2010: 12). Die Neue Politische Ökonomik unterstellt, dass Staaten und Individuen rational agierende Akteure sind (vgl. Dunn 2009: 40f.). Sie untersucht Zusammenhänge, Konfliktfelder und Entscheidungsmechanismen (Lobbyforschung, Verhaltensökonomik) und betrachtet politische Determinanten der Wirtschaftspolitik (vgl. Gilpin 2001: 29).

<sup>59</sup> Unter Marktunvollkommenheiten fallen zum Beispiel das Problem der Bereitstellung von öffentlichen Gütern, die Existenz natürlicher Monopole, Externalitäten sowie asymmetrische Information (vgl. Jäger/Springler 2012: 114 ff.), die zu einem Marktversagen führen können. Bill Dunn schreibt hierzu: „Economists use the term ‚externalities‘ to refer to those effects of economic behaviour which are not priced by market mechanisms. (...) The preferred solution is to find ways of pricing them, but, failing that, state intervention might be needed.“ (Dunn 2009: 25)

<sup>60</sup> Diese neuen neoklassischen Ansätze reflektieren Marktverhalten von Akteuren die Marktversagen auslösen können (vgl. Jäger/Springler 2012: 109). Hier zeigt sich jedoch ein grundsätzliches Dilemma. Ausgerechnet das Referenzmodell, das hochgehalten wird, das nutzenmaximierende Eigeninteresse von Individuen oder Akteursgruppen, kann zu widersprüchlichen Marktergebnissen führen oder auch wirtschaftspolitische Maßnahmen fehlschlagen lassen. Damit wird gerade die grundlegende Verhaltensmaxime geschwächt, die ja prinzipiell immer auf Optimalität aus ist.

Prinzip orientieren, sich aus der Ökonomie herauszuhalten und nur in Ausnahmefällen vorübergehend einzuschreiten.<sup>61</sup> Am Prinzip, dass staatliche Eingriffe ökonomische Ineffizienz und Verzerrung verursachen, wird festgehalten. In der Terminologie der Neuen Politischen Ökonomie wird dieser Fall als *Regierungsversagen* bezeichnet, im Kontrast zur Hypothese des *Marktversagens* (vgl. Gilpin 2001: 29). Der Verdienst dieser Theorien besteht darin, staatliche Intervention als Ausnahmefälle zur Kenntnis zu nehmen und damit nicht mehr kategorisch abzulehnen, sondern zu begründen.

Die obigen Ausführungen belegen, dass auch die neueren neoklassischen Schulen sich an dem Konzept des *Minimalstaates* orientieren und den Staat idealerweise als *neutrale Steuerungsinstanz* auslegen (vgl. Dunn 2009: 23; Jäger/Springler 2012: 121). Mit anderen Worten, das liberale Verständnis des Staates ist durch eine *anwesende Abwesenheit* geprägt: Der Staat ist insofern *anwesend*, weil er die ordnungspolitische Rolle und Aufgabe erfüllt, individuelle Eigentumsrechte, die soziale und ökonomische Ordnung sicherzustellen (vgl. Dunn 2009: 23). Gleichzeitig müsse der Staat sich jedoch prinzipiell aus der Ökonomie heraushalten bzw. neutral verhalten, also *abwesend* sein. Die neutrale Ordnungsfunktion bildet somit die Grundlage für den Rückzug des Staates aus der Ökonomie. Kritisch muss dem entgegengesetzt werden, dass es sich hierbei um eine begrenzte und ambivalente Auffassung handelt, was Politik konstituiert und was nicht. Während politische Maßnahmen, die der Markteffizienz dienen, als notwendige Maßnahmen erachtet werden, stoßen verteilungs- und sozialpolitische Regelungen entweder auf Skepsis oder offene Ablehnung. Dies belegt lediglich, dass Ökonomie nicht unpolitisch oder gar neutral sein kann – weder in der realen noch idealen Vorstellung. Wir können also festhalten, dass die Versionen des Mainstreams der Politischen Ökonomie der methodischen Trennung von Ökonomie und Politik grundsätzlich treu bleiben.

Ausschlaggebend für den Erfolg der Zentralbankunabhängigkeit waren nicht nur die hier skizzierten theoretischen Ausführungen, die den Mainstream

---

<sup>61</sup> Damit wird die prinzipielle Trennbarkeit von Politik und Ökonomie jedoch wieder eingeführt, wie Bieling klarstellt: „Ökonomie wird als ein grundsätzlich separater, nicht-politischer Bereich betrachtet, der allerdings einer interessensvermittelten politischen Regulierung unterliegt, um – potenzielle – Hindernisse und Störungen einer ansonsten effizienten und wohlfahrtsseigernden Marktdynamik zu beseitigen.“ (Bieling 2011: 45) Im Mittelpunkt stehen daher Fragen „durch welche politischen Übereinkünfte, Institutionen und Verfahren Märkte eingebettet werden und welche Faktoren hierfür verantwortlich sind“ (vgl. ebd.).

nachhaltig prägten. Es war insbesondere die breite Rezeption von empirischen Studien, die Anlass zu der Schlussfolgerung gaben, dass zwischen ZBU und Preisstabilität eine positive Korrelation herrsche und von ZBU keine negativen ökonomischen Auswirkungen zu erwarten seien. Im folgenden Abschnitt widmen wir uns diesem empirischen Aspekt.

### 2.2.3 Die Free lunch These und ihre Kritik

Das Konzept der Zentralbankunabhängigkeit baut auf der Neutralitätstheorie des Geldes auf, nach der monetäre Größen keinen Einfluss auf realwirtschaftliche Größen nehmen (vgl. Akçay 2009: 147; Bibow 2010: 15). Mit Blick auf die Ermittlung des Unabhängigkeitsgrades einer Zentralbank befasst sich die empirische Literatur daher mit der Frage nach den ökonomischen Auswirkungen einer derartigen Strategie. Wenn eine wirtschaftspolitische Maßnahme, in unserem Fall die ZBU, keine negativen ökonomischen Auswirkungen (Kosten) nach sich zieht, wird dies im Fachjargon als *free lunch* bezeichnet. Die Befürworter möchten nachweisen, dass die ZBU nicht zu höherer Arbeitslosigkeit, größerer Einkommensungleichheit und Vermögenskonzentration, niedrigeren Wachstumsraten und stärkeren Konjunkturschwankungen führt, weil dies das zentrale Neutralitätsargument schwächen würde. Von einer Entpolitisierung der Zentralbank müssten also entweder positive oder zumindest keine negativen ökonomischen Folgen ausgehen. In diesem Sinne befassen sich weitere empirische Studien mit der Hypothese, dass eine unabhängige Zentralbank zu niedrigen Inflationswerten führt und von ihr keine negativen Auswirkungen auf makroökonomische Parameter ausgehen.

Die ökonometrische Vorgehensweise dieser Studien besteht darin, mit einer einfachen Korrelations- und Regressionsanalyse die berechneten Werte für die rechtliche Unabhängigkeit mit ausgewählten ökonomischen Parametern, wie Wachstum, Beschäftigung, Kreditvergabe an die Regierung, Inflation und Inflationschwankungen, aber auch Wechselhäufigkeit eines Zentralbankpräsidenten, ins Verhältnis zu setzen (vgl. Fuhrer 1997: 28). Das Hauptaugenmerk gilt dabei der Inflation. In der Sprache der Statistiker formuliert: Zwischen einer unabhängigen Zentralbank und niedriger Inflation müsste eine negative Korrelation herrschen, d. h. je unabhängiger die Zentralbank, desto geringer fällt die

Inflation aus. Zwischen ZBU und dem ökonomischem Erfolg einer Volkswirtschaft hingegen bestehe eine positive Korrelation.

Ich möchte an dieser Stelle nicht ins Detail der Modelle gehen. In der heutigen Fachliteratur wird mit großer Mehrheit die Meinung vertreten, dass die obige Anfangshypothese empirisch belegt sei und die ZBU mit niedriger Inflation einhergehe (vgl. Alesina/Summers 1993: 159; Debelle/Fischer 1995: 199; Eijffinger/De Haan 1996: 29 ff.).<sup>62</sup> Was das Verhältnis zwischen der ZBU und weiteren makroökonomischen Parametern angeht, wird behauptet, dass die Mehrzahl der Studien zum Ergebnis käme, dass von einer ZBU keine negativen Auswirkungen auf diese Parameter ausgehen. So schreiben Debelle und Fischer, dass „the existing evidence suggests that central bank independence is a free lunch: It brings lower inflation and lower inflation variability, at no cost in terms of lower output growth or greater output variability.“ (Debelle/Fischer 1995: 201). ZBU sei ökonomisch vorteilhaft, weil hiervon keine negativen Effekte auf Wachstum und Beschäftigung ausgehen würden (vgl. Cukierman et al. 1992: 377 f.; Issing 2006: 69). Aus diesem Grund sei eine Entpolitisierung der Zentralbank ein *free lunch* und ein wünschenswertes Ziel für die Gesellschaft.<sup>63</sup>

Die Studien von Grili et al. (1991), Cukierman et al. (1992) und Alesina und Summers (1993) differenzieren ihre Ergebnisse zunächst dahingehend, dass eine juristische Unabhängigkeit eine statistisch signifikante Determinante der Preisstabilität in Industrieländern darstellt, dies jedoch nicht für Entwicklungs- bzw. Schwellenländer gelte. Cukierman erklärt dieses Ergebnis damit, dass in diesen Ländern bis Ende der 1990er Jahre zwischen rechtlicher und tatsächlicher Unabhängigkeit eine Kluft bestand (vgl. 2008: 727). Aktuelle Studien würden jedoch zeigen, dass das negative Verhältnis zwischen Inflation und ZBU auch für Ent-

---

<sup>62</sup> Eijffinger und De Haan bemerken, dass die statistische Korrelation zwischen ZBU und Inflation keinen direkten kausalen Zusammenhang haben muss, sondern Ausdruck einer zur Tradition gewordenen „Stabilitätskultur“ sein kann (vgl. 1996: 30). In diesem Zusammenhang wird üblicherweise gerne auf die deutsche Hyperinflation der 1920er Jahre verwiesen und daraus ein gesellschaftliches Trauma abgeleitet, dass die Basis für einen gesellschaftlich-politischen Konsens der Preisstabilität bilde.

<sup>63</sup> Gänzlich widerspruchsfrei ist dieser Standpunkt jedoch nicht. Die Mainstreamliteratur betrachtet Preisstabilität als wichtige Voraussetzung und Antrieb für ökonomisches Wachstum. Diese Aussage konsequent weitergedacht müsste zwischen ZBU und Wachstum ein positives Verhältnis herrschen. Wie Eijffinger und De Haan bemerken, sei dies aber in den meisten Studien nicht festzustellen (vgl. 1996: 36). Cukierman et al. bestätigen dieses Ergebnis für Industrieländer, fügen aber hinzu, dass in den Entwicklungsländern durchaus ein positives Verhältnis zwischen ZBU und Wachstum festzustellen sei (vgl. Cukierman et al. 1992).

wicklungsländer gilt, das Ausmaß dieses Verhältnisses jedoch gleichzeitig von der rechtlichen Verankerung und der Geltung des Rechts abhängt (vgl. ebd.). Cukierman argumentiert hierbei ähnlich wie Daron Acemoğlu et al. (2008).

Diese positiven empirischen Ergebnisse wertet die Mainstreamliteratur als eine Bestätigung der Neutralitätsthese des Geldes (vgl. Alesina/Summers 1993: 159). In der Nobelpreis-Laudatio von 2004 werden diese Resultate als Erklärung genannt, warum Zentralbankunabhängigkeit derart populär und dominant geworden ist (vgl. Nobel Academy 2004: 11). Auch die EZB begründet ihre politische Unabhängigkeit in einer Publikation aus demselben Jahr wie die Nobelpreis-Laudatio damit, dass

„[u]mfassende theoretische Analysen und empirische Belege zur Zentralbankunabhängigkeit zeigen, dass die Unabhängigkeit der EZB der Gewährleistung von Preisstabilität förderlich ist“ (ECB 2004: 15).

Nach Forder ist die Aussage, dass Länder mit unabhängigen Zentralbanken bessere ökonomischen Ergebnisse verzeichnen würden, in der Mainstreamliteratur jedoch vorschnell zu einer nicht mehr hinterfragten Selbstverständlichkeit geworden (vgl. 2001: 203). Während über die negativen ökonomischen Effekte von Hyperinflation ein weitgehender Konsens herrscht, ist die orthodoxe Annahme, dass Preisstabilität und niedrige Inflation *sui generis* Wachstum induzieren, fraglich. Tatsächlich deuten andere empirische Untersuchungen auf ganz unterschiedliche Ausprägungen des Verhältnisses von Inflation und Wachstum hin und kritisieren die pauschale Auffassung des Mainstreams.<sup>64</sup> Wenden wir uns nun der Kritik an der sogenannten *free lunch*-These zu, die insbesondere von Post-Keynesianern geäußert wird (vgl. Bibow 2010).

Mit welchen Argumenten und Gegenbeispielen werden die empirischen Resultate und Schlussfolgerungen, die hier skizziert wurden, bezweifelt und kritisiert? Beginnen wir mit der Beobachtung, dass zwischen der ZBU und dem

---

<sup>64</sup> In ihrer Studie über das Verhältnis von Inflation und Wachstum in den IWF-Mitgliedsstaaten zwischen 1960 bis Mitte der 1990er Jahre beobachten Ghosh und Phillips erstens, dass bei niedrigen Inflationsraten (unter sechs Prozent) Inflation und Wachstum positiv korreliert sind. Zweitens stellen sie fest, dass in den Bereichen, in denen eine negative Korrelation festgestellt wird, auf unterschiedlichen, dezimalen Inflationsniveaus ein konvex abnehmendes Verhältnis zu beobachten ist. Das bedeutet, dass bei höheren Dezimalwerten von Inflation das Wachstum weniger abnimmt als bei niedrigeren Werten (vgl. Ghosh/Phillips 1998: 41; Arestis/Sawyer 2005: 231). Diese differenziertere Beobachtung widerspricht somit der allgemeinen neoklassischen These, dass Inflation grundsätzlich schädlich wäre.

Absinken der Inflation eine eindeutig positive Verbindung besteht. Hiergegen wird ein grundsätzlicher methodischer Einwand erhoben. Eine positive Korrelation zwischen niedriger Inflation und unabhängigen Zentralbanken, zu der viele Studien kommen, ist noch kein hinreichender Beleg dafür, dass zwischen diesen Merkmalen auch ein kausales Verhältnis existiert. In einer 2008 durchgeführten umfangreichen empirischen Studie zeigen Daunfeldt und De Lunay, dass zwischen einer Zentralbankreform, d. h. dem Zeitpunkt zu dem die Unabhängigkeit der Zentralbank deklariert wird, und dem Übergang von einer hohen zu einer niedrigen Inflation keine nachweisbare kausale Verbindung existiert (vgl. 2008: 419). Grundlage der Studie ist der langfristige Inflationstrend in 29 OECD-Staaten. Die Autoren belegen ihre These mit dem Argument, dass sich der Rückgang der Inflation in den meisten Ländern vor der Etablierung einer unabhängigen Zentralbank eingestellt hat:

“[W]e could not corroborate one of the most influential empirical findings in macro-economics of the last decade, namely the negative relationship between the degree of independence of the central bank and the inflation rate. (...) we were not able to find any signs to suggest that more central bank independence has contributed to achieving lower inflation rates and price stability. On the contrary, price stability seems to have been achieved in most countries before their central banks did become more independent.” (Daunfeldt/De Lunay 2008: 420)

Daraus schlussfolgern sie, dass es keinen zwingenden empirischen Beweis dafür gibt, dass wie etwa der Zeitinkonsistenz-Ansatz konstatiert, die Einschränkung der politischen Entscheidungsbefugnis und die Übertragung der geldpolitischen Entscheidungen an eine unabhängige Zentralbank notwendig für die Glaubwürdigkeit und das Erzielen niedriger Inflationswerte seien (vgl. ebd. 419).<sup>65</sup> In diese Richtung argumentiert auch Howells, der zahlreiche empirische Studien aufzählt, die Inflationsrückgang nicht auf eine höhere Glaubwürdigkeit und Verbindlichkeit des Preisstabilitätsziels durch eine unabhängige Zentralbank zurückführen (vgl. 2009: 17f.).

Aber auch in denjenigen Studien, die ein mehrheitlich positives Fazit für ZBU ziehen, werden die Ergebnisse relativiert. So zitieren Debelle und Fischer Studi-

---

<sup>65</sup> Die Autoren schließen zwar einen Zusammenhang zwischen ZBU und Preisstabilität nicht aus, sehen jedoch noch keinen empirischen Beweis für die Kausalität. Vielmehr legen sie nahe, dass Inflationsenkung und Preisstabilität durch andere Mittel als die ZBU erreicht wurde, „for example, [low inflation] have been caused by exchange rate agreements, the more extensive use of price stability targets (...) or the announcement in the Maastricht Treaty that the ECB will be the central bank in the future“ (Daunfeldt/De Lunay 2008: 420).

en, die die Rolle der Gewerkschaften bei der Erzielung von niedrigen Inflationswerten aufzeigen (vgl. 1995: 201).<sup>66</sup> Cukierman et al. hingegen beschreiben das Verhältnis zwischen Inflation und fehlender Unabhängigkeit einer Zentralbank zudem als ‚*vicious circle*‘, d. h. als einen Teufelskreis, der in beide Richtungen kausal wirken könne (vgl. 1992: 383). Ein niedriger Grad an Unabhängigkeit könne demnach zu zukünftiger Inflation führen, was die Unabhängigkeit der Zentralbank weiter beeinträchtige. *Vice versa* führe eine erfolgreiche Inflationsenkung zu einer Erhöhung der Zentralbankunabhängigkeit. Nach dieser Einschätzung verliert jedoch die ursprüngliche These zur ZBU an Aussagekraft. So überrascht es dann auch nicht, dass Cukierman et al. die Bedeutung von Zentralbankunabhängigkeit relativieren und auf weitere, zentrale politische und strukturelle Determinanten und Faktoren hindeuten, die die Inflation beeinflussen.

Bei weiterer Recherche in der Fachliteratur stößt man durchaus auf kritische Stimmen, die einen gesonderten monokausalen Zusammenhang zwischen ZBU und Inflation bezweifeln. So zeichnen sich Staaten mit unabhängigen Zentralbanken durch systemische Differenzen aus, die das Verhältnis zur Inflation unterschiedlich beeinflussen würden (vgl. Walsh 2008). In der Fachliteratur wird dieser Aspekt mit dem Stichwort der Stabilitätskultur diskutiert, das wir bereits erwähnt hatten. Eine viel zitierte Studie von Posen argumentiert, dass die Stärke der politischen Konstitution das entscheidende Merkmal bei der Bestimmung der durchschnittlichen Inflationsrate sei, und nicht die institutionelle Struktur der Geldautorität:

“Average inflation and the degree of central bank independence are jointly determined by the strength of political constituencies opposed to inflation; in the absence of these constituencies, simply increasing a central bank’s independence will not cause average inflation to fall.” (Posen zitiert in Walsh 2008: 7; vgl. auch Arestis/Sawyer 2004: 75)

---

<sup>66</sup> Diese Feststellung muss jedoch nicht unbedingt als Kritik des Neuen Konsens verstanden werden, der von der Überzeugung ausgeht, mit der Geldpolitik Preisstabilität und niedrige Inflation sicherstellen zu können. Denn hier wird Inflation lediglich von der Nachfrageseite aus betrachtet. Neben der sogenannten *nachfrageinduzierten* Inflation existiert jedoch durchaus die Möglichkeit einer ‚kosteninduzierten‘ Inflation, die in kleineren offenen Ökonomien, durch den *pass-through* Effekt, signifikante Auswirkungen auf die Inflation haben. So kann beispielsweise ein Anstieg der Zinsraten, aufgrund ihrer aufwertenden Wirkung der nationalen Währung, die Inflationsrate und die Kapitalbilanz über den Wechselkurskanal beeinflussen (vgl. Arestis/Sawyer 2004: 80 f.).

In diesem Sinne kann ZBU als Epiphänomen betrachtet werden. In diese Richtung verweisen auch Eijffinger und De Haan, deren Ansicht nach die Kausalitätsfrage zwischen ZBU und Preisstabilität sich nicht abschließend klären ließe. Diesen Studien zufolge gäbe es keinen robusten empirischen Nachweis, der auf einen hohen Grad an Zentralbankunabhängigkeit als *causa specifica* für eine niedrige Inflation schließen lässt (vgl. Eijffinger/De Haan 1996: 30). Als Erklärung für die Korrelation weisen die Autoren auf eine *Tradition der Preisstabilität* hin. Ähnlich argumentiert auch Tobias Asser (2005), der die spezifische Rolle von unabhängigen Zentralbanken bei der Erzielung von Preisstabilität relativiert und auf den entscheidenden Beitrag von politischen und sozioökonomischen Rahmenbedingungen hinweist. Asser stützt sein Argument mit der empirischen Beobachtung, dass es zahlreiche Länderbeispiele gebe (Australien, Kanada, Neuseeland, Frankreich und die Niederlande), die Preisstabilität auch ohne unabhängige Zentralbanken gewährleisten konnten. In diesen Ländern sei Preisstabilität nicht auf eine Abkopplung der Geldpolitik von der Regierung zurückzuführen, sondern im Gegenteil, ausschlaggebend sei vielmehr eine effektive Kooperation zwischen Zentralbank und Regierung gewesen (vgl. Asser 2002: 368 ff.).

Auch die Kritik an der *free lunch*-Hypothese im Kontext der wirtschaftspolitischen Auswirkungen von unabhängigen Zentralbanken fällt nicht geringer aus. So ziehen Eijffinger und De Haan gegen Ende ihrer Studie das folgende Fazit:

“Stable monetary policy aimed at low inflation is usually considered to be an important condition for sustainable economic growth. Most empirical studies, however, show that central-bank autonomy does not enhance economic growth and employment. Moreover, there is no proof that countries with relatively independent central banks have lower costs of disinflation than those with more dependent central banks. Indeed, most studies suggest that central-bank independence is associated with higher disinflation costs.” (Eijffinger/De Haan 1996: 54)

Fuhrer zeigt anhand zahlreicher Messungen, und dem Maß des *Opferverhältnisses*, das angibt auf wie viel Prozent Wachstum verzichtet werden muss um die Inflation um ein Prozent zu reduzieren, dass die empirischen Ergebnisse die *free lunch*-These nicht unterstützen:

“In sum then, this empirical evidence cast doubt on the robustness of the correlations between CBI indexes and inflation variability, real growth, or unemployment. In general, the benefits imputed to CBI are evident only in the simplest bivariate

cross-country regressions. Once other cross-sectional attributes are controlled for, or variations over time in determinants of inflation are controlled for, the correlation disappears. Similarly, the evidence on the absence of costs associated with CBI is less conclusive than is portrayed in the literature. The only significant correlations developed in the specifications examined here suggest a negative correlation between CBI and real growth, and a positive correlation between CBI and unemployment. There goes the free lunch!" (Fuhrer 1997: 34)

Issing entgegnet diesen Einwänden, dass diese durch neuere Studien widerlegt seien. Das beruhe u. a. darauf, dass Ausnahmefälle, die die Signifikanz der Ergebnisse beeinträchtigten, nach ihrer Ermittlung und ihrem Ausschluss die statistischen Ergebnisse deutlich verbessert hätten. Zudem seien umfangreichere und methodisch präzisere Untersuchungen mit höheren Stichproben vorgenommen worden, die die Anfangsthese belegen würden (vgl. Issing 2006: 69). Nichtsdestotrotz existieren aber durchaus auch aktuelle empirische Studien, die dieser Auffassung widersprechen. So kommen Cornel und Sorina in einer mit 20 Entwicklungsländern für den Zeitraum von 1990 bis 2009 durchgeführten Studie zu dem Ergebnis, dass in den betrachteten Fallbeispielen die ZBU nicht als erklärende Variable für Inflation und niedrigere Arbeitslosigkeit hervorgeht:

"[S]ome countries with relatively independent central bank exhibit higher levels of inflation and employment, meanwhile other countries with politically dependent central banks gather lower levels of inflation and employment. This means that in less developing countries central bank independence is not a important factor to explain the inflationary trends and the unemployment rate movements. Finally, the relationship between both current account balance and budgetary deficits are emerging: in some countries there is a positive relationship between central bank independence and budgetary deficit and current account balance, meanwhile in other countries we can identify an inverse relationship between these two variables." (Cornel/Sorina 2011: 492)

Der in Bezug auf dieses Thema durch seine empirischen Arbeiten Anfang der 1990er Jahre hier bereits mehrfach zitierte Cukierman führt die Popularisierung unabhängiger Zentralbanken mittlerweile auf eine Kombination von globalen und regionalen Entwicklungen zurück, die er in zwei Kategorien unterteilt. In der ersten Kategorie fasst er die weltweite Aufwertung von Preisstabilität als oberstes wirtschaftspolitisches Ziel und die Auswirkungen der Globalisierung als zentrale Faktoren zusammen (vgl. Cukierman 2008: 726 f.). Die Liberalisierung der internationalen Finanzmärkte habe dazu geführt, dass Kapitalflüsse zunehmen sensibel auf Preisfluktuationen in den Zielländern reagierten.

In diesem Kontext habe die Signalwirkung von unabhängigen Zentralbanken als glaubwürdige Garanten der Preisstabilität an Bedeutung gewonnen (vgl. Cukierman 2007: 18).<sup>67</sup> In die zweite Kategorie fallen eine Reihe von regionalen Einflussfaktoren: die Suche von Industrie- und Schwellenländern nach institutionellen Arrangements nach dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods und des European Monetary System (EMS); das Vorbild der Deutschen Bundesbank, die mit ihrem unabhängigen Status eine konsequente Preisstabilitätspolitik betrieb; die Maastrichter Kriterien, die ZBU als politische Bedingung für eine EU-Mitgliedschaft formulierten; und schließlich die Auffassung in den Transformationsstaaten, dass für eine erfolgreiche Einführung der Marktwirtschaft auch die Gewährleistung der ZBU notwendig sei, weil diese mit Inflation negativ und mit Wachstum positiv korreliere (vgl. Cukierman 2008: 727).

Es wäre wohl nicht verkehrt zu sagen, dass heute unter Ökonomen die Auffassung herrscht, dass Preisstabilität nicht nur auf eine erfolgreiche Geldpolitik zurückgeführt werden könne. Makroökonomische Rahmenbedingungen und die Wirtschaftspolitik des Staates, wie Fiskalpolitik, Einkommens- und Lohnpolitik, oder die Entwicklung von Weltmarktpreisen relevanter Waren und Güter, die nicht in unmittelbarer Reichweite der Geldpolitik stehen, spielen eine entscheidende Rolle (vgl. Asser 2002: 4).

## 2.3 Cui Bono?

„Politically independent Central Banks give undue influence to the interests of commercial bankers.“ (Friedman 1962)

„Making a central bank independent replaces democracy with financial oligarchy.“ (Hudson 2011)

Eine kritische Analyse der ZBU, die deren behauptete apolitische Verfasstheit in Frage stellt, begnügt sich nicht damit, auf ein offensichtliches *Alles ist Politisch – So what* hinzuweisen (vgl. Smith 2010: 134). Das Ziel besteht vielmehr darin, die Bedingungen und die besonderen Merkmale dieser institutionellen Strategie aufzuarbeiten und darzulegen, welche sozioökonomischen Interessen hier-

---

<sup>67</sup> Cukierman relativiert diese Erklärung jedoch, indem er hinzufügt, dass liberalisierte Finanzmärkte mittlerweile auch eine direkte disziplinierende Wirkung auf die Finanzpolitik und das politische Establishment ausüben (vgl. 2007: 18).

mit strukturell gefördert werden. Folglich bleibt eine politökonomische Analyse nicht dabei stehen, den grundsätzlich politischen Charakter aufzuzeigen, sondern versucht die Frage des *cui bono* zu beantworten. In diesem Abschnitt diskutieren wir die Frage, welche Interessen von einer Politik der ZBU strukturell begünstigt werden und in welchem Akkumulationsmodell diese Strategie eingebettet ist.

In politökonomischen Debatten wird kontrovers darüber diskutiert, inwiefern die Geldpolitik unabhängiger Zentralbanken bestimmte Interessen begünstigt oder nicht. Auf der einen Seite stehen kritische Stimmen, die behaupten, dass unabhängige Zentralbanken dazu tendieren, insbesondere Interessen des Banken- und Finanzsektors zu begünstigen. Protagonisten der ZBU weisen dies generell zurück und behaupten, dass den Interessen der Finanzmärkte kein besonderer Stellenwert eingeräumt werde (vgl. Wrobel 2010: 9). In diesem Abschnitt wollen wir den Argumenten der Kritiker nachgehen und die Frage nach dem *cui bono* diskutieren. Zudem gehen wir auf die Entwicklungen ein, die mit dem Begriff der *Finanzialisierung* beschrieben werden und kontextualisieren die Rolle unabhängiger Zentralbanken in diesem Prozess.

### 2.3.1 Kritiker des Neutralitätsarguments

Ein Wesensmerkmal der kapitalistischen Wirtschaftsweise ist, dass sich tendenziell nur diejenigen Unternehmen durchsetzen können, die sich ausschließlich der Gewinnmaximierung verschreiben und im Vergleich zur Konkurrenz überdurchschnittliche Profite erwirtschaften. Diesem Muster entsprechend bevorzugt der Banken- und Finanzsektor prinzipiell eine hohe Verzinsung von Anlagen und niedrige Inflationsraten, um möglichst hohe Gewinne zu erzielen. Deshalb versuchen Interessengruppen aus diesen Branchen auch in diese Richtung hin Druck auf die geldpolitischen Entscheidungsträger auszuüben (vgl. Rochon/Rossi 2006: 99). Bereits diese triviale Einsicht verweist darauf, dass Geldpolitik keine interessenfreie und neutrale Angelegenheit ist.

Wie wir bereits umfangreich diskutiert haben, zielt die Strategie einer unabhängigen Zentralbank darauf, den Einfluss von politischen Parteien und Regierungen auf die Geldpolitik zu minimieren (vgl. Posen 1993; Taylor 2013).

Der Ökonom Michael Hudson entgegnet dieser Auffassung, dass unabhängige Zentralbanken definitionsgemäß lediglich vom Einfluss gewählter Politiker ausgenommen sind. Faktisch bedeute dies aber nicht, dass sie außerhalb des Einflusses des Bankensektors stehen, deren Interessen sie repräsentieren (vgl. Hudson 2011: 8). Diese Diskrepanz leitet Hudson aus der Struktur des Kredit-systems ab. Sein Argument ist leicht nachvollziehbar: Wenn Zentralbanken den Staaten keine Kredite gewähren dürfen, was als wesentliche Bedingung der Unabhängigkeit gewertet wird, müssen Staaten sich zwangsläufig an private Investoren und Geschäftsbanken wenden, wenn sie Budgetdefizite finanzieren müssen (vgl. ebd. 11 f.). Dieses Kreditprivileg verschafft den Banken gegenüber dem Staat und dessen Zentralbank eine enorme Verhandlungsposition. Zum einen müssen Zentralbanken die Bedingungen herstellen und darauf achten, dass Geschäftsbanken rentabel wirtschaften. Das führt Hudson zufolge, zu einer Privatisierung eines Teils der Gewinne aus der *Seigniorage*, die mit der Emission von Geld entsteht. Zum anderen übernimmt der Staat in Krisenzeiten die Verantwortung für die Verluste der Banken, um einen *bank run* zu verhindern (vgl. ebd.).<sup>68</sup> ZBU führt deshalb nicht wie deren Befürworter zu einer neutralen Geldpolitik.

Epstein teilt diese Kritik und hebt wie Taylor hervor, dass selbst der marktradikale Ökonom Milton Friedman einräumte, dass unabhängige Zentralbanken den Interessen der Geschäftsbanken dienen würden (vgl. 2009: 69). Epstein zufolge könne es so etwas wie eine unabhängige Zentralbank überhaupt nicht geben. In dem Moment, in dem eine Zentralbank eine Autonomie gegenüber einer gewählten Exekutive bekomme, entstehe automatisch der Zwang diesen Status zu verteidigen. Epstein begründet seine These mit der Verfasstheit demokratischer Gesellschaften. Die Unabhängigkeit der Zentralbank ist in Demokratien eine politisch bedingte Entscheidung, die jederzeit durch die Politiker auch wie-

---

<sup>68</sup> Hudson sieht die historische Rolle der Zentralbanken darin, staatliche Ausgaben durch die Emission von Geld zu finanzieren. Geld und Kredit entstehe überhaupt erst durch diese Ausgabebetätigkeit des Staates. Wenn die Finanzierung von staatlichen Ausgaben über die privaten Kreditmärkte abgewickelt wird, führe dies, Hudson zufolge, zu einem *free lunch* für die Banken: „If central banks are deprived of this opportunity to create credit, governments must rely on commercial banks to finance their budget deficits – at interest. This provides a free lunch to banks as a result of their privilege of credit creation. To avoid crises and bank runs, bank deposits are insured by government agencies. This provides an opportunity for the banking system’s losses to be transferred onto the public balance sheet. Unless the bank insurance premiums accurately reflect this risk, such insurance represents a public subsidy to the banks.“ (Hudson 2011: 11 f.)

der entzogen oder eingeschränkt werden kann. Um dies zu unterbinden, müsse die Zentralbankführung nach politischen Bündnissen und Partnern suchen (vgl. ebd.). Epstein konstatiert, dass die Banken und die Finanzindustrie „natürliche Bündnispartner“ für eine unabhängige Zentralbank seien. Er erörtert diese These wie folgt:

“And, their most natural allies are the bankers: they regulate them, they interact with them on a daily basis, they can trade favors with them, and they often share the same outlook. There are plenty of historical examples in which central bankers rally the support of their financial allies to enhance, protect and preserve their political independence.” (Epstein 2009: 69)

Auch Mainstreamökonomien wie Alan Blinder gestehen ein, dass eine Zentralbank in der Regel nicht unabhängig vom Finanzsektor agieren könne (vgl. 1998: 60). Die Kritik, dass zwischen den Interessen der Banken- und Finanzindustrie und unabhängigen Zentralbanken ein besonderer Zusammenhang existiert, muss jedoch erweitert werden. Hierfür ist eine nähere Umschreibung des historischen Rahmens notwendig, indem ZBU erneut populär geworden sind. Die Antwort liegt in dem Akkumulationsregime bzw. dem Wachstumsmodell der vergangenen Dekaden.

Zentralbanken sind keine *ahistorischen* Institutionen, sie sind in die dominante Akkumulationsstrategie ihrer jeweiligen Epoche eingebettet. Das zu erfüllende Mandat und die Auswahl der einzusetzenden Instrumente offenbaren viel über den politischen und nichtneutralen Charakter der Geldpolitik einer bestimmten Ära. Das bedeutet nicht nur, dass das Mandat und die institutionelle Verfassung ein Spiegelbild der politökonomischen Epoche ist, sondern sich diese im Zuge ökonomischer Krisen, Transformationen und Übergänge in neue Akkumulationsregime auch ändern. Die Herausbildung einer globalen „*Finanzialisierung des Akkumulationsregimes*“ hat in den vergangenen Dekaden die ökonomischen Rahmenbedingungen und Funktionsweisen und damit auch die Geldpolitik weltweit verändert. Die geld- und währungspolitischen Umwälzungen, die diesen Prozess ausgelöst bzw. begünstigt haben, werden von Itoh und Lapavitsas (1999) detailliert nachgezeichnet.<sup>69</sup> Die Autoren resümieren, dass die weltweite Libe-

---

<sup>69</sup> Itoh und Lapavitsas sehen in der Annullierung der Golddeckung (1971) und somit Abschaffung des internationalen Währungsarrangements, einen entscheidenden Wendepunkt in der internationalen politischen Ökonomie. Drei Folgeentwicklungen stehen im Zentrum dieser Erklärung (vgl. Itoh/Lapavitsas 1999: 165f.). *Erstens*, schaffte der Übergang zu nicht gedeckten internationalen *fiat*-Geld, Währungsrestriktionen ab, die insbesondere für den

ralisierung und Deregulierung der Währungssysteme die „*anarchische Natur des internationalen kapitalistischen Systems*“ entfesselt habe, weil sie Währungsinstabilitäten, Preisinflation und finanzielle Spekulation die Tür öffneten (vgl. ebd. 165 f.). Diese Prozesse führten zu der Herausbildung eines neuen finanzgetriebenen Akkumulationsregimes, das wir im Folgenden näher erörtern wollen.

### 2.3.2 Finanzialisierung und Zentralbankunabhängigkeit

Finanzialisierung bezieht sich auf einen Prozess, in dem Finanzmärkte und finanzielle Motive auf nationaler und internationaler Ebene zunehmend die Akkumulations- und Regulierungsweise der gesamten Ökonomie bestimmen. Die Entscheidungen, die von den Finanzinstitutionen und den sie führenden Finanzeliten getroffen werden, bringen bestimmte entwicklungs- und verteilungspolitische Effekte hervor, bei der Lohnabhängige benachteiligt wurden (vgl. Epstein 2001; Argitis/Pitelis 2006; Palley 2007). Finanzialisierung transformiert das ökonomische System auf Mikro- und Makroebene und führt nach Epstein zu einer Begünstigung der Rolle und Funktion des Finanzsektors und deren Hervorhebung als Referenzinstanz für die Restrukturierung des Realsektors.<sup>70</sup> Hiermit ist ein Transfer von Einkommen vom letzteren zum ersteren Sektor verbunden (*Intra-Kapitaltransfer*), der durch ein Drücken der Lohnquoten bzw. -stagnation (*Inter-Klassentransfer*) kompensiert wird (vgl. ebd.).

---

USD gegenüber anderen Währungen galten. Asymmetrische Handelsströme sowie Schwankungen in den Kapital- und Warenbewegungen führten zu Währungsfluktuationen, die die reale Akkumulation beeinflussten, indem Export- und Importpreise ständig affiziert wurden (vgl. ebd.). *Zweitens*, wirkten sich Anti-Inflationsmaßnahmen kontraktiv auf die Ökonomie aus. Der Wegfall der Golddeckung führte zu einer Auflockerung der Reservesdisziplin der Zentralbanken, was eine Kreditexpansion in Gang setzte, die sich vom Volumen der zirkulierenden Waren löste. Das Ergebnis war eine Kreditgeld induzierte Inflation, die die Zentralbanken in Folge durch eine straffe Geldpolitik, höhere Zinsen und strengere Kreditvergabe, zu verhindern versuchten. Diese Anti-Inflationspolitik verschärfte jedoch den negativen Einfluss auf die Akkumulation und die Beschäftigung, was zu Zinssteigerungen führte (vgl. ebd.). Der *dritte* Aspekt entstand als Reaktion auf die beiden ersten Entwicklungen. In einem Umfeld liberalisierter Kapitalmärkte, gestiegenen Währungsschwankungen und Inflationserwartungen, sowie einem zunehmenden internationalen Wettbewerb, entwickelte der Finanzsektor in den Industrieländern eine relative Autonomie (im Verhältnis zur realen Akkumulation) und erfand alternative und spekulative Geschäftspraktiken (vgl. ebd.).

<sup>70</sup> Nach Blinder konstituieren internationale Finanzmärkte den wichtigsten Adressaten der Geldpolitik, nachdem vielerorts die korporatistisch-keynesianischen Lohnpolitik zwischen der Arbeiterklasse und den Unternehmen Anfang der 1980er Jahre aufgekündigt und unter neoliberalen Vorzeichen neu strukturiert wurde (zitiert in Ingham 2004: 148).

Betroffen ist jedoch nicht nur der Realsektor. Auch der Finanzsektor sowie der wachsende tertiäre Dienstleistungssektor werden zunehmend entlang internationalisierter Performanzkriterien gemessen, die hohe Rentiersinteressen artikulieren.<sup>71</sup> Investitionsentscheidungen und Technologieeinsatz, Produktions- und Arbeitsbedingungen (Arbeitsvolumen und -intensität), Einkommens- und Lohnpolitik, kurz, das gesamte kapitalistische Akkumulationsregime werden umstrukturiert, um primär die vorgegebenen Profitraten zu realisieren. Marazzi weist deshalb darauf hin, dass die Finanzialisierung

„kein unproduktiver und/oder parasitärer Umweg zu wachsenden Anteilen des Mehrwerts und der kollektiven Rücklagen, sondern vielmehr die Form der Akkumulation des Kapitals [ist], die den neuen Produktions- und Wertschöpfungsprozessen entspricht“ (Marazzi 2010: 44).

Diesen Erklärungsansätzen zufolge fördert eine strikte Preisstabilitätspolitik, für die eine unabhängige Zentralbank entsteht, die Finanzialisierung, weil sie eine stabilere Grundlage für Renditeerwartungen bildet. Große Preisvolatilitäten erschweren die Vergleichbarkeit von Renditen für das Geldkapital. Ingo Schmidt erklärt hierzu, dass die eingeleiteten restriktiven Anti-Inflationsstrategien einen unmittelbaren Wertverlust realisierter Profite durch Inflation verhindern sollten, die aufgrund eines ins Stocken geratenen Akkumulationsprozesses länger in Form von Geldkapital aufbewahrt wurden als in der Prosperitätsphase der Fordistischen Ära (vgl. 2008: 20). Unabhängige Zentralbanken sind in diesem historischen Prozess zu einflussreichen Akteuren geworden, die die Prozesse der Finanzialisierung begleiten (vgl. Epstein 2001). Das Resultat ist eine neue Form der marktabhängigen Zentralbank, in der die Preisstabilität der neue orthodoxe *unabhängige* Anker ist. Watson kommentiert diese Strategie wie folgt:

“[C]ertain social demands for price stability are provided with an institutional guarantor. Such demands are clearly political in nature; yet through CBI, they are insulated from political contestation.”(Watson 2002: 184)<sup>72</sup>

<sup>71</sup> Zu nennen wären hier beispielsweise die berüchtigten Eigenkapitalrenditeziele von 25–30 Prozent, die vom ehemaligen Deutsche Bank Vorsitzenden Ackermann vorgegeben wurden.

<sup>72</sup> Diese Transformation war politisch zum einen möglich, weil im Zuge der Finanzialisierung immer mehr Menschen, insbesondere aus weiten Teilen der Mittelschicht, unmittelbar an die Stabilität der Finanzmärkte gebunden wurden. Durch zunehmende Kanalisierung der privaten kleinen Ersparnisse in die Finanzmärkte, die Privatisierung und Ankopplung der Rentensysteme an Finanzinvestitionen, sowie eine zunehmend marktgebundene Konsumentenkreditvergabe, z. B. mittels Versicherung durch Hypotheken, dehnte sich die Marktsensibilität und -orientierung auf breite Bevölkerungsschichten aus und schuf eine soziale

Preisstabilität kann folglich nicht einfach als ein neutrales wirtschaftspolitisches Ziel angesehen werden (vgl. Itoh/Lapavistas 1999: 174).

Die oben angesprochene Debatte zur Finanzialisierung verdeutlicht, dass die Politik der ZBU in der Sache nicht auf die Geldpolitik beschränkt werden kann. ZBU ist Teil eines in den 1990ern konsolidierten globalen Regelwerks, der durch die Rekonstruktion von marktdisziplinierenden, globalen und supranationalen institutionellen Vereinbarungen einen neuen regulatorischen Rahmen auf verschiedensten Ebenen schuf (vgl. Brenner et al. 2010: 338).<sup>73</sup> Diese Transformation kann am europäischen Wirtschaftsprojekt deutlich abgelesen werden. Im EU Kontext tritt der neoliberale Charakter des institutionellen geldpolitischen Gerüsts deutlich hervor. Nach dem Wegfall des Wechselkursinstrumentariums blieben lediglich die Löhne als zentraler Anpassungsmechanismus übrig, um im internationalen Wettbewerb mithalten zu können (vgl. Bonefeld 2001: 88).<sup>74</sup> Dieses auf Lohn-Preisflexibilität beruhende neoklassische Wirtschaftsmodell setzte auf die Mobilität der Arbeitskräfte, die eine Anpassung der Produktion und Beschäftigung bewirken sollte.<sup>75</sup>

---

Basis für die Legitimierung einer Finanzialisierung (vgl. Watson 2002: 193; Schmidt 2008: 13f.). Zum anderen versprach der Neoliberalismus aber auch die gestiegenen Arbeitslosigkeits- und Inflationszahlen zu senken, die zu einer Senkung der Reallöhne führten und in unteren (informellen) Lohnkategorien besonders heftig zu spüren waren. In Zeiten hoher Arbeitslosigkeit führt hohe Inflation zu Einkommensumverteilung, weil Arbeiter insbesondere im informellen Sektor nicht über eine ausreichende Verhandlungsmacht verfügen, um die Reallöhne anzupassen (vgl. Becker 2007: 226; Onaran 2008). Dies führte rückblickend dazu, dass eine Anti-Inflationspolitik primär nicht auf eine breite gesellschaftliche Ablehnung stößt. Das ist jedoch nur die eine Seite der Medaille. Eine strikte Disinflationpolitik, die auf Kreditkontraktion beruht, führt in der Regel auch zu sinkenden Investitionen und ist mit zusätzlicher Arbeitslosigkeit verbunden. Dies wiederum sensibilisiert und erhöht den politischen Druck gegen einen derartigen Wirtschaftskurs.

<sup>73</sup> Die Autoren schreiben hierzu: „Through the construction of market-disciplinary redesign of global and supranational institutional arrangements, from the OECD, the World Bank, and the IMPF to the WTO, the post Maastricht EU, and NAFTA, among others, neoliberalization processes now came to impact and restructure the very geo-institutional frameworks governing national and subnational forms of regulatory experimentation. This tententially neoliberalized geo-institutional configuration is frequently referred to as the ‘Washington Consensus’, but its regulatory elements cannot and political-economic geographies cannot be reduced to a purely US-based hegemonic project.“ (Brenner et al. 2010: 338)

<sup>74</sup> Aus Sicht der staatlichen Sozial- und Transferausgaben flankierte eine unabhängige Zentralbank eine neoliberale Austeritätspolitik. Die Rhetorik *wenn kein Geld da ist, kann auch keines ausgegeben werden* sollte Erwartungen und Hoffnungen auf Unterstützung und Finanzierung sozialer Ausgaben deckeln.

<sup>75</sup> Flassbeck und Lapavistas zeigen die Widersprüche dieser neoliberalen Lohn- und Beschäftigungspolitik in der EU auf und belegen, dass insbesondere Deutschland von diesem Arrangement profitiert hat (vgl. 2015: Kapitel 3).

Die Delegation der Geldpolitik an die EZB und die Beschränkung der Fiskalpolitik zeigen, dass dieser Kurs von den nationalen Regierungen und Wirtschaftsgruppen mitgetragen wurde. ZBU hatte in diesem Kontext die politische Funktion diese Form der Wirtschaftspolitik vor oppositionellen Stimmen abzufedern. In diesem Sinne müsse die Autonomie der EZB, wie die EMU, als ein politisches Projekt bezeichnet werden (vgl. Bonefeld 2001: 97). Sie bezieht sich nicht nur auf globale wirtschaftspolitische Entwicklungen und Konditionen, sondern spiegelt auch nationale Kräfteverhältnisse wider, die bisher im Zeichen des Neoliberalismus standen.

Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise von 2007/08 hat den Debatten um Finanzialisierung und ZBU einen neuen Schub gegeben. Während eine große Zahl von Mainstreamökonomern keine zufriedenstellenden Antworten zu diesen Themen geben konnten, haben kritische Stimmen auf einen unmittelbaren Zusammenhang zwischen der Geldpolitik, die im Rahmen des *Neuen Konsens* von unabhängigen Zentralbanken umgesetzt wurde, und der Krise verwiesen. Epstein erörtert diesen Zusammenhang wie folgt:

“For, in fact, the new monetary consensus and its associated practice in macroeconomic governance, and in particular, its emphasis on central bank independence – are part and parcel of the same systems of thought and actions that led to the crisis. In this system, where financial markets were believed to allocate resources efficiently and ‘inflation fighting credibility’ was king, the key role of central banks were to anchor the commodity price level, avoid time inconsistency and attain a lower NAIRU. To do this, central banks were to have political independence from elected officials and elected officials were to defer to the judgments of central bankers. Thus, in this system, ‘central bank independence’, and associated lack of democratic accountability were not just part of an entire apparatus of theory and practice. Central bank independence and insulation from democratic accountability reinforced that practice, strengthened it and protected it.” (Epstein 2009: 68)

Kritiker sehen in unabhängigen Zentralbanken einen ‚*Powerful Nonsense*‘. Dieser Argumentation schließt sich auch Joseph Stiglitz an, der die Politik unabhängiger Zentralbanken als Trugschluss kritisiert und ablehnt. Ähnlich wie Epstein unterstreicht auch Stiglitz, dass die globale Finanz- und Wirtschaftskrise der letzten Jahre verdeutlicht habe, wie fragwürdig unabhängige Zentralbanken sind. Die Frage, die sich in diesem Kontext stelle, sei, wessen Interessen eine unabhängige Zentralbank verfolgt. Stiglitz unterstellt der Fed vor allem die Interessen der Finanzindustrie zu verfolgen und rät Schwellenländern mit Verweis

auf die BRIC-Staaten von unabhängigen Zentralbanken ab.<sup>76</sup> Er begründet seinen Empfehlung mit der Beobachtung, dass die BRIC-Staaten, die über weniger unabhängige Zentralbanken verfügen, in der Krise besser abgeschnitten hätten, als die Länder mit unabhängigen Zentralbanken in Europa und den USA.

Die ZBU genießt einen starken Rückhalt im Neuen Konsens in der Makroökonomik und in der herrschenden Wirtschaftspolitik. Die Befürworter der ZBU erheben ganz im Geiste des repräsentativen Agenten den Anspruch nicht nur zu wissen, was das *Optimale* und *Richtige* ist, sondern auch wie es am effizientesten und zuverlässigsten umzusetzen ist:

“The advocates of central bank independence want to entrust monetary policy to experts with sufficient stability of tenure and freedom to pursue what they deem optimal for society.” (Itoh/Lapavitsas 1999: 174)<sup>77</sup>

Geldpolitik wird somit zu einer Sache von erfahrenen Spezialisten reduziert. In diesem Sinne existiert zwischen der ZBU und der Neutralitätstheorie des Geldes eine ideologische Verknüpfung, auf die Ingham hinweist:

“[M]odern independent central banks continue to attempt ideologically to universalize social and political relations. At the most fundamental level, this is apparent in the concepts of both neutral money and a monetary policy that implicitly denies or conceals inequalities and opposing interests in the actual process of creating money. First, it is maintained that inflation is an unambiguous cost, borne equally

---

<sup>76</sup> Stiglitz äußert diese Ansichten auf einer Tagung Anfang 2013 in Indien. In dem Bericht wird Stiglitz wie folgt zitiert: „It came to reflect the ideology and interests of the financial sector, which it was supposed to regulate. The pervasive conflicts of interest – with the New York Fed President being at the center of bailouts of the very banks that had played a role in his appointment – were a model of bad governance. The Fed had allowed the development of a financial structure that was rife with conflicts of interests, and had turned a blind eye to practices that not only exploited the poor, but put into jeopardy the American and global financial system.“ (vgl. <http://timesofindia.indiatimes.com/business/india-business/Stiglitz-against-central-bank-independence/articleshow/17878411.cms?>, aufgerufen am 12.4.2013).

<sup>77</sup> In nationalen und internationalen Medien finden sich immer wieder Interviews und Kommentare mit einflussreichen Politikern und Experten, die positiv zur ZBU und Entpolitisierung der Geldpolitik Stellung nehmen. In Deutschland tritt der renommierte Ökonom und ehemalige Chef-Volkswirt der EZB, Otmar Issing, als Experte hervor. Seit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise prangert Issing in deutschen als auch in internationalen Medien eine Politisierung der Geldpolitik an. Ende 2011 warnte er in einem Interview mit dem US-amerikanischen Fernsehsender CNBC eindringlich davor, dass eine unabhängige Zentralbank nicht in politische Entscheidungen involviert werden dürfe. Diese Warnung wiederholte Issing im August 2012 in einem Interview mit der FAZ, in dem er die EZB zum „Gefangenen der Politik“ erklärte, falls diese ihren Kurs Staatsanleihen zu kaufen, weiter verfolge (vgl. FAZ vom 9.8.2012).

by all members of society, and that it is possible in principle, if not yet accomplished in practice, to theoretically establish an optimum monetary policy that would minimize these costs (...). Second, monetary policy is informed by an underlying meta-theoretical assumption that there exists a discoverable, naturally optimally efficient state of affairs in the 'real' economy, which contains natural level of unemployment, rates of interest and so on. In this sense, there can be no 'real' basis for opposed interests – only cognitive error and consequent sub-optimal solutions to common problems that have universal impact. In this conception, the struggle for economic existence can only be a struggle for rationality." (Ingham 2004: 149)

Als Konsequenz wird die Preisstabilität und niedrige Inflation als unumgängliche Voraussetzung für die Maximierung gesellschaftlicher Wohlfahrt eingefordert. Die Geldpolitik einer unabhängigen Zentralbank erscheint dann als unpolitisch (vgl. Dunn 2009: 208). Prinzipiell leugnet die moderne Ökonomik Interessengegensätze in der Geldpolitik nicht, sie konstatiert jedoch, dass unabhängige Zentralbanken die Geldpolitik entpolitisieren können und den gesellschaftlichen Nutzen maximieren.

Heterodoxe Theorien haben das Paradigma der ZBU vielseitig kritisiert und auf die Widersprüche des *Neuen Konsens* hingewiesen. Insofern dieser die Fiskalpolitik für zweitrangig erklärt (vgl. Arestis/Sawyer 2003), führt er den Kern der neoliberalen Normierung der Ökonomie fort. Von einer Entpolitisierung kann jedoch nicht die Rede sein. Mit der Festlegung der kurzfristigen Zinspolitik als oberstem Instrument wurde die neoliberale Forderung der Verschiebung der Umverteilungsfunktion der Geldpolitik und einer aktiven Umverteilungspolitik des Staates zugunsten der Renditeansprüche bekräftigt (vgl. Schmidt 2008: 26). Kritikern wie Itoh und Lapavitsas zufolge, bestehe das Grundproblem in einem verkehrten und zutiefst *undemokratischen* Ökonomieverständnis von Mainstream-Ökonomen:

"In their view, the economy is a mechanism obeying its own logic that is disturbed by collective decision-making, rather than a set of social relations over which people are able to exercise conscious control in their collective interest. Hence the monetary planner ought to be independent of even the limited expression of popular will that takes place in elections. This is a profoundly undemocratic view of economic activity in general and monetary policy in particular. It is pure ideology to claim that society cannot employ monetary policy consciously and in its own interests, instead entrusting it to an elite of high priests. The design and execution of monetary policy ought to be subject to democratic participation by broad swathes of the people whose lives are directly affected by it." (Itoh/Lapavitsas 1999: 174)

Weder die Ökonomie als Ganzes noch die Geldpolitik im Besonderen können laut Itoh und Lapavitsas auf ein Entscheidungsproblem technokratischer Eliten reduziert werden. Geldpolitik ist auch keine technische Frage, auf die lediglich Experten eine Antwort hätten (vgl. Dunn 2009: 208). Unabhängige Zentralbanken müssen vielmehr als eine bestimmte *Regulationsform* der Geldpolitik verstanden werden.<sup>78</sup> Wie wir oben gezeigt haben, sind sie Bestandteil eines preisstabilitätsorientierten neoliberalen Paradigmas, das eine aktive Wirtschaftspolitik, d.h. diskretionäre Fiskal- und Geldpolitik prinzipiell als verwerflich für die makroökonomische Entwicklung interpretiert. Diese Politik ist jedoch nicht einfach neutral sondern erzeugt Gewinner und Verlierer. Mit der Strategie der Zentralbankunabhängigkeit werden bestimmten geldpolitischen Interessen Vorrang gegeben. Aus diesem Grund hinterfragen auch Itoh und Lapavitsas kritisch das Hauptmotiv der Geldpolitik:

“If society is to have a monetary planner (...) [w]hy should the planner’s remit be limited to price stability? Control over money, and influence over the generation and allocation of credit, afford considerable power to promote capitalist accumulation in certain areas and restrict it in others. It also affords power to influence the distribution of income through consumption and housing credit. There is no a priori for a monetary planner to ignore these powers, other than the arbitrary assumption of a ‘natural’ rate of unemployment.” (Itoh/Lapavitsas 1999: 174)

Ein weiteres Merkmal der ZBU ist, dass sie einen ordnungspolitischen Rahmen konstituiert, der dem neoklassischen Verständnis und der Funktionszuschreibung von Geld entspricht. Hieraus können wir auf die Kritik der Neutralitäts- und Exogenitätstheorie des Geldes anknüpfen, die ich an anderer Stelle ausführlich diskutiert habe (vgl. Şener 2014) und auf die hier nur kurz eingegangen werden soll. In der Geldpolitik lautet die Grundüberzeugung der Neoklassik, dass staatliche Fiskalpolitik und diskretionäre Geldpolitik keinen nachhaltigen positiven Einfluss auf makroökonomische Größen haben. Geld wird lediglich auf ein exogenes Tauschmedium und Wertaufbewahrungsmittel reduziert, das eine neutrale und passive Rolle im Wirtschaftskreislauf aufweist. Nach dieser Ansicht führe jede Verletzung dieser Geldattribute zu Inflation. Um inflationären Tendenzen zuvorzukommen, die hauptsächlich auf einen Anspruchsüberschuss (demand inflation) zurückgeführt werden, solle sich der Staat einer

---

<sup>78</sup> Die Strategie der ZBU ist Teil eines Economic Governance Modells. Die kritische Governance Forschung beschäftigt sich ausführlich mit dieser Thematik.

Entpolitisierung der Ökonomie und der Behebung von Rigiditäten erzeugenden exogenen Marktbeschränkungen widmen.

Dieser Auffassung liegt ein fundamentales Missverständnis der ‚Natur des Geldes‘ in kapitalistischen Ökonomien zu Grunde, in denen ökonomische und soziale Verhältnisse sich in Geld- und Kreditverhältnisse übersetzen und ausdrücken lassen. In einer kapitalistischen Ökonomie kann Geld nicht auf ein wertneutrales und passives Tauschmittel reduziert werden, sondern muss sowohl als Wertstandard, Wertaufbewahrung und Zirkulationsmittel begriffen werden (vgl. Kühnl 2003: 25). Die Kapitalakkumulation und die Reproduktion von Arbeit, durch die monetäre Entlohnung in Form von Geldlöhnen, werden durch Geld endogen vermittelt (vgl. Becker 2007: 225). Aus dieser Funktion und konstitutiven Rolle des Geldes leiten sich die Nichtneutralität und Endogenität der Geldpolitik ab. Geld hat immer ökonomische Auswirkungen, ob in kurzer oder langer Sicht, von denen soziale Gruppen unterschiedlich betroffen sind (vgl. Clausen/Donges 2001: 1313; Chang/Grabel 2004: 183).<sup>79</sup> Dies macht den Zugang zu Geld zum Politikum und Gegenstand verteilungspolitischer Kämpfe.

Geldpolitik bleibt somit unweigerlich eine politische und nicht neutrale Angelegenheit. Weder die formelle Unabhängigkeit der Zentralbank und ihre Regelinbindung noch die Privatisierung ändern etwas an dieser Tatsache. Auf den politischen Charakter verweist der Umstand, dass die von einem bestimmten geldpolitischen Kurs nachteilig betroffenen sozioökonomischen Gruppen diesen Umstand in der Regel nicht einfach als einen unparteiischen Schiedsrichterspruch hinnehmen, sondern sich dem widersetzen. Um einen Konsens herzustellen, sind dann meistens weitere verteilungspolitische Maßnahmen und Kompensationen nötig. Schlussendlich sind es die politischen Machtverhältnisse auf nationaler und internationaler Ebene und die ökonomischen Bedingungen, die entscheiden, in welche Richtung das geldpolitische Ruder gedreht wird.<sup>80</sup>

---

<sup>79</sup> Heterodoxe Theorien, wie z. B. Post-Keynesianische und Post-Marxistische Theorien, lehnen die von der Neoklassik postulierte Neutralität der Geldpolitik ab (vgl. Hein 2005: 166). Für eine ausführliche Diskussion des Neutralitätsprinzips siehe Schelkle (1995: 22) und Şener (2014).

<sup>80</sup> Eine weitere Kritik leitet sich aus der gegenwärtigen dominanten Geldform ab. Geld wird in seiner zeitgenössisch verbreitetsten Form als *fiat*-Geld von Staaten herausgegeben. Der Staat ist der ultimative Adressat seiner nationalen Währung, er garantiert nicht nur den Geldwert, sondern deklariert dessen Gebrauch als rechtsverbindlichen Zwang zur Abwicklung ökonomischer Aktivitäten. So müssen staatlich verordnete Steuern in Geld gezahlt werden.

## 2.4 Das Konzept der relativen Autonomie

Das Konzept der *relativen Autonomie* ist ein nützliches Werkzeug für die Analyse des Verhältnisses von Politik und Geldpolitik. In der politikökonomischen Literatur wird der Begriff der relativen Autonomie für die Untersuchung unterschiedlicher Fragestellungen angewendet. Beispielsweise nutzen institutionelle Analysen den Begriff, um zu zeigen, wie die Europäische Kommission Initiative ergreift und sich in Entscheidungsprozessen gegenüber Mitgliedsstaaten durchsetzen kann.<sup>81</sup> Auch in der geldpolitischen Literatur ist der Begriff nicht gänzlich neu. So haben Eijffinger und De Haan bereits 1996 den Status der Bundesbank als relative Autonomie bezeichnet (vgl. 1996: 1; Kahler/Lake 2009: 273). Eine weitere Studie von Asser nutzt den Begriff der relativen Autonomie, um auf die Kooperationsvorteile und strukturellen Abhängigkeiten zwischen Zentralbank und Politik hinzuweisen (vgl. 2002).

Bevor wir das Konzept im Hinblick auf die Geldpolitik diskutieren, wollen wir dessen Bedeutung in der politikwissenschaftlichen Debatte kurz zusammenfassen. Das Konzept der relativen Autonomie wurde von dem griechischen Staatstheoretiker Nicos Poulantzas zur Analyse der Beziehung und des Zusammenhangs von Politik und Ökonomie angewendet. Poulantzas ging der Frage nach, welche Rolle und Bedeutung der Staat in einer modernen kapitalistischen Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung hat, welchen spezifischen materiellen und ideologischen Konstitutions- und Reproduktionsbedingungen er unterliegt und welche ökonomischen Funktionen er erfüllt (vgl. 2002). Poulantzas Hauptthese lautet, dass kapitalistische Produktionsverhältnisse zu einer „relativen Trennung von Staat und ökonomischem Raum“ (2002: 47) führen. Nur in diesem Fall könne der Staat die entscheidende Funktion in der Organisation der Kapitalakkumulation erfüllen (vgl. Hirsch/Kannankulam 2006: 69).<sup>82</sup> Die

---

Folglich hat Geldgebrauch nicht den Charakter eines Angebots, sondern den eines Gebots, eines gesetzlich festgeschriebenen Zwangs. Wenn der Staat nun aber als ultimativer Garant von Geld auftritt, wie kann dann eine staatliche Zentralbank, die als oberste monetäre Autorität über das Mandat verfügt, Geld zu emittieren, es zu verwalten und seinen Wert zu sichern, unabhängig von staatlicher Politik oder einer amtierenden Regierung sein? Geld ist grundsätzlich immer ein Politikum und ein politisches Konstrukt.

<sup>81</sup> Als Argumente werden Informationsvorteile, die Kompetenz, Initiative zu ergreifen (*right of initiative*) und die Strategie des *cognitive framing* unterstrichen (vgl. Dür/Zimmermann 2007: 780).

<sup>82</sup> Wie der Politikwissenschaftler Jens Wissel unterstreicht, weist Poulantzas' Ansatz dualistische Erklärungsmodelle zurück und betrachtet Politik und Ökonomie nicht als in sich

Erklärung liegt in den für den Kapitalismus charakteristischen Konkurrenzverhältnissen, die auch die Grundstruktur und Funktion des Staates prägen. Der Staat bildet nach diesem Verständnis ein Terrain, auf dem sich Konkurrenz- und Kräfteverhältnisse sozioökonomischer Akteure artikulieren.<sup>83</sup> Er ist nach Poulantzas nicht auf ein Instrument einer bestimmten Interessengruppe zu reduzieren, sondern „vielmehr als ein strategisches Feld zu verstehen, auf dem sich eine Klasse organisiert, die aufgrund der permanenten Konkurrenz in vielfacher Weise gespalten ist und die sich nicht direkt als politisch herrschende Klasse formieren kann“ (Wissel 2006: 241). Relative Autonomie bedeutet in Poulantzas Analyse, dass „sich Ökonomie und Staat dadurch konstruieren, dass sie jeweils autonome Form annehmen, gleichzeitig aber gerade in diesem Modus struktureller Abwesenheit ständig füreinander vorhanden sein müssen und aufeinander einwirken.“ (Demirović et al. 2002: 20 f.). Damit wird deutlich, dass die Frage nach dem konkreten Verhältnis von Staat und Ökonomie nicht allgemein beantwortet werden kann, sondern immer empirisch-historisch vom betrachteten Fallbeispiel abhängig ist. Wir wollen die politikwissenschaftlichen Aspekte bei dieser kurzen Ausführung belassen.

---

geschlossene Einheiten (vgl. 2006: 241). Poulantzas redet hier von *relativer Trennung*, damit stellt er klar – das ist das innovative an seinem Ansatz – dass diese besondere Trennung von Ökonomie und Politik keine *reale Externalität* zwischen diesen Sphären schafft, wie etwa neoklassische Ökonomen behaupten würden, sondern „nicht im Sinne einer wirklichen Äußerlichkeit von Staat und Ökonomie verstanden werden [darf], als Intervention des Staates von außen in die Ökonomie. Diese Trennung ist nur die Form, die im Kapitalismus die konstitutive Präsenz des Politischen in den Produktionsverhältnissen und ihrer Reproduktion annimmt. Die Trennung von Staat und Ökonomie, diese Präsenz und Funktion des Staates in der Ökonomie gelten – wenn auch in modifizierter Form – für die gesamte Geschichte des Kapitalismus, für die Gesamtheit seiner Stadien und Phasen: Sie sind Teil des harten Kerns der kapitalistischen Produktionsverhältnisse. Genauso wenig wie im vormonopolistischen Stadium der Staat sich wirklich außerhalb des Raums der Reproduktion des Kapitals befand, führt die Tätigkeit des Staates im monopolistischen Stadium, insbesondere in seinem gegenwärtigen Stadium umgekehrt zu einer Aufhebung der Trennung von Staat und Ökonomie“ (Poulantzas 2002: 47).

<sup>83</sup> Der zunehmende Trend unabhängige staatliche Institutionen, Aufsichts- und Regulierungsbehörden zu etablieren ist geradezu ein Indiz dafür, dass der Staat ein gesellschaftliches und politisches Kräfteverhältnis ist. In dieser Sphäre artikulieren sich unterschiedliche und widersprüchliche soziale Interessen, die in der Gesellschaft aufeinander prallen. Was den modernen kapitalistischen Staat auszeichnet, ist nicht nur, dass hier Konflikte ausgetragen werden, sondern auch Konsens ausgehandelt wird. In diesem Sinne muss eine zunehmende politische Absonderung und Unabhängigkeit von staatlichen Regulierungsfunktionen und Entscheidungsapparaten als Versuch der Etablierung einer neuen Staatsform bzw. Form der Regierens verstanden werden, die soweit es geht, ungebunden von gesellschaftlicher (zwischen den Klassen auftretender) Opposition, zwischen Kapitalinteressen zu koordinieren und zu verhandeln versucht.

Inwiefern kann nun das Konzept der relativen Autonomie auf die Geldpolitik übertragen werden? Die Zentralbank ist Teil des staatlichen Apparates, der ökonomisch regulierende Funktionen ausübt. Der Umstand, dass der Staat in einer fortgeschrittenen kapitalistischen Geldökonomie Zentralbankgeld zum obersten Zahlungsmittel erklärt und dessen Verwendung gesetzlich schützt, verschafft der Zentralbank einen außerordentlichen Status.<sup>84</sup> Dieses Privileg führt dazu, dass eine Zentralbank maßgeblichen Einfluss auf die Geldvergabe ausübt und ihre Konditionen festlegt. Diese haben unmittelbar Auswirkungen auf die gesamte Wirtschaft, angefangen von Kredit- und Investitionsentscheidungen, Gläubiger-Schuldner Beziehungen, Export- und Importentscheidungen, Zu- und Abflüssen von Kapital, bis hin zur Aushandlung von Tarifverträgen. Alle ökonomischen Bereiche und Akteure werden von der Geldpolitik beeinflusst.

Die relative Autonomie der Zentralbanken wäre kein Thema, wenn es nicht Gründe gäbe anzunehmen, dass die Zentralbankpolitik interessengeleitet ist. Damit ist nicht einfach das Ziel der Preisniveaustabilität gemeint oder der Umstand, dass eine Regierung bestrebt ist, wirtschaftspolitische Maßnahmen geldpolitisch zu flankieren. Viel grundlegender ist die Existenz konkurrierender Politik- und Wirtschaftsfraktionen zur Kenntnis zu nehmen. Weil Geld nicht einfach ein neutrales Tauschmittel ist, haben unterschiedliche Interessengruppen auch unterschiedliche Vorstellungen über die *richtige* Geldpolitik. Dies artikuliert sich in unterschiedlichen Standpunkten zur Zins-, Inflations- und Währungspolitik.

Der Banken- und Finanzsektor werben prinzipiell für eine hohe Verzinsung von Anlagen und niedrige Inflationsraten, um möglichst hohe *reale* Gewinne zu erzielen. Grundlage hierfür ist z. B., dass hohe Zinsen Kapitalanlagen attraktiv

---

<sup>84</sup> Wie Riese hervorhebt, unterscheidet sich die Zentralbank von anderen Banken, indem es dieses Zahlungsmittel als ultimatives Medium der Kontrakterfüllung produziert (vgl. 1995: 58). Unter einem breiten Spektrum an Kreditverträgen bzw. Zahlungsverprechen, besitzt Zentralbankgeld die höchste gesellschaftliche Validität und Liquidität, weil es nur gegen sich selbst gelöst werden und damit ein Kontraktverhältnis beenden kann (vgl. Hein 2005: 147). Die Zentralbank fungiert dabei nicht als Vermittler zwischen Gläubigern und Schuldern. Obwohl der Zentralbank Zinsen für die Emission von Geld als Zahlungsmittel erhebt, kann sie, laut Riese, nicht Gläubiger sein. Zum einen materiell-ökonomisch nicht, weil sie das Zahlungsmittel aus dem nichts heraus ohne relevante Kosten emittiert. Zum anderen entscheidungstheoretisch, weil sie mit der Geldschöpfung kein Gläubigerrisiko eingeht (kein Liquiditätsverzicht). Der Gläubiger-Status komme ihr nur markttheoretisch zu, in dem Moment in dem die Geldschöpfung auf einer Gläubiger-Schuldner-Beziehung basiert (vgl. Riese 1995: 58).

machen und internationales Kapital anziehen. Dies führt zu einer Expansion des Banken- und Finanzsektors. Im Kontrast dazu versuchen Sektoren, die auf externe Finanzierung angewiesen sind, relativ niedrige Kreditzinsen durchzusetzen. In der Währungspolitik zeichnet sich ein ähnliches Bild ab. Beispielsweise bevorzugen exportorientierte Unternehmen in der Regel eine nicht allzu starke Währung, die die Exporte verteuert. Der auf den Import konzentrierte Handelssektor oder auch der vom Import von Vorprodukten abhängige Industriesektor befürworten hingegen durchaus eine starke Währung (vgl. Frieden 1991). Auch ein international angebundener Banken- und Finanzsektor kann von einer Aufwertung profitieren, weil dies als Zeichen der finanziellen Attraktivität des heimischen Finanzplatzes gewertet wird und Kapitalzuflüsse zusätzlich attrahiert. Nicht zuletzt spielen die Finanzierungssituation und der wirtschaftspolitische Kurs des Staates eine Rolle. Diese Interessen sind bemüht, Einfluss auf den geld- und währungspolitischen Standpunkt einer Regierung zu erlangen, um dadurch indirekt auch den Kurs der Zentralbank zu bestimmen. Daher kann Geldpolitik per se nicht einfach als interessenfreie und neutrale Angelegenheit behandelt werden.<sup>85</sup>

Wie Gilpin feststellt, funktionieren Ökonomien nicht einfach nach Marktprinzipien, sondern durch das Zusammenspiel von staatlicher Politik und ökonomischen Akteuren. Die Handlungsräume dieser Akteure unterscheiden sich dabei je nach ihrer Machtstellung. Während politisch und ökonomisch mächtige Staaten und Unternehmen die Spielregeln, nach denen die globale Wirtschaft funktionieren soll, entscheidend mitgestalten und Standards vorgeben (vgl. Gilpin 2001: 23), sind schwächere Staaten und Unternehmen gezwungen, sich an diesen Maßgaben zu orientieren, auch wenn diese nicht immer unmittelbar mit Vorteilen verbunden sind.<sup>86</sup> In diesem hierarchischen Gefüge spielen auch globale ökonomische Akteure, wie etwa multinationale Unternehmen oder internationale Finanzakteure, eine große Rolle, weil sie über die internationalen Kapital-

<sup>85</sup> Das bedeutet nicht, dass es nicht auch Situationen geben kann, in denen sich die verschiedenen Wirtschaftssektoren und Kapitalfraktionen über einen bestimmten Kurs einigen können. Meist werden derartige Übereinkommen in Krisenzeiten beobachtet. Sie sind aber nicht von langer Dauer, denn die strukturellen Interessenkonflikte bleiben erhalten.

<sup>86</sup> Ein aktuelles Beispiel ist die Debatte über die Motive und Ziele des transatlantischen Handelsabkommens zwischen den USA und der EU. Kritiker heben hervor, dass die Verhandlungen weniger durch die erwarteten unmittelbaren Wachstums- und Beschäftigungseffekte angetrieben werden, als dem Versuch der beiden atlantischen Wirtschaftsblöcke, globale Standards zu setzen, um in der globalen Ökonomie die Deutungshoheit zu verteidigen, die von Schwellenländern zunehmend herausgefordert wird.

märkte Einfluss auf die Wirtschaftspolitik von ganzen Staaten ausüben können. Um die Geldpolitik einer Zentralbank realistisch einschätzen und analysieren zu können, müssen daher nicht nur die Interessen der nationalen Kapitalfraktionen, sondern auch der Einfluss internationaler Faktoren und Bedingungen berücksichtigt werden. Im Zeitalter globaler liberalisierter Finanz- und Kapitalmärkte können internationale politische Ereignisse und ökonomische Entwicklungen der Geldpolitik eines Landes entweder zusätzliche Spielräume eröffnen oder aber Grenzen setzen. Die Autonomie einer Zentralbank in geldpolitischen Fragen ist daher immer *relativ*.

In der neueren politökonomischen Literatur werden unterschiedliche Interessengruppen in der Geldpolitik durchaus zur Kenntnis genommen. Der Fokus dieser Studien liegt jedoch meist auf einer normativen Festlegung von *best practice*, die die Unabhängigkeit der Geldpolitik sicherstellen soll. Ich orientiere mich hingegen an der These, dass die Entscheidung, welche Geldpolitik durchgeführt wird, weniger von der Form der institutionellen Struktur oder dem formellen Mandat abhängt, sondern grundlegend von den politökonomischen Kräfteverhältnissen bestimmt wird, die auf die (Wirtschafts-)Politik einwirken. Aus diesem Grund ist es angebracht, die Unabhängigkeit der Zentralbank nicht als absolut gegeben zu betrachten, sondern sie als relative Autonomie aufzufassen. Dieser Aspekt ist insofern relevant, weil hierdurch Veränderungen und Verschiebungen in der Geldpolitik erklärt werden können. Nur so kann nachvollzogen werden, warum beispielsweise unabhängige Zentralbanken zu bestimmten Zeiten geldpolitische Eingriffe vollziehen, die ihnen laut Statut nicht gestattet sind.

Historisch betrachtet gibt es zahlreiche Beispiele, anhand derer sich belegen lässt, dass eine Zentralbank nicht wirklich unabhängig sein kann. Ingham und Kindleberger verweisen beispielsweise auf die im 19. Jahrhundert geführte Debatte zwischen der *Banking* und der *Currency School* um die Etablierung der englischen Zentralbank.<sup>87</sup> Die monetaristisch orientierte *Currency School* trat für

---

<sup>87</sup> Die *Currency School* kann als Vorläufer der Monetaristen gesehen werden. Sie stand für die Auffassung, dass eine Veränderung der Geldmenge zu Preisinflation führt und propagierte ein fixes Geldmengenangebot. Im Gegensatz dazu stand die *Banking School*, die eine positive Kopplung der Geldmenge an Produktion und Handel als gegeben sah. Dies basiert auf der sogenannten *real-bills* Doktrin, nach der eine Kopplung der Geldmenge auf Handelswechsel nicht inflationär sein könne (vgl. Kindleberger/Aliber 2005: 228, 234f.). Ingham beschreibt die politökonomische Interessenlage und Hintergründe dieser historischen Debatte

die Begrenzung der Geldmenge durch die Einführung eines Goldstandards ein, was im englischen Bankgesetz, dem *Bank Act* von 1844 verabschiedet wurde. Der Goldstandard sollte ein selbstregulierendes System schaffen, das diskretionäre Maßnahmen der Zentralbank begrenzen und somit eine unabhängige und neutrale Geldpolitik sicherstellen sollte (vgl. Ingham 2004: 43; Kindleberger/Aliber 2005: 237). Die britische Regierung behielt sich aber das Recht vor, diese Begrenzung in Krisenzeiten außer Kraft zu setzen, was kurz nach Verabschiedung des Gesetzes auch mehrfach geschah. Hierzu schreibt Ingham: „Self-regulation soon proved to be a chimera. No sooner had the Acts been passed than they were temporarily suspended in 1847, and again in 1857 and 1866.“ (Ingham 2004: 209). Diese Interventionen waren nicht einfach Präzedenzfälle, die eine sonst geltende Regel außer Kraft setzten, sondern konstituierten die Regel. Aus diesem Grund kommentiert Kindleberger auch die Vorstellung des englischen Ökonomen Bagehot, dass die englische Zentralbank immun gegenüber politischem Einfluss sei, als naiv (vgl. Kindleberger/Aliber 2005: 237). Vielmehr verdeutlicht dieses historische Beispiel, dass die Zentralbank gleich zu Beginn ihrer Gründung lediglich über eine relative Autonomie verfügte, die von der Regierung jederzeit zurückgenommen werden konnte.

Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise nach 2007/08 hat die Widersprüchlichkeit unabhängiger Zentralbanken erneut vor Augen geführt. Im Mittelpunkt der Reaktionen auf die Krise standen direkte Interventionen staatlicher Akteure in die ökonomische Sphäre und die Finanzmärkte von bisher beispielloser Dimension durch eine Reaktivierung von geld-, fiskal- und ordnungspolitischen Maßnahmen.<sup>88</sup> Weder die ZBU noch formelle Interventionsverbote standen dem im

---

wie folgt: „The Banking and Currency School debates, like the earlier one in the seventeenth century between Barbon and Locke, show how theories of money were an integral part of the struggle between different interests of the production and control of money. In broad terms, the two sides represented the two agencies which, in a capitalist system, share the creation of money – the state and the banks. Behind these lay the two ‘money classes’ in capitalism: on the one hand, the entrepreneurial debtors and, on the other, the rentiers and creditors. By and large, the Banking School had the support of provincial bankers and industrialists. The latter wanted ‘soft credit’ from the bankers, who in turn resisted the Bank of England’s growing domination of the monetary system.“ (Ingham 2004: 42)

<sup>88</sup> Zu den Krisenmaßnahmen zählen die immensen Liquiditätseingriffe von 2007, als die führenden Zentralbanken dieser Welt versuchten, eine sich anbahnende Liquiditätskrise der Banken zu verhindern. Dem folgte die Entscheidung der EZB, während der europäischen Schuldenkrise Staatsanleihen von Krisenländern zu kaufen. Des Weiteren wurden in vielen Ländern, die von der Krise betroffen waren, ordnungspolitische Interventionen und Verstaatlichungen durchgeführt, wie die direkte Übernahme und Konsolidierung von bankrotten Geschäftsbanken – ob öffentliche oder private Banken spielt keine Rolle.

Weg. Zudem offenbarte das spezifische Vorgehen der EZB in der europäischen Verschuldungskrise 2010 als sie griechische Staatsanleihen bei den deutschen und französischen Großbanken abgekauft, nicht nur die politische Dimension der Geldpolitik. Sie verdeutlichte ebenso die strukturellen Hierarchien und politökonomischen Prioritäten, denen die Geldpolitik unterliegt. Diese Beispiele zeigen, dass es weder vor 150 Jahren noch heute einen überzeugenden Anlass gibt, von der Entpolitisierung oder Neutralität der Geldpolitik auszugehen. Vielmehr lehren uns diese Beispiele, dass Zentralbanken in der Regel nicht zögern einzugreifen, wenn sich *politisch* die Auffassung durchsetzt, dass die „Systemgrenze“ überschritten wird, wie etwa ein Kollaps des gesamten Bankensystems und des Kreditmechanismus. Es sind vor allem die Krisenzeiten, in denen die intellektuelle Unterstützung zu bröckeln beginnt und die Erklärungsmodelle unabhängiger Zentralbanken zu kurz greifen (vgl. Epstein 2009: 69).

Das Argument der Befürworter der ZBU steht und fällt mit dem Verweis auf die strengen formellen Regeln der Unabhängigkeit.<sup>89</sup> Eine Betrachtung von formellen Regeln kann die Widersprüche jedoch nicht zufriedenstellend erklären. Der Haupttenor institutionstheoretischer Argumente lautet meist, dass Eingriffe in die Autonomie der Zentralbank ein Symptom für die fehlende Stärke von Institutionen und der Rechtsordnung seien. Wir widersprechen dieser Sichtweise, deren Referenzpunkt formale Regeln und Richtlinien sind und die eine strikte Trennung von Ökonomie und Politik behauptet. Eine derartige Betrachtungsweise ist kurzsichtig und stößt schnell an ihre Grenzen.<sup>90</sup>

---

<sup>89</sup> Derartige *konstitutionalistische* Bekundungen überschreiten jedoch meist nicht eine gewisse Beliebigkeit. Dies verdeutlicht schon die Argumentationslinie vieler Mainstreamökonomien. Zunächst wird behauptet, die Unabhängigkeit und Neutralität sei durch strenge Regeln gewährleistet. Danach wird eingeräumt, dass Regeln nicht ausreichen und die Einstellung der Zentralbankleitung entscheidend sei, was eine Anspielung auf Rogoffs konservativen Zentralbanker ist. Deshalb müssten noch weiterführende und strengere Verhaltensregeln eingeführt werden, die aber auch schädlich sein könnten, wenn es zu Krisen kommt (vgl. Wrobel 2010).

<sup>90</sup> Poulantzas geht jedoch noch einen Schritt weiter und lehnt eine standardisierte allgemeine Theorie der Ökonomie und des Staates ab: „Insofern sich der Raum, das Feld und folglich die jeweiligen Begriffe des Politischen/des Staates und der Ökonomie (Produktionsverhältnisse) in den verschiedenen Produktionsweisen unterschiedlich darstellen, kann es – entgegen jedem formalistischen Theorizismus – weder eine allgemeine Theorie der Ökonomie (Im Sinne einer *ökonomischen Wissenschaft*) mit einem für die verschiedenen Produktionsweisen unveränderlichen theoretischen Gegenstand noch eine ‚allgemeine Theorie‘ des Politischen/des Staates (im Sinne einer *politischen Wissenschaft* oder *Soziologie*) mit einem ebenfalls unveränderlichen theoretischen Gegenstand geben. Eine solche Vorstellung wäre legitim, wenn der Staat eine von Natur aus autonome Instanz mit unveränderlichen Grenzen darstellen und

Die Behauptung, eine unabhängige Zentralbank würde der Regierung das Steuer in der Geldpolitik aus der Hand nehmen, ist übereilt. Selbst wenn die Regierung darauf verzichtet, auf direkte Kredite von der Zentralbank zurückzugreifen, bedeutet das noch nicht, dass sie sich von der Geldpolitik verabschiedet. Dies war selbst Milton Friedman klar, wie Taylor unterstreicht:

“Friedman argued fifty years ago that in reality we have never had a de facto independent central bank that does not take account of the preferences of the government or does not work together with the government to encourage various interventions.” (Taylor 2013: 17)

Entpolitisierung bedeutet lediglich, dass der Staat Regeln und Normen aufstellt, an die sich die Geldpolitik halten soll und die prinzipiell nicht durch politische Eingriffe außer Kraft gesetzt werden. Entpolitisierung bedeutet somit nicht, dass die Regierung es der Zentralbank überlässt, die Regeln selbst zu setzen.

In welchem Maße und mit welchen Kanälen eine Regierung Einfluss auf den geldpolitischen Kurs ausübt und welche weiteren Faktoren den geldpolitischen Handlungsspielraum bestimmen, muss fall exemplarisch geklärt werden. Die ökonomischen Bedingungen und Konditionen dieser Einflussnahme unterscheiden sich von Land zu Land. Die Wirtschaftspolitik hat maßgeblich Einfluss auf den geldpolitischen Kurs. Die staatlich verfolgte Wirtschaftspolitik wiederum wird von den Kapitalfraktionen und den gesellschaftlichen Interessengruppen geprägt. Die Geldpolitik der Zentralbank gestaltet sich diesem Kontext entsprechend.

## 2.5 Fazit

Zentralbankunabhängigkeit ist Teil des neoklassischen Paradigmen-Komplexes, deren zentrale Hypothese darin besteht nachzuweisen, dass ein von politischer Regulierung befreiter Marktmechanismus eine kohärente und gleichgewichtige ökonomische Entwicklung sicherstellt, weil dieser frei von zerstörerischen internen Dynamiken ist (vgl. Minsky 2008: 154). Dieser Standpunkt konstatiert einen fundamentalen Widerspruch zwischen Staat und Ökonomie, bzw. Politik

---

diese Instanz durch die eigenen Gesetze der historischen Reproduktion bestimmt würde.“ (Poulantzas 2002: 48)

und Kapital, und wendet sich prinzipiell gegen die Auffassung des Keynesianismus, der diese beiden Sphären als komplementär betrachtet (vgl. Nitzan/Bichler 2009: 8).

Die Befürworter der puren Markttheorie setzten sich ab den 1970er Jahren erfolgreich für eine grundsätzliche Veränderung der staatlichen Ordnungs- und Wirtschaftspolitik ein, die eine angebotsorientierte Liberalisierung und einer gezielten De- bzw. Re-Regulierung weiter Bereiche der Ökonomie in den Mittelpunkt stellt.<sup>91</sup> Diese neue Regulationsform fand in einem politökonomischen Umfeld statt, indem weltweit institutionelle Reformen und politische Maßnahmen eingeleitet wurden, die das Ziel hatten die dem Keynesianismus zugeschriebenen wirtschaftspolitischen Barrieren vor der Liberalisierung und Internationalisierung der Waren-, Kapital- und Finanzmärkte aufzuheben. Das zentrale Leitmotiv bestand darin, den Mobilitätsgrad der Kapitalakkumulation zu erhöhen, indem eine mit dem Begriff *Politikversagen* identifizierte Ineffizienz und Trägheit der „keynesianisch-staatsreformistischen Regulationsweise“ (Hirsch 1996: 91) abgeschafft und durch eine ‚Technokratisierung‘ der Wirtschaftspolitik ersetzt wurde.

Unter dem neoliberalen Motto der ‚*Befreiung der Märkte von der Politik*‘ wurden staatliche Regulationsmechanismen jedoch nicht abgeschafft, wie so oft irrtümlicherweise interpretiert wird, sondern einer spezifischen Formänderung unterzogen. Im Rahmen eines neuen neoliberalen Institutionalismus wurde das Verhältnis von Politik und Ökonomie dahingehend verändert, dass die Regulierung der Wirtschaftspolitik tendenziell an externalisierte Kontroll- und Aufsichtsinstanzen delegiert und damit prinzipiell *verselbstständigt* wurde (vgl. Watson 2002). In der Geld- und Währungspolitik äußerten sich diese Umwälzungen darin, dass Inflationsbekämpfung, Preisstabilität und unabhängige Zentralbanken eine Aufwertung erfuhren und einen geradezu mythischen Status für eine erfolgreiche Geldpolitik erlangten. Der Neue Konsens in der Makroökonomik steht heute für eine Entpolitisierung von Geldpolitik, Zentralbankunabhängigkeit und Fortsetzung einer Preisstabilitätspolitik. Sie ist geographisch nicht nur

---

<sup>91</sup> Preisstabilität wurde einem hohen Beschäftigungsstand vorgezogen (vgl. Clausen/Donges 2001; Hickel 2003: 38). Für eine elaborierte Analyse dieser Transformation siehe Itoh und Lapavistas, die Autoren führen diesen ideologischen Übergang auch auf Widersprüche und Misserfolge klassisch keynesianischer expansiver Interventionspolitik des Staates und auf steigende Budgetdefizite zurück (vgl. 1999: 199). Ingo Schmidt gibt einen Überblick über die verschiedenen Varianten der neoliberalen Regime (vgl. 2008).

in Industrieländern sondern auch in Schwellenländern verbreitet (vgl. Epstein/Yeldan 2007: 19).

In diesem Kapitel haben wir theoretische und empirische Argumente diskutiert, die die Vorzüge einer unabhängigen Zentralbank begründen als auch solche, die dieser Auffassung kritisch gegenüberstehen. Wir haben gezeigt, dass ZBU sich aus dem neu-klassischen Paradigma heraus kristallisiert hat, das auf Politik-Ineffizienz, rationalen Erwartungen und Geldneutralität beruht (vgl. Bibow 2010: 11). In der Wirtschaftspolitik hat sich zunehmend die Auffassung durchgesetzt, dass ZBU und Preisstabilität in einem positiven Kausalverhältnis zueinander stehen. Während neoliberale Ökonomen eine unabhängige Zentralbank aus der Annahme der *effizienten Märkte* ableiten, sprechen sich diejenigen, die in der Tradition der Neuen Institutionenökonomik und der Neuen Politischen Ökonomik stehen, für eine unabhängige Zentralbank aufgrund eines strukturellen Glaubwürdigkeitsproblems aus. In diesem Kontext wird ZBU im Mainstream auch als eine *Entpolitisierung* der Geldpolitik verteidigt.

Kritikern zufolge stellt ZBU jedoch weder einen *free lunch* dar (die Annahme der Geldneutralität wird abgelehnt), noch sei empirisch erwiesen, dass institutionelle Unabhängigkeit ursächlich verantwortlich für eine niedrige Inflation in den vergangenen Dekaden ist. Die *nobelpreisgekrönte* Strategie der ZBU wird als Bestandteil eines preisstabilitätsorientierten Paradigmas interpretiert, das eine interventionistische Wirtschaftspolitik, staatliche Fiskalpolitik und eine diskretionäre Geldpolitik prinzipiell als verwerflich für die ökonomische Entwicklung ablehnt.<sup>92</sup> Folglich stellt ZBU den Versuch dar, direkte staatliche Eingriffe in der Geldpolitik zu begrenzen.<sup>93</sup> Diese Politik begünstigt bestimmte

---

<sup>92</sup> Der Ökonom Philip Mirowski macht in einem Interview darauf aufmerksam, dass die Kontroverse um den institutionellen Status der Zentralbank zur Entstehung des heute als Nobelpreis der Wirtschaftswissenschaften bekannten *The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel* geführt habe. Die schwedische Zentralbank habe den Preis ins Leben gerufen, um die Unabhängigkeitsbefürworter zu stärken und selber einen unabhängigen Status zu erlangen. Die mediale Strategie der Vergabe eines prestigehaften Preises sollte der Ökonomik zu einem objektiven und wissenschaftlichen Renommee verhelfen und die Anhänger der neoklassischen Theorie unterstützen, die im Europa der 1960er Jahre noch nicht die Mainstreamökonomik dominierten. Das Interview mit Philip Mirowski findet sich unter dem folgenden Link: <http://ineteconomics.org/video/30-ways-be-economist/philip-mirowski-why-there-nobel-memorial-prize-economics>, aufgerufen am 16.6.2014.

<sup>93</sup> Friedman etwa führt die positive Resonanz, mit der ZBU aufgenommen wurde, auf derartige Initiativen zurück, wie Taylor hervorhebt: „[Friedman] argued that the attractiveness of independent central banks at that time came from those interested in limiting the scope of government. Central bankers, being ‘sound money men’, as Friedman put it then, have ten-

Interessen, wie wir in diesem Kapitel diskutiert haben. Als alternatives Erklärungskonzept wurde die relative Autonomie vorgestellt, dass den strukturellen Einfluss von unterschiedlichen sozioökonomischen Akteure auf die Geldpolitik erklären kann.

Wie wir noch sehen werden, verweisen die aktuellen Ereignisse nach der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise darauf, dass sich die Kontroverse um ZBU verschärft hat. Bevor wir diese Aspekte betrachten, müssen jedoch einige methodische Fragen geklärt werden, beispielsweise wie ZBU genau definiert und gemessen wird. Parallel zu den hier vorgestellten theoretischen Debatten hat sich in den 1990er Jahren die Aufmerksamkeit hin zu einer empirischen Messung der Unabhängigkeit und der Frage verschoben, welcher Grad an Unabhängigkeit optimal sei (vgl. Debelle/Fischer 1995). Im folgenden Kapitel werden wir daher näher auf die Definition und die empirischen Studien zur ZBU eingehen.

---

ded to oppose many of the proposals for extending the scope of government.“ (Taylor 2013: 17) Taylor verweist jedoch auf eine grundsätzliche Verschiebung in den letzten Jahren hin, weil unabhängige Zentralbanken sich in jüngster Zeit für eine Ausweitung staatlicher Interventionen ausgesprochen und an entsprechenden Programmen beteiligt hätten (vgl. ebd.).



### 3 Die Definition und Messung der Zentralbankunabhängigkeit

Nachdem im zweiten Kapitel die politökonomischen Motive und theoretischen Erklärungen für unabhängige Zentralbanken betrachtet wurden, steht hier die Begriffsdefinition und die empirische Messung der Zentralbankunabhängigkeit im Mittelpunkt. Im Alltagsverständnis spricht man von einer unabhängigen Zentralbank wenn Regierungen die Geldpolitik der Zentralbank überlassen und vorgeben, sich nicht in deren Durchführung einzumischen. Issing definiert ZBU generell als eine durch rechtliche Bestimmungen garantierte institutionelle Unabhängigkeit, die der Zentralbank erlaube, ihre Aufgaben und Pflichten ohne politische Eingriffe wahrzunehmen (vgl. 2006: 67). Dieser Definition nach müsse eine Zentralbank unabhängig vom politischen Prozess sein. In diesem Zusammenhang stellen sich jedoch zahlreiche Fragen: Was genau bedeutet institutionelle Unabhängigkeit? Bedeutet Unabhängigkeit, dass die Zentralbankführung sämtliche geldpolitischen Ziele, Strategien und Maßnahmen nach *eigenem Ermessen* festlegen und umsetzen kann? Wo werden die Grenzen der Unabhängigkeit gezogen? Welche Aufsichtsfunktionen verbleiben bei der Regierung?

Diese Fragen deuten darauf hin, dass die Aufgabe, eine unabhängige Zentralbank zu definieren, komplex ist. Aus diesem Grund muss zunächst geklärt werden, nach welchen Kriterien und Maßstäben in der Fachliteratur eine Zentralbank für unabhängig erklärt wird. Das Kapitel beginnt deshalb mit einer detaillierten Beschreibung der institutionellen Merkmale und Regeln, mit denen die Unabhängigkeit der Zentralbank definiert wird. Die EZB wird hier als Referenzbeispiel dienen, zum einen, um die Darstellung zu veranschaulichen, und zum anderen, weil die EZB in der Fachliteratur als die *unabhängigste* Zentralbank der Welt aufgefasst wird (vgl. Heine/Herr 2006a: 52). Anschließend

werden empirische Fragestellungen und Methoden erörtert, mit denen in der Fachliteratur die formelle und faktische Unabhängigkeit der Zentralbank gemessen wird und die geldpolitischen Entscheidungen evaluiert werden. Diese Methoden werden hinsichtlich ihrer empirischen Aussagefähigkeit und konzeptionellen Probleme einer kritischen Prüfung unterzogen.

### 3.1 Merkmale der Zentralbankunabhängigkeit

Wird eine Zentralbank für unabhängig deklariert, wird dies in der Regel in den Statuten und Gesetzen der Zentralbank rechtlich festgehalten.<sup>94</sup> Über die formelle Deklaration hinaus werden weitere Regeln und Normen festgelegt, sowie Organisations- und Verwaltungsstrukturen geschaffen, die in ihrer Konstitution und Funktionsweise nicht der Kontrolle der politischen Exekutive unterstehen (sollen). Dieses Maßnahmen-Set soll die Entscheidungsabläufe in der Zentralbank vor unmittelbaren Vorgaben und Direktiven der staatlichen Regierungen oder der gewählten Parlamente abschirmen und somit ihre Entpolitisierung sicherstellen.

In der Fachliteratur wird die Unabhängigkeit der Zentralbank auf der *institutionalen* und *funktionalen* Ebene untersucht, auf denen eine Regierung prinzipiell in der Lage ist, Einfluss auf die Zentralbank auszuüben. Diese umfassen die Zielvorgaben, die Instrumente und Befugnisse der Zentralbank, sowie die Form und Gestalt ihres organisatorisch-personellen Aufbaus. Dabei werden die Konzepte der *politischen*, *personellen* und *finanziellen* oder *ökonomischen Unabhängigkeit* unterschieden (vgl. Eijffinger/De Haan 1996: 2; Heine/Herr 2006a: 47 ff.; Issing 2006: 68; Cukierman 2008). Im unmittelbaren Fortgang der Untersuchung werden diese „Regeln der Unabhängigkeit“ (vgl. Wrobel 2010) der Reihe nach beleuchtet.<sup>95</sup>

---

<sup>94</sup> Beispielsweise wird in dem deutschen Bundesbankgesetz das Verhältnis zwischen Bundesbank und Bundesregierung mit einem eigenen separaten Paragraphen, § 12, beschrieben. Der Begriff *Unabhängigkeit* fällt in dem gesamten Gesetzestext jedoch lediglich *einmal*.

<sup>95</sup> Diese Kategorien sind nicht immer klar voneinander getrennt, so kommt es durchaus zu Überschneidungen. Für eine Gegenüberstellung der verschiedenen Begriffe siehe Forder (2001: 215).

### 3.1.1 Das Ziel der politischen Unabhängigkeit

Vom formellen Standpunkt aus impliziert die Autonomie einer Zentralbank nicht, dass diese sozusagen machen kann, was sie möchte, sondern dass sie sich in einem bestimmten vorgegebenen Aktionsradius bewegen soll. Eijffinger und De Haan bezeichnen die politische Unabhängigkeit (*policy independence*) daher als die Festlegung des Gestaltungsraums, in dem die Zentralbank die Geldpolitik formuliert und umsetzt (vgl. 1996: 2). Als Indikatoren hierfür gelten das Mandat oder die Konstitution der jeweiligen Bank, die die Zielsetzung, die Reichweite und die Befugnisse über die einzusetzenden Instrumente bestimmen. In der Literatur wird die politische Unabhängigkeit in die Unterkategorien Ziel- und Instrumentenunabhängigkeit unterteilt (vgl. Debelle/Fischer 1995: 197). Während das Konzept der Zielunabhängigkeit die Frage adressiert, ob eine Zentralbank ihre eigenen geldpolitischen Ziele setzen darf oder nicht, verweist das Konzept der Instrumentenunabhängigkeit darauf, ob die Zentralbank die Disposition über die geldpolitischen Mittel und Instrumente hat. Für die Instrumentenunabhängigkeit ist auch die Bezeichnung funktionale bzw. operative Unabhängigkeit geläufig. Betrachten wir diese Aspekte im Folgenden.

#### 3.1.1.1 Die Bedeutung der geldpolitischen Ziele

In welchem Verhältnis steht der Aspekt der Unabhängigkeit zu der Zielsetzung der Geldpolitik? Die Regierungen beauftragen ihre nationalen Zentralbanken mit der Verfolgung bestimmter geldpolitischer Ziele. Diese Ziele werden in den Zentralbankmandaten offiziell festgehalten und bestimmen den geldpolitischen Kurs. Was sind diese Ziele? Die herrschende Mainstreamökonomik definiert Preisstabilität als das ultimative Ziel der Geldpolitik. In der Regel werden drei Gründe hervorgehoben: Erstens, die Auffassung, dass Geldpolitik neutral ist, zweitens, die Verhinderung eines Glaubwürdigkeitsproblems, und drittens, der Einfluss einer sogenannten Stabilitätskultur.<sup>96</sup>

In der offiziellen Zielhierarchie der EZB steht die Preisstabilität an oberster Stelle. Die Priorisierung der Preisstabilität wird damit begründet, dass alle anderen Zielsetzungen, z. B. das Ziel hoher Beschäftigung oder das Ziel eines starken Wachstums, negative ökonomische Auswirkungen hätten (vgl. Issing 2006: 69).

---

<sup>96</sup> Weitere Gründe diskutiert Fuhrer (1997: 23 ff.).

Dies wird damit erklärt, dass das Geld ein neutrales Tauschmittel sei und von diesem keine langfristigen realen Effekte auf die Ökonomie ausgingen. So bezeichnet die EZB in ihren Publikationen die Preisstabilität generell als einen *conditio sine qua non* für eine positive und stabile gesamtwirtschaftliche Entwicklung (vgl. ECB 2004: 10).<sup>97</sup> Das Argument der ökonomischen Vorteilhaftigkeit der Preisstabilität wird zusätzlich mit dem *free lunch* Argument untermauert, dass die ZBU keine soziökonomischen Kosten verursache und daher nur Vorteile für die Gesellschaft bringen würde (vgl. Issing 2006: 69). Wie wir im zweiten Kapitel erörtert haben wird dies empirisch damit begründet, dass zwischen der ZBU und der makroökonomischen Performanz keine negative Korrelation bestünde.<sup>98</sup>

Als ein zweites, weiteres Argument wird das sogenannte *Glaubwürdigkeitsproblem* genannt, das wir ebenfalls im zweiten Kapitel thematisiert haben. Wenn im Zentralbankmandat neben der Preisstabilität noch weitere Ziele formuliert werden, wird dies in der Mainstreamliteratur kritisiert. In diesem Fall hätte die Zentralbank einen rechtlichen Spielraum, um diskretionäre Eingriffe zu

---

<sup>97</sup> In dem 2004 von der EZB herausgegebenem programmatischen Buch *The Monetary Policy of the ECB* heißt es, dass Veränderungen in der Geldbasis Inflation verursachen, während das reale Einkommens- und Beschäftigungsniveau hiervon unberührt bleiben (vgl. ECB 2004: 41). Die EZB bezieht sich dabei auf das monetaristische Prinzip der langfristigen Neutralität des Geldes, die sie als Standardauffassung der Makroökonomie bezeichnet. Einkommen und Beschäftigung seien im Kern Variablen, die von realen Faktoren wie Technologie, Bevölkerungswachstum, individuellen Präferenzen und vom institutionellen Rahmen abhängig sind. Darunter werden Eigentumsrechte, die Steuer- und Wohlfahrtspolitik, Regulierungen zur Bestimmung der Flexibilität von Märkten, sowie die Subventions- und Anreizpolitik verstanden, die alle Gegenstand der allgemeinen Wirtschaftspolitik sind. Technologischer Wandel und Preisschocks werden als Determinanten genannt, die kurzfristig auf das Preisniveau einwirken können. Derartige Effekte seien seitens der Zentralbank, durch eine graduelle Anpassung der Geldmenge, ausgleichbar (vgl. ebd. 41 f.). Ökonomisch wird dies damit erklärt, dass die Preisstabilität das ökonomische Wachstumspotential fördert und einen allgemeinen höheren Lebensstandard sichert. Begründet wird dies mit einer höheren Transparenz bei den relativen Preisen und mit der Senkung der Nominalzinsen, weil sich die Risikoprämien für Inflation verringern und finanzielle Absicherungstransaktionen damit überflüssig werden. Gleichzeitig steuere dies dazu bei, Verzerrungen im Steuer- und in den Sozialsicherungssystemen zu reduzieren, die Bargeldhaltung zu belohnen und einer arbiträren Redistribution von Wohlstand und Einkommen vorzubeugen (vgl. ebd. 42 f.), was die Basis für soziale und politische Stabilität schaffe.

<sup>98</sup> Fuhrer kritisiert diese Auffassung. Selbst wenn die Annahme der langfristigen Neutralität des Geldes plausibel sein sollte, sei dies noch kein überzeugendes Argument, warum die Beschäftigung nicht kurzfristig unterstützt werden sollte: „[The long term neutrality] does not imply that it should not stabilize employment in the short run, or that it can ignore the employment effects of price stabilization. In fact, the more the central bank attempts to stabilize inflation, the more it will destabilize employment in the short run. The reason is straightforward: The central bank influences inflation primarily through its influences on employment and real activity.“ (Fuhrer 1997: 24)

legitimieren, die sich negativ auf das Ziel der Preisniveaustabilität auswirken könnten (vgl. Eijffinger/De Haan 1996: 2). Es wird befürchtet, dass eine multiple Zielsetzung den politischen Akteuren und Parteien Argumente liefern könnte, Druck auf die Zentralbank auszuüben. Insgesamt würde dies die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik beeinträchtigen (vgl. Fuhrer 1997: 25). Falls mehrere Ziele in dem Mandat formuliert werden, könne die Preisstabilität nur dann glaubwürdig sein, wenn eine klare Zielhierarchie geschaffen wird, die keinen Interpretationsspielraum zulässt (vgl. Issing 2006: 71).

In der Realität existieren Beispiele für beide Varianten. Als Beispiel für eine duale Zielsetzung (Preisstabilität und Beschäftigung) wird üblicherweise das Mandat der US-Amerikanischen Zentralbank FED gegeben, dem eine keynesianische Orientierung nachgesagt wird (vgl. Wrobel 2010: 1). Ein Blick in die Zentralbankstatuten vieler Schwellenländer, aber auch vieler europäischer Industrieländer bis in die 1980er Jahre hinein, zeigt ein ähnliches Bild. Als klassisches Gegenbeispiel wird üblicherweise die Bundesbank genannt, in deren Statut die Preisstabilität neben der Währungsstabilität als oberstes Ziel festgelegt ist (§ 3 Bundesbankgesetz). Mit der Gründung der EZB ist jedoch ein neuer klassischer Fall einer streng preisstabilitätsorientierten Zentralbank entstanden.<sup>99</sup> Die EZB verfügt, wie die Bundesbank auch, rechtlich nicht über eine Zielunabhängigkeit, denn der EG-Vertrag schreibt in Artikel 105 Preisstabilität als oberstes verbindliches Ziel der Geldpolitik vor, im Gegensatz zur FED, die nicht einer derartigen Beschränkung unterliegt.<sup>100</sup> So bewerten die Ökonomen Egon Görgens und Karlheinz Ruckriegel das institutionelle Design der EZB als der FED überlegen, weil sie eine eindeutige Zielvorgabe habe und ihre unabhängige Stellung rechtlich klar geregelt sei. Der geldpolitische Freiraum der FED und ihre Glaubwürdigkeit sei hingegen, anders als wie bei der EZB, mehr von der Person des Gouverneurs abhängig (vgl. Görgens/Ruckriegel 2006: 198).

---

<sup>99</sup> In der einschlägigen Literatur herrscht die Auffassung, dass die Deutsche Bundesbank (DBB) der EZB als Modell galt, womit auch die Standortwahl der EZB in Frankfurt am Main, wo die DBB ihren Sitz hat, erklärt wird. Die strenge Preisstabilitätspolitik der DBB, in deren Fußstapfen die EZB treten sollte, wird dabei auf ihren unabhängigen institutionellen Status zurückgeführt (vgl. Heine/Herr 2006a: 45). Debelle und Fischer sowie Issing würdigen den Erfolg der Bundesbank als zentralen Einflussfaktor, der die Popularität der Zentralbankunabhängigkeit entscheidend gefördert habe (vgl. Debelle/Fischer 1995: 195; Issing 2006).

<sup>100</sup> Für einen detaillierten Vergleich der Deutschen Bundesbank mit der FED siehe Debelle und Fischer (1995), für einen Vergleich zwischen EZB und FED siehe Wrobel (2010).

Als drittes Argument wird die Existenz einer sogenannten *Stabilitätskultur* genannt. Diese Erklärung ist insbesondere im deutschsprachigen Raum populär. Historisch wird die Stabilitätskultur von vielen Autoren mit den *deutschen Erfahrungen* begründet. Behauptet wird, dass die Hyperinflation bis 1924 ein Dekaden übergreifendes Trauma geschaffen habe, das die Bundesbank und alle relevanten gesellschaftlichen Akteure generationenübergreifend an die Preisstabilität binde. So konstatiert Issing, dass die Existenz einer unabhängigen und preisstabilitätsorientierten Zentralbank eine starke gesellschaftlich-demokratische Überzeugung für Preisstabilität und eine starke Währung reflektiere. Issing führt dazu aus, dass eine demokratische Gesellschaft die Wahl der geldpolitischen Ziele nicht einer Zentralbankleitung, die sich aus nichtgewählten Technokraten zusammensetzt, überlassen könne. Die Autonomie der Zentralbank wird also relativiert. Diese Entscheidung müsse den Bürgern und den von ihnen gewählten Regierungen überlassen werden (vgl. Issing 2006: 67). Auch der ehemalige FED Gouverneur Ben Bernanke betonte, dass die Ziele der Geldpolitik demokratisch legitimiert werden müssen und daher von der Regierung festgelegt werden sollten (vgl. Bernanke 2010). Daraus lässt sich ableiten, dass die Zentralbank sich dem Urteil der Öffentlichkeit beugen müsste. Dies widerspräche jedoch der Autonomie der Zentralbank.

Hudson kritisiert diesen immer wieder in den Debatten vorgetragenen Hinweis auf die besondere Geschichte Deutschlands als ein konstruiertes historisches Zerrbild und als die Implantierung einer *falschen Erinnerung* (FAZ vom 3.12.2011).<sup>101</sup> Doch selbst wenn dieses Trauma weiter fort wirkt, ist die Existenz einer spezifischen Stabilitätskultur noch kein hinreichendes Argument dafür,

---

<sup>101</sup> Hudsons Äußerungen widersprechen der weitverbreiteten Auffassung, weshalb sich ein weiterer längerer Auszug aus dem Interview lohnt: „Nach Auffassung von EZB-Beamten wäre es wegen des Hyperinflationsrisikos unverantwortlich, wenn eine Zentralbank dem Staat Geld leiht. Erinnerungen an die Inflation während der Weimarer Republik werden beschworen. Bei genauerem Hinsehen erweist sich das jedoch, um einen Terminus von Psychiatern zu verwenden, als *implantierte Erinnerung* – der Patient ist überzeugt, etwas Traumatisches erlebt zu haben, bildet sich das aber nur ein. Entscheidend ist, dass sich der Staat damals nicht Geld von der Zentralbank geliehen hat, um (genau wie heute) Sozialprogramme, Renten oder das Gesundheitswesen zu finanzieren. Vielmehr waren es die Reparationen, welche die Reichsbank veranlassten, die Devisenmärkte mit Reichsmark zu überschwemmen, um die Forderungen der Alliierten in Pfund Sterling, Francs und anderen Währungen bezahlen zu können. Die Hyperinflation war eine Konsequenz der Reparationsforderungen. Keine noch so hohe Steuer hätte diese Devisenbeträge aufbringen können.“ (FAZ vom 3.12.2011). In einem drei Monate später gegebenen Interview unterstreicht Hudson diesen Punkt erneut und weist auf Keynes Warnung und Lösungsvorschläge hin, die von den Alliierten jedoch zugunsten des *Ricardoschen Tunnelblicks* ignoriert wurden (vgl. FAZ vom 6.2.2012).

dass die geldpolitische Verantwortung an eine unabhängige Zentralbank delegiert werden muss (vgl. Howells 2009: 3).<sup>102</sup> Im Gegenteil, sie widerspricht der Annahme, dass Regierungen eine inhärente Inflationsneigung haben und sich geldpolitische Entscheidungen ständig widersprechen.

Issings Verweis auf die demokratische Repräsentation ist zudem widersprüchlich. War es nicht gerade der Einfluss der politischen Akteure, der durch die Unabhängigkeit der Zentralbank ausgeschlossen werden sollte? Oder sind Bürger keine politischen Akteure? Issings Argumentation besteht darin, zwischen den politischen Akteuren, die er als Inflationsverursacher *par excellence* behauptet, und den Bürgern in einer demokratischen Gesellschaft eine Trennung zu ziehen. Er begründet seine These damit, dass die Preisstabilität ein von allen Bürgern *ex-ante* geteiltes und akzeptiertes gesellschaftliches Ziel sei, das er als „gesellschaftliche Stabilitätskultur“ bezeichnet (Issing 2006: 74). Issing betont dabei, dass die Preisstabilität vor allem im Interesse der Niedrigverdiener sei, weil die Inflation und die Einkommensungleichheit empirisch korrelierten (vgl. ebd. 70). Diese Erklärung ist nicht nur inkonsistent, sondern auch in mehrfacher Hinsicht problematisch. Sie behauptet, dass sich eine Zentralbank nur deshalb auf die Preisstabilität fokussiere, weil die Gesellschaft, und insbesondere die Niedrigverdiener, die in der Regel die Mehrheit bilden, dies so wollten. Dabei wird die ZBU aber gerade als Strategie eingeführt, um die Löhne niedrig zu halten, die von den Befürwortern der ZBU als *die* Ursache für Inflation interpretiert werden. Diese Auffassung kollidiert auch mit Issings Empfehlung an die Zentralbank und die politischen Entscheidungsträger, die Gesellschaft davon zu überzeugen, dass ZBU vorteilhaft sei, wie das folgende Zitat verdeutlicht:

“These considerations should serve as a reminder to policymakers that the stability culture of society cannot be taken for granted. It requires continuous efforts to build up and maintain a constituency for price stability. In this respect, the central bank has to play a leading role in its communication with the public and in enhancing the degree of economic literacy. These efforts should not be underestimated, as

---

<sup>102</sup> Laut Peter Howells resultierte die Entscheidung für eine starke Unabhängigkeit der Bundesbank nicht aus einem ökonomischen Kalkül oder der Erfahrung der Hyperinflation der 1920er Jahre. Sie war eine politische Entscheidung, die die Alliierten nach dem Ende des 2. Weltkriegs trafen. Aufgrund der Unterstützung des Nazi-Regimes durch die Deutsche Reichsbank forderten die Alliierten die Unabhängigkeit der Bundesbank. Damit wollten sie verhindern, dass sich eine derartige Verstrickung in Zukunft wiederholen kann (vgl. Howells 2009: 18). Die Rolle der Alliierten in der Gründung der Bundesbank wird auch von Jörg Bibow unterstrichen, der an die Opposition der Adenauer Regierung gegen eine unabhängige Zentralbank erinnert (vgl. 2010: 9).

there are always attempts to question whether or not central bank independence is justified." (Issing 2006: 74)

Wenn die Mehrheit negativ von der Inflation betroffen ist, stellt sich die Frage, warum muss sie dann *aufgeklärt* und *überzeugt* werden, dass die Preisstabilität oberstes Ziel sein müsse. Und warum gibt es ein permanentes Rechtfertigungsproblem für die ZBU? Issing unterstellt, dass die Gesellschaft nicht wisse was gut für sie ist. Wenn Niedrigverdiener, oder gar Einkommenslose, im Mittelpunkt der Aufmerksamkeit der Geldpolitik stünden, dann würde die Verhinderung einer ungleichen Einkommensverteilung und Arbeitslosigkeit an oberster Stelle stehen. Wie wir im Abschnitt 2.3 gezeigt haben, sehen Kritiker in der Politik der ZBU eher den Versuch die Interessen der Vermögenden und Gläubiger zu schützen. Hier werden also Teilwahrheiten formuliert, die von dem eigentlichen Motiv ablenken. Wenn die Einkommensverteilung sich im Zuge einer Inflation verschlechtert, dann ist dies zudem ein Beleg, der der Neutralität des Geldes widerspricht (vgl. Nitzan/Bichler 2009: 371).

Halten wir fest. Eine Zentralbank wird als unabhängig bezeichnet, wenn sie ihre Ziele nicht frei setzen kann.<sup>103</sup> Diese sind vielmehr politisch vorgegeben, um zu verhindern, dass die Zentralbank in politische Konflikte eingebunden wird, oder in Issings Worten, in ein „politisches Vakuum“ stürzt (vgl. 2006: 68). Doch warum soll der politische Druck auf eine Zentralbank geringer sein, wenn diese nur ein Ziel hat? Der Handlungsraum der Zentralbank ist dadurch keineswegs abschließend festgelegt. Die alleinige Orientierung an der Preisstabilität kann beispielsweise auch den genau umgekehrten Effekt haben, wie James Forder argumentiert. Denn eine Zentralbank, die das Ziel der Preisstabilität verfolgt, könne sehr wohl einen Anreiz haben, eine expansive Geldpolitik zu betreiben, um einer Partei Wahlhilfe zu leisten, die ein explizit restriktives Wirtschaftsprogramm und eine strenge Preisstabilitätspolitik verspricht.<sup>104</sup> Hierzu Forder:

---

<sup>103</sup> Eine weitere Einschränkung der Zielunabhängigkeit der EZB erfolgte in der Währungspolitik. So wird der währungspolitische Kurs vom Rat der Wirtschafts- und Finanzminister vorgegeben und die EZB muss sich danach richten (vgl. Heine/Herr 2006a: 48 f.).

<sup>104</sup> Forder bezieht sich dabei auf ein weiteres Argument in der Zentralbankliteratur, das in der Neuen Politischen Ökonomik diskutiert wird. Dieses lautet: Zentrales Ziel von Regierungen ist, an der Regierung zu bleiben. Regierungsparteien könnten also vor Wahlen dazu verleitet werden, eine expansive Geldpolitik zu verfolgen, um die Wahl durch opportunistisches Verhalten zu gewinnen (vgl. Forder 2001: 205 f.). Eine weitere Variante dieses Arguments, das vorher bereits erwähnte „Partisanen Modell“, spezifiziert das Kalkül der Regierung darauf, dass nicht Wähler allgemein, sondern speziell Parteianhänger belohnt werden (vgl. Akçay 2009: 135).

“Even if one takes the view that central bankers have no direct political or bureaucratic incentives, and care only about inflation, an incentive to seek to affect elections will still arise when policies outside their direct control affect prices. For example, if different possible governments have different attitudes to fiscal policy, exchange rate management, minimum wages or a host of other matters, a central bank that seeks only to achieve low inflation will have a perfectly clear incentive to seek to affect electoral outcomes. Indeed, in such a case this incentive arises directly from the assumption that the central bank cares only about the control of inflation. Once again, therefore, it is clear that one cannot expect to learn from central bank statutes whether policy is set with electoral objectives.” (Forder 2001: 205 f.)

Von dem Preisstabilitätsziel auf die Neutralität der Geldpolitik zu schließen, ist folglich nicht ohne die Berücksichtigung weiterer Faktoren möglich. Historisch gesehen hängt die Zielsetzung von den konkreten politischen und ökonomischen Bedingungen ab und muss im Kontext des unmittelbaren politökonomischen Zeitgeistes verortet und erklärt werden, der – wie bereits ausgeführt wurde – sehr unterschiedlich sein kann.<sup>105</sup> Das bedeutet, die Ziele und Methoden einer Zentralbank orientieren sich am dominanten Produktions- und Verteilungsmodell einer historisch spezifischen Periode und verändern sich auch mit ihnen. So können ökonomische Krisen, wie dies die *Große Depression* in den 1930er Jahren mit hoher Arbeitslosigkeit und Rezession in vielen Ländern demonstriert hat, Regierungen dazu veranlassen, ihre geldpolitischen Ziele zu modifizieren oder zu erweitern. Ebenso wird die Wirtschaftskrise in den 1970er Jahren als Auslöser einer monetaristischen Wende in der Geldpolitik interpretiert, nach der eine restriktive Geldpolitik vielerorts an Bedeutung gewann. Daraus folgt, dass es nicht *ein* zeitlos übergreifendes und universales geldpolitisches Ziel der Preisstabilität gibt, wie Mainstreamökonomien dies nahe legen.

### 3.1.1.2 Die Rolle der Instrumentenunabhängigkeit

Über die zweite Dimension der politischen Unabhängigkeit, die *Instrumentenunabhängigkeit* in der Geld- und Währungspolitik, herrscht im Gegensatz zur Zieldebatte ein weitgehender Konsens. Mit der Instrumentenfreiheit wird in der konventionellen Geldpolitik in der Regel die Zinspolitik adressiert. So entscheidet die EZB (vgl. Artikel 108 des EG-Vertrages) über die Höhe der Leitzinsen und versucht, über deren Festlegung die Liquidität im Euroraum durch mehre-

---

<sup>105</sup> Regulationstheoretiker würden sagen, die geldpolitische Zielsetzung und Praxis ist Bestandteil des jeweils herrschenden Akkumulationsregimes.

re Kanäle zu lenken. Die beiden Standardinstrumente bilden die sogenannten *Offenmarktgeschäfte* und die *ständigen Fazilitäten*. Offenmarktoperationen spiegeln die Initiative der EZB wider, Liquidität zu schaffen oder zu absorbieren (Liquiditätssteuerung). Diese wöchentlichen Liquiditätstransaktionen decken den Großteil der Liquiditätszufuhr ab, weshalb sie als Hauptrefinanzierungsgeschäft, und deren Zinssatz als Leitzins, bezeichnet werden. Durch den Leitzins beeinflusst die EZB sämtliche Zinsraten im Bankensektor des Eurosystems, weil diese die zentralen Refinanzierungsbedingungen der Banken sind (vgl. Heine/Herr 2006a: 49).<sup>106</sup> Die Zinsraten wiederum haben in der Regel Einfluss auf die Kreditvergabe und den Wechselkurs. Deshalb ist sowohl die Zinspolitik als auch der Einsatz von währungspolitischen Instrumenten Gegenstand politökonomischer Konflikte. Wie in der neueren Literatur hervorgehoben wird, kommt der Zinspolitik zusätzlich die Bedeutung zu, die Erwartungen über die Wirksamkeit der Geldpolitik zu beeinflussen. Demnach können die Inflationserwartungen niedrig gehalten werden, wenn das institutionelle Design der Zentralbank ihre Interventionsmöglichkeiten klar umrahmt (vgl. Görgens/Ruckriegel 2006: 195).

Ausgenommen von der Wahl der Instrumente ist die direkte finanzielle Unterstützung der Fiskalpolitik durch den Ankauf von Staatsanleihen. Genau dies wird mit dem Konzept der ZBU bezweckt, um die Glaubwürdigkeit der Zentralbank und ihrer Geldpolitik zu gewährleisten. Heine und Herr heben hervor, dass die Unabhängigkeit einer Zentralbank nicht gegeben wäre, wenn die Regierung sie zur Kreditvergabe zwingen könnte (vgl. Heine/Herr 2006a: 50). Das oberste Ziel lautet, eine „Kreditierung der Politik“ zu verhindern, weshalb eine diskretionäre Politik einer autonomen Zentralbank ausgeschlossen wer-

---

<sup>106</sup> Die Offenmarktpolitik ist ein direktes Interventionsinstrument und basiert auf einer zeitlich beschränkten Darlehensvergabe gegen Wertpapiere, für einen von der Zentralbank festgelegten Zinssatz. Die Laufzeit und Frequenz der Interventionen schwankt zwischen wöchentlich, monatlich und maximal einem Jahr (vgl. ECB 2004: 73). Sie ist ein zeitlich quasi festgelegtes Pfandgeschäft, durch das die Banken sich Liquidität beschaffen können. Die ständigen Fazilitäten bestehen aus dem Zinssatz für Spitzenrefinanzierungsfazilität und Einlagefazilität. Diese markieren die äußeren Grenzen des sogenannten Zinskorridors für Tagesgeldsätze. Die ständigen Fazilitäten hingegen sind Tagesgeldgeschäfte, die auf der Initiative der Banken beruhen, sich Geld von der Zentralbank auszuleihen oder an diese zu verleihen. Die Einlagefazilität bildet die Untergrenze, zu der eine Bank ihr Guthaben bei der Zentralbank *parken*, d. h. bis zum folgenden Tagesgeschäft verzinst verleihen kann. Spitzenfinanzierungsfazilität hingegen wird als Obergrenze des Kreditvergabebezinses bezeichnet.

den soll.<sup>107</sup> Die Interventionen des gegenwärtigen Bundesbankpräsidenten Jens Weidemann passen zu diesem Schema. Weidemann kritisiert eine mögliche umfassende Intervention der EZB in den Anleihemarkt als undemokratisch. So wird er in der Ausgabe des Magazins *Spiegel* vom 26.8.2012 mit den Worten zitiert: „In Demokratien sollten über so umfassende Vergemeinschaftungen von Risiken die Parlamente entscheiden und nicht die Zentralbanken.“ (*Spiegel*, Nr. 35: 66 ff.) Die Unabhängigkeit der Zentralbank ist hier also nicht mehr Teil der Lösung, sondern Teil des Problems. Wie ist das zu verstehen?

Wenn die Regierung, zwecks Finanzierung von Staatsausgaben, direkten oder indirekten Zugang zu Zentralbankkrediten haben sollte, dann wird dies in der Literatur meist als Unterordnung der Geldpolitik unter die Fiskalpolitik bezeichnet, in der die finanzielle Unabhängigkeit der Zentralbank nicht gewährleistet sei. Die Kategorien instrumentelle und finanzielle Unabhängigkeit können sich also überschneiden (Eijffinger/De Haan 1996: 2).<sup>108</sup> Folglich ist die Entscheidungsbefugnis von vorneherein eingeschränkt. Richtigerweise müsste also von einer *konditionierten* Instrumentenunabhängigkeit gesprochen werden. Dass die Realität ganz anders aussieht, verdeutlicht der Fall der EZB.

An dieser Stelle lässt sich die Brücke zur Frage nach den ökonomischen Motiven der Zentralbankunabhängigkeit schlagen. Die Antwort liegt in der Zinspolitik und dem Zinsniveau von Staatsanleihen. In der Fachliteratur werden langfristige Zinssätze auf Staatsanleihen als Indikator für einen ökonomisch stabilen Haushalt und eine stabile Wirtschaft aufgefasst. Ist die Geld- und Fiskalpolitik *glaubwürdig*, dann zeigt sich dies in niedrigen Zinsen, die das Finanzministerium für Staatsanleihen und damit für die staatliche Verschuldung auf sich nehmen muss (vgl. Ingham 2004: 149). Ingham zufolge steigt durch diese Strategie der zinspolitische Handlungsspielraum für Zentralbanken:

---

<sup>107</sup> Jedoch zeigen neue empirische Studien, dass zwischen der Unabhängigkeit der Zentralbank und diskretionärer Geldpolitik keine zwangsläufig negative Beziehung besteht. So zeigt Guillaume L’oeillet, dass unabhängige Zentralbanken insbesondere nach 2007 zu unkonventionellen Maßnahmen gegriffen haben und als Reaktion auf die Krise ihre Bilanzen verlängerten. Diese Bilanzverlängerung (*balance sheet policy*), die der Geldvermehrung gleich kommt, führt laut Posen nicht zwingend zu einem Reputationsverlust der ZB, solange dieser Schritt als ökonomisch notwendig betrachtet wird (vgl. L’oeillet 2012). L’oeillet verweist in diesem Kontext auf Bernanke, der in Krisenzeiten eine restriktive Geldpolitik als falsche Strategie ablehnt.

<sup>108</sup> Wie Eijffinger und De Haan erwähnen, kann auch dann von einem indirekten Zugriff der Regierung auf die Geldpolitik gesprochen werden, wenn beispielsweise die Zentralbank mit der Verwaltung der Staatsschulden beauftragt ist (vgl. 1996: 2).

### 3 Die Definition und Messung der Zentralbankunabhängigkeit

“With operational independence and transparency of deliberations established, any cut in short-term interest rates, for example, is less likely to be interpreted as a politically motivated loosening of monetary policy in response to demands from consumers, producers or the government. Consequently, the money markets are less likely to demand and force higher compensatory rates on long-term bonds.” (Ingham 2004: 148 f.)

Einer der Gründe für ZBU besteht also darin, die Finanzierung des Staates über den Mechanismus der öffentlichen Kreditaufnahme, d.h. die Verschuldung bei privaten Kapitaleigentümern zu möglichst günstigen Konditionen zu sichern. Vergleichen wir in diesem Punkt die EZB mit der FED. Der EZB ist es laut Maastrichter Vertrag untersagt, Staatsanleihen der EU-Mitgliedsstaaten zu kaufen. Dagegen unterliegt die FED nicht einer derartigen formellen Beschränkung, sie kann also eine sogenannte *quantitative Lockerung* durchführen und die Geldmenge erhöhen, wenn sie der Auffassung ist, dass die Zinsen bereits sehr niedrig sind und nicht die erwünschten Wirkungen zeigen. Die EZB verfügt also formell betrachtet nicht über eine Instrumentenfreiheit im gleichen Maße wie die FED. Der Gouverneur der FED, Ben Bernanke, verteidigt diese Kompetenz wie folgt:

“Nevertheless, I think there is a good case for granting the central bank independence in making quantitative easing decisions, just as with other monetary policies. Because the effects of quantitative easing on growth and inflation are qualitatively similar to those of more conventional monetary policies, the same concerns about the potentially adverse effects of short-term political influence on these decisions apply. Indeed, the costs of undue government influence on the central bank’s quantitative easing decisions could be especially large, since such influence might be tantamount to giving the government the ability to demand the monetization of its debt, an outcome that should be avoided at all costs.”<sup>109</sup>

Doch hier stellt sich zurecht die Frage, was denn *unangemessener* politischer Einfluss sein soll (vgl. Fuhrer 1997: 20). Warum soll beispielsweise die Entscheidung für eine Ausweitung der Geldmenge glaubwürdiger sein, wenn sie von der Zentralbank und nicht von der Regierung gefällt wird, oder wenn sie gemeinsam mit dieser getroffen wird? Und weiter, was garantiert, dass die Zentralbank hier

---

<sup>109</sup> Aus Bernankes Konferenzansprache vom 25.5.2010 auf der *Institute for Monetary and Economic Studies Conference* in Tokyo mit dem Titel „*Central Bank Independence, Transparency, and Accountability*“ (siehe <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100525a.htm>, aufgerufen am 27.2.2012).

nicht das ausführt, was sich die Regierung wünscht bzw. getan hätte, wenn sie die unmittelbare Kontrolle über die Zentralbank besäße?

Vertreter der reinen (monetaristischen) Lehre zeigten sich überrascht und empört, als die EZB sich im Zuge der europäischen Verschuldungskrise Mitte 2011, über das formelle Verbot hinweg setzte und dazu überging, Staatsanleihen akut verschuldeter EU-Staaten auf dem Sekundärmarkt zu kaufen.<sup>110</sup> Die Kontroverse um die Geldpolitik der EZB wurde Anfang 2015 weiter angeheizt, nachdem der derzeitige Gouverneur Mario Draghi einen massiven Aufkauf von Staatsanleihen ankündigte.<sup>111</sup>

Wie lassen sich diese Entscheidungen vor dem Hintergrund des Verbots der Anleihekäufe erklären? Das Vorgehen der EZB kann auch als Stärkung der Instrumentenunabhängigkeit der EZB und damit als Annäherung an die FED interpretiert werden.<sup>112</sup> Möglicherweise haben die krisenhaften Ereignisse und der Ausnahmezustand im Euroraum den Grad der Instrumentenfreiheit der EZB erhöht. Nach dem Motto das was in den USA geholfen hat die Krise zu überwinden und einmal notwendig wurde, gehört bis auf weiteres auch zu den Instrumenten der Geldpolitik in der EU. Die Wirtschaftskrise und der geldpolitische Ausnahmezustand in der EU hat die Koordinaten der Geldpolitik faktisch neu festgelegt. Wie sich dieser Kurs fortsetzt und welche Auswirkungen damit einhergehen, können derzeit noch nicht abgeschätzt werden. Die meisten europäischen Ökonomen monierten diese Interventionen jedoch scharf als Vertragsbruch und führten sie auf den gestiegenen politischen Druck der Mitgliederstaaten auf die EZB zurück. Diese Kontroverse zog zwei personelle Kon-

---

<sup>110</sup> Die EZB darf laut Statut keine Staatsanleihen auf dem Primärmarkt, d. h. direkt bei der Emission kaufen. Ein Anleihekauf auf den Finanzmärkten, die als Sekundärmarkt definiert werden, ist jedoch nicht untersagt. Die Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärmarkt ist jedoch im Zeitalter von digitalen Finanzmärkten und Hochfrequenzhandel wenig aussagekräftig, weil auf dem Primärmarkt emittierte Anleihen in der Regel sofort auf dem Sekundärmarkt landen. Deshalb schlagen Experten auch ein allgemeines Verbot von Staatsanleihekäufen vor, der auch den Sekundärmarkt umfasst (vgl. <http://www.wirtschaftsdienst.eu/archiv/jahr/2013/4/zur-problematik-einer-politisierten-europaeischen-zentralbank/>, aufgerufen am 18.8.2015).

<sup>111</sup> Vgl. <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.en.html>, aufgerufen am 18.8.2015.

<sup>112</sup> Wer sich die wirtschaftsjournalistischen Kommentare und Reaktionen zu den Euro-Stabilisierungsaktionen der EZB Mitte 2011 ansieht (Stand August 2011), wird schnell darauf aufmerksam, dass der Mainstream genau umgekehrt zu den vorgetragenen Sichtweisen argumentiert und beklagt, dass ein Kauf von Staatsanleihen die Unabhängigkeit der Zentralbank zerstöre.

sequenzen nach sich, die Rücktritte des ehemaligen Bundesbankvorsitzenden Axel Weber und des deutschen Chefvolkswirts der EZB, Jürgen Stark.<sup>113</sup> So wurde Stark in der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung (FAS) mit den Worten zitiert: „Der politische Druck auf die EZB ist enorm.“ (FAS vom 27.11.2011) In demselben Interview warnt er davor, dass die Unabhängigkeit der EZB gefährdet sei und mittelfristig Inflation drohe. Interessanterweise wird hier zwischen *politischem Einfluss* und *politischem Druck* unterschieden. Diese Unterscheidung soll darauf verweisen, dass die EZB trotz des gegenwärtigen politischen Drucks *noch unabhängig* sei.

#### 3.1.1.3 Der Aspekt der Rechenschaftspflicht und Transparenz

Ein weiterer Aspekt, der im Kontext der politischen Unabhängigkeit der Zentralbank thematisiert wird, ist derjenige der *Rechenschaftspflicht* und *Transparenz*. Diese beiden sich ergänzenden Konzepte werden mit zwei funktionellen Argumenten, dem der Legitimität und dem der Effektivität, begründet. Als Transparenzmaßnahmen gelten formelle Prozeduren und Merkmale, die von der Fachökonomik als preisstabilitätsfördernd erachtet werden. Zum Beispiel sollen eine lange Amtszeit des Gouverneurs, regelmäßige Zentralbankratsitzungen, sowie die Publikation von Berichten und Beschlüssen als auch die Organisation von Fachtagungen und Konferenzen etc. signalisiert, dass eine vertrauenswürdige Preisstabilitätspolitik am Werke ist, die günstige Bedingungen für Kapitalanlagen sicherstellt.

Mit dem Konzept der Transparenz wird die Bedeutung und die Rolle einer für Alle nachvollziehbaren Organisationsstruktur angesprochen. Die Möglichkeiten, organisatorische Funktionsweisen, geldpolitische Entscheidungen und damit die offiziell verfolgte Geldpolitik nachzuvollziehen, werden als sogenannte Transparenzmaßnahmen bezeichnet. Zu den politischen Zielen der Transparenz zählen sicherlich die offenkundige Absicht, die gesellschaftliche Legitimität der Zentralbankunabhängigkeit politisch zu stärken. In der Literatur herrscht ein breiter Konsens, dass die politische Unabhängigkeit der Zentralbank demokratisch legitimiert sein muss. Diese Legitimität wird dann als gegeben angesehen, wenn die Zentralbank eine Rechenschaftspflicht gegenüber

---

<sup>113</sup> Als ein weiteres Beispiel des politischen Einflusses auf die Zentralbank kann auch der Rücktritt des ehemaligen Bundesbankvorstands Thilo Sarrazin genannt werden.

der Regierung und Öffentlichkeit hat, und dieser Pflicht auch regelmäßig und in transparenter Art und Weise nachkommt (vgl. De Grauwe 2012: 159). Damit soll der Öffentlichkeit nahe gelegt werden, dass die Unabhängigkeit der Zentralbank nicht uneingeschränkt ist, sondern unter der Kontrolle und Aufsicht der politisch Verantwortlichen steht (vgl. Bernanke 2010).<sup>114</sup> Eine Kontrolle, die jederzeit und durch jeden nachvollzogen werden kann. Die Rechenschaftspflicht wird hierbei als ein Mittel der Konditionierung der Zentralbankunabhängigkeit interpretiert. Maßnahmen der Transparenz fungieren als Mittel der indirekten Rechenschaftspflicht der Zentralbank. Der Verzicht der Politik auf eine direkte Kontrolle und Einflussnahme auf die Geldpolitik wird mit der Rechenschaftspflicht legitimiert. Auch Eijffinger und Haan sehen die Rechenschaftspflicht optimistisch als Mittel der demokratischen Kontrolle:

“[I]n every democratic society, monetary policy has ultimately to be under the control of democratically elected politicians; one way or another, the central bank must be accountable. (...) In other words, the ‘rules of the game’ (that is, the objectives of monetary policy) are settled by the legislatures in accordance with normal democratic procedures. The ‘game’ (monetary policy), however is delegated to the central banks.” (Eijffinger/De Haan 1996: 15)

Die Ziele, oder die *Regeln des Spiels*, wie Eijffinger und De Haan formulieren, werden von der Politik vorgegeben, die Durchführung des *Spiels* hingegen den Experten der Zentralbank überlassen. Dabei müsse man sich keine Sorgen machen, dass die Zentralbank sich verselbstständige und einen Kurs gegen das öffentliche Interesse fahre, weil das Parlament die Gesetze immer ändern könne und damit die Zentralbank letztendlich immer unter der Kontrolle der Legislative verbleibe (vgl. ebd.).<sup>115</sup> Grundsätzlich stimmt diese Aussage zwar, sie klärt aber nicht, wer das öffentliche Interesse bestimmt und ob es sich hierbei lediglich um ein Entscheidungsproblem handelt. Aus Issings bereits angesprochenen Ausführungen wird deutlich, dass die Zentralbank nicht einfach ein passives, ausführendes Organ ist, sondern ein in die politische Debatte und Entscheidungsfindung intervenierender Akteur (vgl. Issing 2006: 74), der einen bestimmten Standpunkt vertritt.

---

<sup>114</sup> Bernanke unterstreicht auf der Konferenzansprache vom 25. Mai 2010, dass er kein Anhänger einer bedingungslosen Unabhängigkeit der Zentralbank ist. Geldpolitische Ziele und der Rahmen sollten von der Regierung und nicht von der Zentralbank vorgegeben werden.

<sup>115</sup> So kann die Bundesbank per Gesetz aufgelöst werden (§ 44 Bundesbankgesetz).

Die Transparenz soll – über den allgemein-gesellschaftlichen Legitimitätsaspekt hinaus – vor allem die Effektivität der Geldpolitik sichern. Diese wird gewährleistet, wenn die Transparenz die Glaubwürdigkeit der Zentralbank gegenüber den Geld- und Kapitalmärkten stärkt. Die Effektivität und die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik bedingen sich hier, weil der Verlust der Glaubwürdigkeit negative Auswirkungen auf die Geldpolitik hat. Eine Geldpolitik ist glaubwürdig und effektiv, wenn sie Kapital anziehen und negative Einflüsse auf die Leitzinsen reduzieren kann. Hierzu erklärt Bernanke:

“Transparency regarding monetary policy in particular not only helps make central banks more accountable, it also increases the effectiveness of policy. Clarity about the aims of future policy and about how the central bank likely would react under various economic circumstances reduces uncertainty and – by helping households and firms anticipate central bank actions – amplifies the effect of monetary policy on longer-term interest rates. The greater clarity and reduced uncertainty, in turn, increase the ability of policymakers to influence economic growth and inflation.”(Bernanke 2010)

Die EZB argumentiert vergleichbar. Wenn die Öffentlichkeit die Motive und Vorgehensweise der Zentralbank nachvollziehen könne, erhöhe dies die Effektivität der Geldpolitik und gewährleiste die Glaubwürdigkeit der Zentralbank gegenüber der Öffentlichkeit. Aus diesem Grund räumt die EZB nach eigenen Angaben ihrer Informationspolitik eine hohe Priorität ein.<sup>116</sup> Mit dieser *Aufklärungsbereitschaft* der EZB wird ein konkretes Ziel verfolgt. Das unmittelbar ökonomische Ziel besteht darin, die Zinsen für Staatsanleihen niedrig zu halten (vgl. Ingham 2004: 148f.) und damit die Finanzierung des Staatshaushalts über die privaten Kapitalmärkte zu gewährleisten. In Zeiten liberalisierter Kapitalmärkte sind es vor allem die privaten transnationalen Kapital- und Finanzmärkte, insbesondere die institutionellen Anleger, die über große Geld- und Kapitalsummen verfügen und über deren Bewegungen entscheiden (vgl. ebd. 147). Die Gewährleistung von Transparenz wird als eine Strategie gesehen, die privaten Märkte zu überzeugen. <sup>117</sup>

---

<sup>116</sup> Siehe <http://www.ecb.int/ecb/orga/transparency/html/index.de.html>, aufgerufen am 22.9.2011.

<sup>117</sup> In gewisser Weise wurde die Wirksamkeit der Transparenz und der Kommunikationsstrategie der EZB durch die Finanz- und Staatsverschuldungskrise 2010/11 in der EU vor eine neue Herausforderung gestellt. Vor dem Hintergrund der massiven Haushaltsprobleme der Mitgliedstaaten hat die Glaubwürdigkeit der EZB gelitten, weswegen die Leitzinsen in vielen EU-Staaten massiv angestiegen sind. Erst die einschlägigen Garantien der EZB im Juli 2012, Staatspapiere unbegrenzt aufzukaufen, hat die Märkte beruhigen können. Die offensi-

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der Umstand, dass die Zentralbank politische Weisungen nicht beachten darf und unabhängig ist, nicht bedeutet, dass sie auch die Ziele der Geldpolitik eigenständig festlegen kann, sondern lediglich, wie im Fall der EZB, Preisstabilität zum alleinigen Ziel haben muss. Weiterhin hat sie eine Entscheidungsbefugnis über die einzusetzenden geldpolitischen Instrumente, die, wie deutlich wurde, zwar formell genommen begrenzt sind, faktisch jedoch nach Notwendigkeit ausdehnbar sind. Die formelle Beschränkung soll die Zentralbank gegen politische Auseinandersetzungen über den geldpolitischen Kurs und deren Folgen immunisieren. Im Gegenzug dazu muss eine unabhängige Zentralbank transparent sein und Rechenschaft über ihren Kurs ablegen, um für eine breite Legitimität und gleichzeitig auch für die Effektivität der von ihr gewählten Maßnahmen zu sorgen.<sup>118</sup>

Praktisch gesehen drückt sich die Entpolitisierung also darin aus, dass die Regierung die Fiskalpolitik nicht durch Anleiheverkäufe an die Zentralbank finanziell unterstützen kann. Durch das Verbot der Kreditvergabe an die öffentliche Hand wird diese gezwungen, sich an die Kapital- und Finanzmärkte zu richten, wenn die Staatseinnahmen nicht ausreichen, die Ausgaben zu finanzieren. In diesem Fall müssen die emittierten Staatsanleihen auf den privaten Kapitalmärkten Abnehmer finden. Zudem darf die Regierung keinen Einfluss auf die Bestimmung der Zinshöhe nehmen, diese soll lediglich durch die Zentralbank und die Märkte festgelegt werden. Die politische Unabhängigkeit drückt sich daher in der gesteigerten Marktorientierung der Geldpolitik aus.

### 3.1.2 Die Rolle der personellen Unabhängigkeit

In einer Broschüre unterstreicht die EZB ihren politisch unabhängigen Status wie folgt: „Weder die EZB noch eine nationale Zentralbank noch ein Mitglied ihrer Beschlussorgane darf Weisungen von Organen oder Einrichtungen der Europäischen Gemeinschaft, Regierungen der EU-Mitgliedstaaten oder ande-

---

ve Transparenz- und Kommunikationsmaßnahme manifestierte sich in der Presseerklärung von Marion Draghi am 26.7.2012, auf der er ankündigte alle notwendigen Schritte zu unternehmen, um den EUR zu schützen.

<sup>118</sup> Zur Rolle und Bedeutung von Sprache und Kommunikation in einer modernen, monetarisierten Ökonomie siehe Marazzi (2008).

ren Stellen einholen oder entgegennehmen.“<sup>119</sup> Die Wahl des Zentralbankpersonals, das dieses Reglement beachten und umsetzen soll – die Personalpolitik – ist ein weiterer Gesichtspunkt, mit dem die Unabhängigkeit der Zentralbank demonstriert werden soll. Dies beruht auf der „Einsicht“, dass die formelle Unabhängigkeit in den Bereichen, die ich oben dargelegt habe, wirkungslos wäre, wenn das Führungspersonal der Zentralbank politisch abhängig von der Regierungsinstanz wäre (vgl. Heine/Herr 2006a: 50). In der Literatur wird dieser Aspekt mit dem Konzept der personellen Unabhängigkeit beschrieben. Hiermit werden zum einen die formalen Prozeduren und Verfahren thematisiert, mit denen die Frage der Personalführung der Zentralbank geregelt wird. Diese umfassen Regelungen zur Ernennung, Amtsdauer und Amtsenthebung des Zentralbankpersonals (vgl. Cukierman et al. 1992).

Im Mittelpunkt steht die Frage, welchen Einfluss die Politik bei der Ernennung des leitenden Zentralbankpersonals und der Beiräte der Hauptverwaltung nehmen kann. Dies wird damit begründet, dass die Ernennung von Führungspersonal in öffentlichen Institutionen durch politische Entscheidungsträger erfolgt und daher (logischerweise) nicht gänzlich aus dem Einflussbereich der Politik ausgeschlossen werden kann (vgl. Eijffinger/De Haan 1996: 2).<sup>120</sup> Es macht nicht viel Sinn, den Gesichtspunkt der Personalunabhängigkeit auf die Praxis der Personalernennung hin zu diskutieren, wenn diese Wahl ja gerade von den politischen Entscheidungsträgern bestimmt wird. Issing gibt sich hierbei dennoch optimistisch und konstatiert, dass der politische Einfluss der Regierung vom Parlament eingeschränkt werden könnte, wenn diese z. B. die Kandidaten zu einer Anhörung bestellt, um deren professionelle Qualifikationen zu überprüfen. Diese Prozedur könne dazu beitragen zu verhindern, dass die Regierung einen ihr allzu gut gesonnenen Kandidaten wählt (vgl. Issing 2006: 71). Dies ist

<sup>119</sup> Siehe <http://www.ecb.int/ecb/orga/independence/html/index.de.html>, aufgerufen 30.12.2010.

<sup>120</sup> In der BRD teilen sich die Bundesregierung und der Bundesrat die Kompetenz, die Vorstandsmitglieder dem Bundespräsidenten, der die endgültigen Entscheidungen trifft, vorzuschlagen. Dabei steht der Regierung das Recht zu, die Kandidaten für die wichtigsten Stellen, d. h. Gouverneur, Vizepräsident und ein Vorstandsmitglied, vorzuschlagen. Die Kandidaten, die der Bundesrat aufstellt, müssen ebenso von der Regierung bewilligt werden (vgl. Artikel 7 (3) Bundesbankgesetz). In der Wahl der Beiratsmitglieder der Hauptverwaltung hingegen haben die Landesregierungen das Recht, Kandidaten vorzuschlagen, diese werden dann vom Bundesbankgouverneur ernannt (siehe Artikel 9 (2) und (3) Bundesbankgesetz). Im deutschen Beispiel macht es daher nicht viel Sinn, die personelle Unabhängigkeit auf die Ernennungsprozedur hin zu diskutieren. Es besteht hier keine Unabhängigkeit von der Politik. Die Regierung bestimmt die Wahl des Zentralbankpersonals.

aber kein sehr starkes Argument – denn wonach entscheidet sich, ob ein Kandidat „professionelle Qualifikationen“ besitzt? Issing möchte sagen, dass lediglich ein Kandidat, der Preisstabilität favorisiert, auch qualifiziert für das Amt sei. Vorausgesetzt es gäbe tatsächlich ein derartiges parlamentarisches Prüfungsverfahren, dann wäre dessen Existenz dennoch keine kategorische Hürde für die Regierung. Selbst wenn das Parlament ein Vetorecht hätte, könnte die Regierung ihren Kandidaten durchsetzen, wenn sie über ein ausreichend starkes Mandat verfügt. Aber dieses Argument hat eine entscheidende Schwäche. Es stellt sich die Frage, warum eine bestimmte Qualifikation zu einer geringeren politischen Verantwortung des Amtes gegenüber der Regierung beitragen soll (vgl. Forder 2001: 207). Schlussendlich ist und bleibt die Wahl des Gouverneurs eine politische Entscheidung.

Der zweite Aspekt, der in der Literatur betrachtet wird, betrifft die Länge der Amtsdauer von Zentralbankgouverneuren und Direktoriumsmitgliedern. Diesbezüglich wird die Einführung einer mittelfristigen Amtsdauer für diese als wichtige Maßnahme zur Gewährleistung der personellen Unabhängigkeit aufgefasst (vgl. Heine/Herr 2006a: 50). Hierzu schlägt Issing vor, dass die Amtszeit der Zentralbankleitung die der gewählten Politiker übersteigen sollte (vgl. 2006: 71). Eine derartige Beschäftigungsgarantie würde die autonome Entscheidungskapazität der Bankführung stärken. Im Fall eines Regierungswechsels würde die Amtsgarantie dem Gouverneur erlauben, den geldpolitischen Kurs ungeachtet des wirtschaftspolitischen Kurses der neuen Regierung fortzusetzen. Aus diesem Grund werden in den empirischen Studien die Rotationszeiten der Gouverneure als Zeichen der personellen Unabhängigkeit gewertet. Für die EZB und die Bundesbank beträgt die Amtszeit ihrer Präsidenten und Direktoriumsmitglieder acht Jahre, was als ausreichend lange Amtszeit interpretiert wird. Jedoch auch eine lange Amtsdauer muss an sich keine Garantie für die Unabhängigkeit des Amtsträgers sein. Wenn bspw. der ernannte Zentralbankgouverneur der Regierung nahe steht, dann würde eine längere Amtsdauer den Einfluss der Regierung eher verfestigen (vgl. Cukierman et al. 1992; Eijffinger/De Haan 1996: 27).<sup>121</sup>

---

<sup>121</sup> Dies wird an der Kontroverse über Ungarns Initiative Anfang 2012 deutlich, aggressiver in die Geldpolitik einzugreifen. Hierzu schreibt die NZZ: „Am meisten auf Kritik stößt die geplante Erweiterung des ungarischen Notenbankrats und die Absicht, die Notenbank unter das Dach einer neuen Behörde zu stellen. Durch das neue Gesetz wird dem amtierenden Notenbankchef ein machtvoller Stellvertreter aus Orbans Lager zur Seite gestellt. Zudem

Die Klärung der Amtsprozedur klärt damit noch nicht die Frage, welche politischen Inhalte ein gewählter Kandidat verfolgt. Angenommen, eine garantierte Amtsdauer sichere dem Gouverneur tatsächlich die Unabhängigkeit, dann stellen sich weitere Fragen bezüglich des konkreten geldpolitischen Kurses. Die Relevanz dieses Aspekts zeigt sich gerade auch in der Debatte über die Auswahl- und Ernennungspraxis der Gouverneure. Die Wahl der Zentralbankgouverneure spiegelt die hegemoniale geldpolitische Präferenz bzw. eine Verschiebung dieser Richtung wider. Bereits die Auswahl des Rekrutierungsumfelds spielt hierbei eine Rolle. Ökonomen interpretieren die Wahl eines Gouverneurs aus dem „Umfeld der Politik“ als eine für eine Politisierung anfällige Option. Im Gegensatz hierzu stünde die Wahl eines renommierten Kandidaten, der aus der privaten Banken- und Finanzsphäre stammt.<sup>122</sup>

Wie im zweiten Kapitel bereits erörtert, war Rogoff einer der ersten Ökonomen, der diesen Aspekt behandelt und gezeigt hat, dass viele staatliche Regierungen, die eine unabhängige Zentralbank einführen, ihre Gouverneure aus konservativen Kreisen des Finanzsektors oder der Finanzbehörden wählen (vgl. 1985: 1187). Einer konservativen Zentralbankführung wird eine strikte Preisstabilitätspolitik eher als einer nicht-konservativen nachgesagt.<sup>123</sup> Die Wahl des Zentralbankgouverneurs wird auch im Kontext der bereits angesprochenen Debatte zur *Stabilitätskultur* diskutiert. Hier ist jedoch nicht die Qualifikation des Gouverneurs im engeren Sinne von Bedeutung, sondern sein *nationalökonomischer* Hintergrund. Mit diesem wird eine bestimmte geldpolitische Haltung assoziiert, die einer bestimmten nationalen Stabilitätskultur zugeordnet, bzw. von dieser abgeleitet wird. Was damit bezweckt wird, will ich kurz an einem Beispiel illustrieren.

---

kann die Regierung einen Notenbankrat mit einer Amtszeit von neun Jahren quasi „einbetonieren.“ (NZZ vom 3.1.2012)

<sup>122</sup> Am Beispiel der Bundesbank zeigt sich diese Auffassung wie folgt: In § 9 Bundesbankgesetz steht geschrieben, dass die Hälfte des Bundesbankbeirats aus der Finanz- und Kreditindustrie rekrutiert werden muss. Die andere Hälfte soll aus Vertretern anderer Wirtschaftszweige gebildet werden.

<sup>123</sup> Die Vorstellung hinter dieser orthodoxen Praxis beruht auf drei Annahmen. Erstens wird suggeriert, dass der private Banken- und Finanzsektor eine interessenunabhängige und unpolitische Akteursgruppe sei; zweitens, dass Preisstabilität der Expertise und dem natürlichen Monopol dieser Experten unterstehe, und schließlich, dass Preisstabilität eine neutrale Angelegenheit sei. Warum eine „politökonomische Sozialisierung“, der in dieser Vorstellung ja durchaus eine Relevanz eingeräumt wird, im Fall der Wahl eines konservativen Kandidaten aus der Finanzbranche als unpolitisch und damit als neutral gewertet wird, bzw. als solche zu sehen sei, ist schwer nachvollziehbar.

In der aktuellen Kontroverse um die Geldpolitik der EZB wird argumentiert, dass mit dem Ende der Amtszeit des Gouverneurs Duisenberg (1998–2003) und dem Beginn der Ära des neuen Gouverneurs Trichet (2003–2011) ein Wechsel in der Stabilitätskultur der EZB stattgefunden hätte (vgl. Wrobel 2010: 10). Es wird konstatiert, dass die Amtsinhaber jeweils ein bestimmtes, geldpolitisches Paradigma in das Amt mit einbringen, wobei diese Mitgift von ihrem jeweiligen nationalen Hintergrund und den daraus abgeleiteten dominanten, ökonomischen Interessen bestimmt sei. Als Beleg hierfür werden das Abrücken der EZB 2003 von quantitativen Geldmengenzielen und eine zu laxen Zinspolitik gesehen. Während Wrobel dem Niederländer Duisenberg eine geldmengenorientierte Strategie bescheinigt, unterstellt er dem Franzosen Trichet, von diesem Kurs abgerückt zu sein. Für diese These werden jedoch keine genauen Hinweise oder Belege angeführt. Stattdessen wird zunächst die Unabhängigkeit der EZB bestätigt, diese aber anschließend sofort als nicht hinreichend für eine Sicherstellung der Preisstabilität betrachtet. Wrobel versucht, den Widerspruch zu lösen, indem er die von ihm selber attestierte formelle Unabhängigkeit der EZB relativiert und zwischen formeller und faktischer Unabhängigkeit unterscheidet. Demnach sei die EZB zwar formell, aber faktisch nicht vollkommen unabhängig (vgl. Wrobel 2010: 9). Es komme also nicht nur auf die Form, sondern auch auf den vertretenen Standpunkt in der Zentralbankleitung an – konkret auf die Person. Demnach sei die formelle Unabhängigkeit als notwendige, aber nicht als hinreichende Bedingung für eine Preisstabilitätspolitik zu verstehen (vgl. ebd. 10). Letztere entscheide sich an der „stabilitätskulturellen“ Sozialisierung des Gouverneurs, wie das obige Beispiel gezeigt hat.

Wenn wir diese Behauptung wörtlich nehmen, dann stellt eine lange Amtsdauer im Sinne der zitierten Autoren keine Garantie für die Unabhängigkeit der Zentralbank dar. Eine Verletzung der Preisstabilität wird hier mit einer Verletzung der Unabhängigkeit gleich gesetzt. Damit legt Wrobel mit Hinweis auf die besondere historische Stabilitätskultur in Deutschland nahe, dass etwa ein deutscher Gouverneur eine andere Geldpolitik verfolgt hätte. Es mag durchaus Hinweise für diese These geben. So wird beispielsweise der bereits erwähnte Rücktritt des deutschen EZB-Chefvolkswirts Stark Anfang September 2011 als ein Beleg für das Ende einer deutschen Stabilitätskultur interpretiert.<sup>124</sup> Hinter-

---

<sup>124</sup> Hierzu berichtet die Tagesschau über die Reaktion der Deutschen Bundeskanzlerin Merkel zum Rücktritt Starks: „Bundeskanzlerin Angela Merkel bedankte sich bei Stark für dessen

grund des Rücktritts von Stark ist die Kontroverse über das Vorgehen der EZB in der europäischen Schuldenkrise, insbesondere über die EZB-Entscheidung, Staatsanleihen zu kaufen. Doch dies beweist noch nicht, um bei Wrobels Beispiel zu bleiben, dass ein deutscher EZB-Gouverneur nach 2003 einen anderen geldpolitischen Kurs als Trichet eingeschlagen hätte, geschweige denn, dass ein deutscher Gouverneur beim Kauf der Staatsanleihen 2011 nicht kooperiert hätte.<sup>125</sup> Gerade hierüber kann keine eindeutige Aussage getroffen werden, weil die Zentralbankführung nicht vom politischen Kontext isoliert und getrennt betrachtet werden kann. Aus der formellen Personalunabhängigkeit zu schlussfolgern, dass die Exekutive der Zentralbank auch unabhängig von der Politik und neutral sei, wäre voreilig und kurzichtig. Eine weitere Schwäche dieses Arguments liegt darin, dass sich im Euroraum auch nach 2003 die Inflation nicht wirklich als Problem dargestellt hat.

Der letzte Aspekt, der unter dem Stichpunkt personelle Unabhängigkeit diskutiert wird, betrifft die Frage, ob Regierungsrepräsentanten an den Sitzungen des Zentralbankrats teilnehmen, und wenn ja, in welcher Funktion und mit welchen Befugnissen. Hier wird konstatiert, dass alleine schon die Existenz eines Regierungsvertreters die Unabhängigkeit einschränke, selbst wenn dieser kein Stimmrecht hat. Dies zeigt sich an der bereits angedeuteten Kontroverse zwischen der ungarischen Regierung und der Troika Anfang 2012.<sup>126</sup>

---

Einsatz für einen stabilen Euro. Er habe sich jahrelang ‚konsequent und erfolgreich‘ für eine stabile europäische Gemeinschaftswährung eingesetzt, so Merkel. Stark stehe für eine Stabilitätskultur, der sich die Bundesregierung dauerhaft verpflichtet fühle.“ (Tagesschau vom 9.9.2011)

<sup>125</sup> Das Argument von Wrobel ist jedoch noch in einer weiteren geldtheoretischen Hinsicht nicht stichhaltig. So zeigt ein Blick in die Entwicklung der Geldmenge in der BRD, dass auch hier zwischen Geldmenge und Inflation kein eindeutiger Zusammenhang herrscht. Eine zwingende Korrelation zwischen der Geldmenge und denjenigen Güterpreisen, mit denen die Kaufkraft und Inflation gemessen wird, ist jedoch fraglich. Ein weiterer Aspekt, der nicht überzeugt, ist die Relevanz die der Regelbindung zugerechnet wird. Wrobel argumentiert, dass Regelbindung – in seinen eigenen Worten die „Wiederentdeckung des Geldmengenwachstums als primären monetären Indikators“ – wünschenswert sei, weil sie die Vertrauensbildung und Vorhersagbarkeit der Zentralbankinterventionen erhöhe. Gleichzeitig räumt er aber ein, dass eine daraus entstehende Inflexibilität Nachteile aufgrund einer zu starren mechanistischen Vorgehensweise und der geringen Reaktionskapazität gegenüber externen Schocks habe (vgl. Wrobel 2010: 12). Diesen Einwand ignoriert er aber an anderer Stelle und empfiehlt eine Ausbesserung der Regelbindung.

<sup>126</sup> Die ungarische Regierung wollte per Gesetzesänderung einen Vertreter in den Zentralbankrat entsenden (vgl. FAZ vom 11.1.2012; Süddeutsche vom 18.1.2012). Nachdem die EU-Kommission ein Verfahren wegen Vertragsverletzung einleitete, wick sie von diesen Plänen ab.

Die formelle Gestaltung und Koordinierung der Geldpolitik zeigt sich an den Arrangements zwischen Zentralbank und Regierung. Sie lässt sich weiterhin neben dem Zentralbankmandat beispielsweise an der Prozedur der konkreten Festlegung von Inflationszielwerten ablesen, die etwa bestimmen, ob die Regierung Vertreter im Bankrat hat, ob diese ein Stimmrecht besitzen oder nicht, und nach welcher Prozedur die Gouverneurswahl vonstattengeht. Im Kontext der Debatte um die Effektivität der Unabhängigkeit werden die „sekundären“ Aspekte der Rechenschaftspflicht und der Transparenz hervorgehoben. Auch diese werden in der Literatur als Kriterien der Unabhängigkeit betrachtet (vgl. Eijffinger/De Haan 1996: 15 ff.).

Wir können feststellen, dass die EZB, die hier als Beispiel herangezogen wurde, von einem rein formalen Gesichtspunkt aus lediglich einer *konditionierten* und daher *relativen* Autonomie untersteht. Sowohl das Ziel der Geldpolitik als auch seine Instrumente sind ihr vorgegeben. Doch das ist zunächst einmal noch kein hinreichendes Argument für die Entpolitisierung der Geldpolitik. Selbst wenn es keinen direkten formellen Einflusskanal für die Regierung geben sollte und die ZBU umgesetzt wäre, würde dies nicht ausschließen, dass andere Mechanismen und Abhängigkeiten existieren, die die Zentralbank in bestimmten Situationen zu nicht vorgesehenen Reaktionen veranlasst, so wie es das Beispiel der EZB gezeigt hat. Die entscheidende Frage, die sich hier stellt, lautet, inwiefern von einer vollständig formellen *de jure* Unabhängigkeit auf eine tatsächliche, also *de facto* Unabhängigkeit geschlossen werden kann (vgl. Cukierman 2007). Auf diesen Aspekt möchte ich im folgenden Abschnitt näher eingehen.

## 3.2 Empirische Evaluierung

Die empirische Fachliteratur zur Zentralbankunabhängigkeit lässt sich entlang der gewählten Fragestellung in zwei Kategorien unterscheiden. Zur ersten Kategorie gehören Studien, die den formellen Unabhängigkeitsgrad einer Zentralbank in quantitative Größen fassen. Zur zweiten Kategorie gehören Studien, die sich mit der Bewertung der geldpolitischen Entscheidungen und Maßnahmen hinsichtlich der tatsächlichen Motive der Geldpolitik befassen. Dieser Abschnitt gibt einen Überblick über die zentralen Aussagen und Ergebnisse der wichtigsten empirischen Studien. Zunächst betrachten wir die empirische Messung der

institutionellen Zentralbankunabhängigkeit, anschließend wenden wir uns dem Taylormodell zu, das in der Fachliteratur als Referenzmodell gilt, mit dem die Geld- bzw. Zinspolitik einer Zentralbank evaluiert wird.

### 3.2.1 Die Messung der institutionellen Unabhängigkeit und die Probleme des formellen Ansatzes

Wie lässt sich das Merkmal *Unabhängigkeit* messen und zu welchem Zweck? Die methodische Vorgehensweise, die sich in der Literatur etabliert hat, besteht darin, einen Index zu bilden, der den Unabhängigkeitsgrad einer Zentralbank auf einer numerischen Skala abbildet und in ein *Ranking* stellt. Die Indexierung dient der komparativen Evaluierung der Zentralbankpolitik, d. h. es werden internationale Vergleiche über den Zusammenhang von der Zentralbankunabhängigkeit und den geldpolitischen Resultaten aufgestellt. Es hat sich hierbei die Auffassung durchgesetzt, dass Unabhängigkeit sowohl als Vorbedingung als auch als Messlatte einer erfolgreichen Geldpolitik gilt. In diesem Zusammenhang widmet sich die Literatur der Frage nach dem optimalen *Grad an Unabhängigkeit*, die eine Zentralbank haben soll (vgl. Debelle/Fischer 1995).

Wenn von einer unabhängigen Zentralbank gesprochen wird, ist damit in der Regel der rechtliche Status der Geldbehörde adressiert. Dementsprechend hat sich in der Zentralbankliteratur die Methodik etabliert, das Statut der Zentralbank auf Grundlage der in der Fachliteratur etablierten Kriterien und Maßstäbe zu untersuchen. Das Statut dient somit als primäre Interpretationsgrundlage zur Urteilsbildung über die Unabhängigkeit der Zentralbank. Forder bezeichnet diese methodische Untersuchungspraxis als *Statutory Characterisation of Central Banks* (vgl. 2001). Der Index, der den Grad der Unabhängigkeit messen soll, setzt sich qualitativ aus ausgewählten institutionellen Merkmalen der untersuchten Zentralbank zusammen. Hierunter fallen Aspekte wie die geldpolitischen Ziele und Befugnisse der Zentralbank, die Ernennungsprozedur und Amtsdauer des Gouverneurs und des Zentralbankvorstands. Diese Informationen werden aus den Statuten abgeleitet und in numerische Werte kodiert. Die somit gewonnenen Werte werden anschließend aggregiert und ihre Summe bildet den rechtlichen Unabhängigkeitsindex.

Die nicht unübliche Tatsache, dass sich das rechtliche Statut und das Mandat nicht notwendigerweise mit der realen Praxis und damit dem tatsächlichen Status der Zentralbank decken muss – weil beispielsweise informelle Arrangements oder weitere Mechanismen bestehen, die nicht unmittelbar formell erfasst werden können – hat die Forscher frühzeitig dazu veranlasst, weitere Differenzierungen vorzunehmen. Möglichen Diskrepanzen zwischen der *de jure*- und der *de facto*-Ebene wurde in der Literatur mit der Unterscheidung zwischen der rechtlich-formellen Unabhängigkeit und einem faktischen Unabhängigkeitsgrad Rechnung getragen (vgl. Cukierman et al. 1992; Cukierman 2008: 724 ff.).<sup>127</sup>

Ende der 1980er und Anfang der 1990er Jahre wurde eine Vielzahl von Erhebungen durchgeführt. Mit ihnen wurde beabsichtigt, die ZBU per Indexierung quantitativ-empirisch zu ermitteln.<sup>128</sup> Diese Studien unterscheiden sich durch die Wahl der Merkmale, die in den Index einfließen, deren Gewichtung sowie der Skalierung der Unabhängigkeit voneinander. Ihnen folgte eine Vielzahl neuerer Studien, die in der Regel auf die erste Generation von Indizes aufbauten und daher als eine Fortentwicklung früherer Ansätze gesehen werden können. Einige von ihnen haben die betrachteten Merkmale erweitert und differenziert. Andere wiederum haben Aktualisierungen anhand von neuen Fallstudien vorgenommen (vgl. ebd. 723). Die Vielzahl von Forschungsarbeiten führte zu einer Fülle an Literatur zu diesem Thema.

Als Pioniere der Indexierungsmethode gelten die Arbeiten von Bade und Parkin (vgl. Alesina/Summers 1993: 153; Forder 2001: 203). Wie Eijffinger und De Haan betonen, wurde dieser Ansatz von Alesina weiterentwickelt, der den Schwerpunkt auf die Frage legte, ob die Zentralbank die Entscheidungshoheit über die Geldpolitik hat und Regierungsvertreter im Zentralbankvorstand sitzen (vgl. 1996: 22 f.). Grili, Masciandro und Tabellini unterschieden hingegen zwischen einem Index der politischen Unabhängigkeit und einem der ökonomischen Un-

<sup>127</sup> Eine Schwäche dieser Methodik besteht laut Cukierman darin, dass aufgrund von sehr unterschiedlichen länderspezifischen institutionellen Bedingungen Änderungen, die die faktische ZBU betreffen nicht von den *de jure* Indizes erfasst werden (vgl. 2007: 4). Zusätzlich führt Cukierman in einem Artikel von 2008 aus, dass die faktische ZBU auch von weiteren, formellen und informellen Arrangements, wie dem Wechselkursregime, der Möglichkeit einer Zentralbank, effektiv durch Offenmarkt-Interventionen einzugreifen sowie der Fiskalpolitik abhängt (vgl. 2008: 725).

<sup>128</sup> Eijffinger und De Haan (1996: 22 f.) sowie Cukierman (2008: 724) geben einen ausführlichen Überblick über die frühen Methoden, die in den 1990er Jahren populär wurden. Weitere neuere Beispiele geben z. B. Berlemann und Hielscher (2010).

abhängigkeit (vgl. 1991). Das Indexierungsverfahren wurde jedoch insbesondere durch eine 1992 von Cukierman, Webb und Neyapti veröffentlichte Studie populär (vgl. 1992).<sup>129</sup> Der sogenannte Cukierman-Index setzt sich aus 16 rechtlichen Merkmalen der ZBU zusammen und umfasst größtenteils die Komponenten der vorherigen Indizes (vgl. Cukierman 2008: 724). Zu einer der relativ bekannteren späteren Arbeiten gehört bspw. die von Robert Elgie (1998). Der Index von Elgie geht aus einer Modifizierung und Weiterentwicklung des Cukierman-Indexes hervor.

Die Studie von Cukierman et al. (1992) hatte einen breiten Rezeptions- und Wirkungsradius und gilt heute noch als das meist zitierte Standardwerk der empirischen Zentralbankforschung. Der Cukierman-Index berechnet einen numerischen Wert im Intervall zwischen Null und Eins (0 und 1). Ein Wert nahe Null (0) steht für eine geringe Unabhängigkeit, ein Wert nahe Eins (1) konstatiert hingegen eine politisch unabhängige Zentralbank.<sup>130</sup> Dabei wird die rechtliche Unabhängigkeit in vier Gruppen kodiert, die unterschiedlich gewichtet und anschließend summiert werden. Diese unterscheiden sich nach Amts- und Personalstruktur der obersten Zentralbankführung, wie zum Beispiel der Länge der Amtszeit des Zentralbankgouverneurs, dem Reglement zur Berufsausübung und zur Amtsenthebung. Weitere Variablen kodieren die Entscheidungsbefugnis über den geldpolitischen Kurs, die Zielsetzung der Geldpolitik und schließlich die Möglichkeit der Kreditvergabe der Zentralbank an die öffentliche Hand (vgl. ebd. 356 f.).<sup>131</sup> Die aggregierten Ergebnisse werden in einem internationalen Ranking zusammengefasst. So bewertet die Studie die Deutsche Bundesbank mit einem Index von 0,69 als die Zentralbank mit dem weltweit höchsten Grad an juristischer Unabhängigkeit, gefolgt von der Schweiz, Österreich, Dänemark und den USA (Datenbezugsperiode sind die 1980er Jahre). Die Türkei kam in

---

<sup>129</sup> Als ein weiterer einflussreicher Unabhängigkeitsindex wird die Studie von Grilli, Masciandro und Tabellini (1991) angesehen. Für eine Kritik der Methodik siehe beispielsweise Manganò (1997) und Forder (2001).

<sup>130</sup> Das Intervall der Skalierung liegt bei Alesina zwischen 1–4 und bei Grilli et al. zwischen 3–16 (vgl. Eijffinger/De Haan 1996: 26).

<sup>131</sup> Cukierman et al. unterstreichen, dass sie nicht von einer bedingungslosen Unabhängigkeit ausgehen. Ihre Aufmerksamkeit gilt der Autonomie in geldpolitischen Entscheidungen, um Preisstabilität zu gewährleisten: „Thus, our measures of independence include indexes of institutional independence such as appointment procedures, as well as measures of the relative importance attached to price stability in the central bank law and in practice.“ (Cukierman et al. 1992: 382 f.) Für eine übersichtliche Zusammenfassung dieser Studie siehe auch Fuhrer (1997).

dieser Rangliste mit einem Indexwert von 0,46 auf Platz 61 der 71 untersuchten Staaten (vgl. ebd. 380 f.).<sup>132</sup>

Die Studie von Cukierman et al. war weiterhin diejenige, die die Unterscheidung zwischen der rechtlich-formellen Unabhängigkeit und der tatsächlichen Unabhängigkeit etablierte. Den vielleicht bekanntesten Indikator für die tatsächliche Unabhängigkeit bildet die Wechselhäufigkeit der Zentralbankgouverneure, den Cukierman et al. als wichtigen informellen Indikator für die tatsächliche Unabhängigkeit interpretieren (vgl. ebd. 373). Dieser Ansatz geht von der Annahme aus, dass eine hohe Wechselrate mit einer geringen Unabhängigkeit der Zentralbank korrespondiert. Als zweiten Kennwert führten die Autoren einen Index für die politische Stabilität bzw. Instabilität (*political vulnerability*) ein, der die Wechselhäufigkeit der Regierung mit der des Zentralbankgouverneurs verknüpft (vgl. ebd. und Eijffinger/De Haan 1996: 26 ff.).

Der Ansatz von Elgie unterscheidet (wie auch derjenige von Grili et al.) zwischen politischer und ökonomischer Unabhängigkeit (vgl. Alesina/Summers 1993: 153) und führt neue Unterkategorien und Parameter ein, wie zum Beispiel die Instrumentenunabhängigkeit und Rechenschaftspflicht. Die beiden Oberkategorien werden mit jeweils 0,5 gleich gewichtet. Nach der Elgie-Studie landet die EZB in der Kategorie politische Unabhängigkeit mit einem Wert von 0,72 vor der Bundesbank (0,63) und der englischen und französischen Zentralbank (mit 0,46 bzw. 0,53) an vorderster Stelle (vgl. Elgie 1998: 54). In der Kategorie ökonomische Unabhängigkeit hingegen hängt die Bundesbank (0,71) die EZB (0,64) ab (vgl. Forder 2001: 210).<sup>133</sup>

<sup>132</sup> Um den türkischen Fall zu exemplifizieren, gehe ich im vierten Kapitel auf eine 2007 veröffentlichte Studie von Caner Bakır ein, der mit dem von Elgie entwickelten neueren Zentralbankunabhängigkeitsindex einen politischen und ökonomischen Unabhängigkeitsgrad der CBRT misst und international vergleicht (vgl. 2007: 93). Eine weitere Fallstudie über die Türkei mit dem Cukierman-Index wurde von Dinçer (2004) vorgenommen.

<sup>133</sup> Die Indexkomponenten setzen sich aus den arithmetischen Mitteln der quantifizierten Untermerkmale zusammen. Unter die Kategorien politische Unabhängigkeit fallen u.a. Amtszeit, Amtsernennungs- und Amtsenthebungsbefugnis, Wiederwahl, Qualifikation des Gouverneurs, des Stellvertreters und der Bankratsmitglieder sowie ein Parameter für die Bewertung des Entscheidungsprozesses (Direktive, Vetorecht, Politikkurs, Kapitalstruktur, Vergütung etc.). Unter die zweite Kategorie der ökonomischen Unabhängigkeit fallen Ziele der Geldpolitik, der Entscheidungskompetenz in der Zins- und Währungspolitik sowie die Regulierungsaufgabe des Bankensektors. Für einen detaillierten Überblick siehe Bakır (2007: 95, 225 ff.). Laut Bakır besteht der Vorteil des Elgie-Indexes darin, dass er einen historischen Vergleich erlaubt (vgl. ebd. 97).

Einen direkten Vergleich dieser unterschiedlichen Indizes nehmen Eijffinger und De Haan vor, die durch die Berechnung der Rangkorrelation zeigen, dass die oben erwähnten Studien zu recht unterschiedlichen Ergebnissen kommen (vgl. 1996: 24 ff.). Entsprechend gelangen die beiden Autoren zu dem Schluss, dass je nach gewähltem Ansatz und Gewichtung unterschiedliche Rangordnungen entstehen, weshalb sie die Verlässlichkeit der Indexierungsmethodik prinzipiell bezweifeln. Sie führen dies darauf zurück, dass sich die Interpretation der Zentralbankgesetze und Statute sowie die betrachteten Merkmale und deren Gewichtung in den Indizes unterscheiden. So fließen beispielsweise die Merkmale, die der ökonomischen Unabhängigkeit zugeordnet werden, bei Cukierman und Elgie mit 50 Prozent in den Index ein, während dieser Anteil bei Alesina bei 25 Prozent und bei Grili et al. bei knapp 31 Prozent liegt (vgl. ebd.).

In der Literatur herrscht Konsens darüber, dass eine formelle numerische Erhebung in Form eines Unabhängigkeitsindex nicht ausreicht, zutreffende und abschließende Aussagen zur Unabhängigkeit einer Zentralbank zu fällen. Auch die Autoren, die mit Hilfe der Indizes empirische Messungen durchführen, räumen diese Schwäche ein. Auf die Unterscheidung von Cukierman sind wir bereits eingegangen. Wie so oft in der Ökonomik wird betont, dass ein *de jure*-Index nur als eine Annäherung an Aussagen zur tatsächlichen Unabhängigkeit verstanden werden sollte (vgl. Cukierman 2007: 4). Über die Ursachen, warum die formelle Unabhängigkeit nicht notwendigerweise mit der faktischen Unabhängigkeit zusammenfällt, gibt es mittlerweile eine Reihe von institutionenökonomischen Erklärungen. Cukierman zählt drei Faktoren auf:

“(1) Laws are strongly susceptible to lacunae, leaving implementation open to interpretation and interference by other institutions within general government. (2) Even when the law is clear and lacuna-free, imperfect compliance may cause slippage between the letter of the law and actual practice. (3) The economic and institutional structures within which the CB operates affect the CB’s *de facto* independence even where *de jure* independence is strongly honored.” (Cukierman 2007: 8)

Als Erklärung für diesen Befund wird in der Literatur üblicherweise auch der Aspekt der Geltung von Rechtsnormen hervorgehoben. Hiermit werden entwickelte Industrieländer mit einem hohen Standard an Rechtsgeltung assoziiert, während Staaten, die nicht in diese Kategorie fallen, mit niedriger Rechtsstaatlichkeit in Verbindung gebracht werden (vgl. Akçay 2009: 142 f.). Demnach bestehen in Entwicklungs- und Transformationsländern (im Gegensatz zu den

Industrieländern) zwischen dem formell geltenden Recht und der realen faktischen Praxis große Diskrepanzen (vgl. Forder erwähnt in Berlemann/Hielscher 2010: 9). In der Neuen Institutionenökonomik wird dies mit dem Konzept der schlechten politischen Institutionen (*poor political institutions*) erklärt. So führen bspw. der renommierte Institutionenökonom Daron Acemoğlu und seine Kollegen diesen Umstand darauf zurück, dass der Erfolg einer unabhängigen Zentralbank und ihre Unabhängigkeit selber durch schlechte politische Institutionen untergraben werden können. Empirische Untersuchungen würden belegen, dass ZBU Inflation prinzipiell verhindert, diese Wirkung jedoch ausbleibt, wenn die politischen Institutionen schwach sind. Daraus schlussfolgert das Autorenkollektiv:

“Overall, our approach and empirical results suggest that reform of economic institutions will be effective only if the political context is right. If the context already provides political constraints and accountability mechanisms that produce a strong tendency to adopt good policies, there will be little room for reform to have major effects. If the context is poor, so that politics and policymaking are highly nonrepresentative, reform is likely to be irrelevant, because it can easily be undermined.” (Acemoğlu et al. 2008: 357)

Die Autoren stellen die These auf, dass viele der Reformprogramme des Washingtoner Konsenses in Entwicklungs- und Schwellenländern gescheitert seien, nicht weil sie die falschen Rezepte waren, sondern weil versucht wurde, diese im existierenden politischen Umfeld und bisherigen politökonomischen Kontext zu implementieren (vgl. ebd.). Da die Rahmenbedingungen nicht entsprechend angepasst wurden, mussten die Reformen wirkungslos bleiben. Diesen Argument lediglich auf nichtindustrialisierte Länder zu projizieren, ist jedoch problematisch. So kritisiert James Forder, dass Ökonomen oft dazu tendieren würden, die reale Macht und den faktischen Handlungsspielraum einer Institution grundsätzlich zu verkennen, weil diese sich in der Regel nicht mit der formell-rechtlichen Dimension decken und auch folglich nicht an ihr ablesen lassen. Er kritisiert die Methodik des formellen Statutenlesens:

“An important limitation of this approach was pointed out by John Woolley, who observed that the measures do not provide data on the point that should be of central interest, which is whether the ‘independent’ central banks ever actually act contrary to the wishes of the elected government – whether policy is ever different from what it otherwise would be because of the status of the central bank. This distinction is important because, although economists have tended to ignore it, it is well known to historians and political scientists that the true power of an institu-

tion is determined by much more than the surface appearance of the law and one needs to know the actual practice in policy-making rather than the formal rules.” (Forder 2001: 203)

Die politökonomische Konjunktur entscheidet maßgeblich darüber, in welcher Art und Weise ein Zentralbankstatut interpretiert wird, und folglich, wo die Grenzen der Unabhängigkeit gezogen werden.<sup>134</sup> Ob eine Zentralbank der Regierung in geldpolitischen Fragen trotzen und politisch kontroverse Entscheidungen durchsetzen kann, sei Forder zufolge keine Frage des Statuts (vgl. ebd. 214). Prinzipiell komme der Regierung immer eine gewisse Kontrollmöglichkeit in der Geldpolitik zu, weil sie das Statut der Zentralbank grundsätzlich immer zur Disposition stellen und verändern kann. Wie weit diese Kontrolle im konkreten Fall geht und inwiefern sich dies auf die relative Autonomie der Zentralbank auswirkt, hängt von der politischen Durchsetzbarkeit ab (vgl. ebd. 204).

Zwei bereits erwähnte Beispiele sind hierfür aufschlussreich: Die Debatte um die Rolle und Aufgaben der EZB in der Finanz- und Schuldenkrise und die Anfang 2012 ausgesprochene Drohung der Troika (bestehend aus IWF, EZB und EU) an die ungarische Regierung, nicht in die Unabhängigkeit der ungarischen Zentralbank einzugreifen.<sup>135</sup> Diese Beispiele unterstreichen nicht nur die Brisanz dieses Themas, sondern verdeutlichen auch die internationale politische Dimension. Unabhängige Zentralbanken genießen derzeit international eine hegemonale Stellung. Machtvolle internationale Akteure wie die Troika protegieren nicht nur die Strategie der ZBU, sondern entscheiden auch über deren konkrete inhaltliche Ausführung und Praxis. Die geldpolitischen Interventionen der EZB in der Europäischen Finanz- und Schuldenkrise (2011) illustrieren zum einen,

---

<sup>134</sup> In diesem Zusammenhang kritisiert Forder die herrschende akademische Vorgehensweise scharf: „The economics profession has been diverted for some years by the increasingly sophisticated search for the magical statutory ingredients that will deliver certain policy outcomes. To imagine now that normative decisions as to how we should be governed can be dispensed by a parallel process and that such rich traditions of political thought which have previously sought to analyse these issues should also be dismissed is a large, remarkable, and mistaken step.” (Forder 2001: 211) Auf den Artikel von Forder bin ich durch die Arbeit von Akçay (2009: 142) aufmerksam geworden.

<sup>135</sup> Die Troika wertete den Versuch der ungarischen Regierung ihren Einfluss in der Zentralbank zu stärken als Beschränkung der Unabhängigkeit der ungarischen Zentralbank und kritisierte diesen Schritt scharf (vgl. NZZ vom 3.1.2012). Hintergrund dieses Konfliktes war der Streit der ungarischen Regierung mit der ungarischen Zentralbank über die Zinspolitik. So berichtet die NZZ, dass der ungarische Zentralbankgouverneur Zinserhöhungen gegen den Willen der Regierung durchgesetzt habe. Dieser Konflikt wurde im Februar 2012 beigelegt, nachdem die ungarische Regierung von ihren Plänen abgerückt war.

wie ungenügend der Hinweis auf die formelle Ebene ist. Zum anderen zeigen sie, dass Inkonsistenzen keine lediglich den Schwellenländern vorbehaltenen Sonderfälle sind, wie Acemoğlu et al. (2008) dies nahelegen. Ohne die Analyse der politökonomischen Dimension kann nicht nachvollzogen werden, warum die EZB Staatsanleihen trotz des ausdrücklichen Verbots gekauft hat. Das Beispiel Ungarn hingegen verdeutlicht, wie sehr die relative Unabhängigkeit und die Kontrollmöglichkeit der Regierung von den nationalen und internationalen politökonomischen Machtverhältnissen abhängen, in diesem Fall der hegemonialen Rolle und Macht der Troika bzw. der EU. Die formelle Analyse unterliegt also einer methodischen Blindheit, weil diese politische Dimension ausgeblendet wird.

Folder diskutiert zudem zahlreiche Fälle, in denen eine unabhängige Zentralbank durchaus eine diskretionäre Geldpolitik verfolgen kann, selbst wenn ihr nur das Ziel der Preisstabilität auferlegt ist. Eine Zentralbankführung könne beispielsweise einen Anreiz haben, vor Wahlen einzugreifen, um bestimmte politische Kräfte zu unterstützen (vgl. Forder 2001: 205 f.; Loeillet 2012). Aus diesen Ausführungen kann geschlussfolgert werden, dass Geldpolitik strukturell immer in der Sphäre der Politik und damit des Staates verbleibt. Die Zentralbank kann nicht aus dem politischen Raum ausgeschlossen werden, auch wenn sie formell eine organisatorisch-institutionelle Unabhängigkeit erlangt. Die Unabhängigkeit ist immer relativ, nie absolut. Aus einer politökonomischen Perspektive ist es daher aufschlussreicher, die Idee einer unabhängigen Zentralbank und Entpolitisierung der Geldpolitik zurückzuweisen und auf die verschiedenen geldpolitischen Interessenlagen und Auswirkungen der Geldpolitik hinzuweisen. Der Fokus der Arbeit zentriert sich folglich auf die Übereinstimmung der geldpolitischen Maßnahmen einer Zentralbank mit der für ihre Unabhängigkeit wesentlichen Richtlinien, wie der Geldwertstabilität und der umfassenden Restriktion direkter Staatsfinanzierung.

### 3.2.2 Die Evaluierung der Geldpolitik

Wie können aus den geldpolitischen Entscheidungen einer Zentralbank Rückschlüsse auf deren institutionelle Unabhängigkeit gezogen werden? Bevor wir detaillierter auf diese Frage eingehen, müssen wir zunächst klären, was kon-

temporäre Geldpolitik charakterisiert und nach welchen Prinzipien Geldpolitik erklärt und untersucht wird. In diesem Abschnitt werden wir zunächst den sogenannten *Neuen Konsens* vorstellen, der seit Anfang der 1990er Jahre die Geldpolitik und die geldtheoretischen Debatten prägt. Anschließend erörtern wir mit welchem Modell in der Fachliteratur die Geldpolitik evaluiert wird und wie daraus Rückschlüsse zur Unabhängigkeit der Zentralbank gezogen werden.

#### 3.2.2.1 Der Neue Konsens in der Geldpolitik

Nach dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods und der Krise der Keynesianischen Wirtschaftspolitik hat der Monetarismus ab Mitte der 1970er Jahre sukzessive an Einfluss in der Geldpolitik gewonnen (vgl. Newstadt 2008: 98 f.). Um Preisstabilität sicherzustellen, gingen in den führenden Industrieländern Zentralbanken zur direkten Geldmengensteuerung über.<sup>136</sup> Bereits Anfang der 1980er Jahre deutete sich jedoch an, dass die neoquantitätstheoretisch inspirierte direkte Geldmengensteuerung problematisch war. So signalisierte die FED bereits 1983, dass die Zielwerte für die Geldmengenaggregate nachhaltig nicht zu erreichen waren (vgl. ebd. 100 f.). Zwei Jahre später verkündete die FED offiziell das Ende der Geldmengensteuerung. Das Scheitern der Geldmengenorientierung und die scharfe Rezession in den USA, die durch eine Hochzinspolitik verursacht wurde (vgl. Galbraith 2008: 729), ebneten den Weg zu einem *Paradigmenwechsel* in der Geldpolitik (vgl. Taylor 1997: 39 f.). In diesem Zuge gingen zahlreiche Zentralbanken in den 1990er Jahren zu einer Strategie der Zielinflation über, die explizite Inflationsziele beinhaltete (vgl. Heine/Herr 2003: 531). Im Kern handelte es sich um eine Rückkehr zu einer diskretionären (neu-keynesianischen) Geldpolitik, die jedoch durch explizite Inflationsziele begrenzt wurde. Bernanke et al. bezeichnen dieses geldpolitische Regime deshalb auch als *„constraint discretion“* (vgl. 1999). Mit der Abkehr von der direkten Geldmengensteuerung und der Einsicht, dass eine neoklassisch-monetaristische Geldpolitik

---

<sup>136</sup> In der BRD ging die Bundesbank 1974 zur direkten Geldmengensteuerung über. Fünf Jahre später 1979 folgte die FED. Während die Bundesbank noch bis zur Gründung der EZB 1999 offiziell an dieser Strategie festhielt, beendete die FED das monetaristische Experiment 1985 frühzeitig. Die FED kam relativ schnell zu der Überzeugung, dass die direkte Geldmengensteuerung nicht praktikabel war und die Zielwerte nicht erreicht werden konnten (vgl. Šener 2014: 49). Das Zeugnis der Bundesbank war auch nicht besser. In der Hälfte der Fälle wurden die Ziele verfehlt (vgl. Heine/Herr 2003: 531).

nicht praktikabel ist<sup>137</sup>, rückten die Bestimmungsmerkmale und die Auswirkungen der Zinspolitik in den Vordergrund.

Parallel zu diesen Entwicklungen hat sich in den geldpolitischen und geldtheoretischen Debatten entlang der Frage, wie Geldpolitik erklärt und evaluiert werden kann, ein *Neuer Konsens* herausgebildet. Die grundlegenden geldpolitischen Einsichten, die der Neue Konsens für sich beansprucht, lassen sich nach Goodfriend in den folgenden drei Hauptthesen zusammenfassen (vgl. 2007):

- (i) Die Geldpolitik könne die Inflation dauerhaft und zu vertretbaren politischen Kosten senken.
- (ii) Eine zur richtigen Zeit eingesetzte Zinspolitik könne Inflationserwartungen dämpfen, ohne gleichzeitig eine Rezession zu verursachen.
- (iii) Eine unabhängige Zentralbank könne diese Preisstabilitätspolitik am effizientesten umsetzen. Eine Entpolitisierung der Geldpolitik sei somit ein Garant einer niedrigen Inflation.

Im Gegensatz zu den konzeptionellen und praktischen Schwächen einer monetaristischen Geldpolitik (vgl. Şener 2014: 35 ff.) können explizite Inflationsziele und eine regelbasierte Zinspolitik eine stabilitätsorientierte Geldpolitik gewährleisten, die im optimalen Fall von unabhängigen Zentralbanken verfolgt werden könne. Die geldpolitische Strategie besteht in der gezielten Bekämpfung der sogenannten Kerninflation durch eine präventive Zinspolitik.<sup>138</sup> Deren Glaubwürdigkeit könne mit transparenten geldpolitischen Zielen und Entscheidungsverfahren gewährleistet werden (vgl. Goodfriend 2007: 61 ff.). Kennzeichnend für den Neuen Konsens ist die zentrale Bedeutung, die der Zinspolitik als geldpolitisches Policy-Instrument beigemessen wird. In diesem Modell wird der kurzfristige (nominelle) Zinssatz durch die Zentralbank exogen festgelegt. Folglich passt sich das Geldangebot der Nachfrage an und die Geldmenge wird als eine endogene Größe aufgefasst (vgl. Hein et al. 2005: 13; Monvoisin/Rochon 2006:

<sup>137</sup> Hier sei darauf aufmerksam gemacht, dass in der Literatur zwischen monetaristischer und neoklassischer Theorie der Geldpolitik unterschieden wird. Nichtsdestotrotz deckt sich die neoklassische Geldpolitik mit den Geldmengenregeln des Monetarismus (vgl. Heine/Herr 2003: 533, 535).

<sup>138</sup> Das Spektrum geldpolitischer Interventionen einer Zentralbank ist natürlich umfangreicher und erstreckt sich von der Zinspolitik (Veränderung der Zentralbankleitzinsen) und der Mindestreservepolitik (Veränderung der gesetzlich vorgeschriebenen Rücklagenquote der Banken) bis hin zu direkten oder indirekten Eingriffen in die Liquidität und Wechselkurse (Offenmarktgeschäfte, Repo-Transaktionen).

64). Damit grenzt sich dieser Ansatz von dem quantitativtheoretischen Fokus der monetären Neoklassik ab, die die Geldmenge als exogene und den Zinssatz als endogene Größe auffasst und geldpolitisch für eine direkte Geldmengensteuerung plädiert (vgl. Heine/Herr 2003: 533 ff.).<sup>139</sup> Taylor kommentiert dies wie folgt:

“[T]his characterization of monetary policy in terms of the interest rate is different from earlier principles treatments where money is assumed to be fixed or targeted by central banks; in reality modern central banks make decisions about the short-term interest rate, and much policy research suggests that this is to be preferred to a quantity-oriented policy, at least with current and expected future behavior of money demand.” (Taylor 2000: 92)

Aus dieser Erklärung leitet sich ein Bedeutungsverlust von monetären Aggregaten als Ziel- und Kontrollvariablen der Geldpolitik ab. Diese Prognose deckt sich mit der Empirie, weil sich viele Zentralbanken in den vergangenen Dekaden von direkter Geldmengensteuerung verabschiedet haben. Der Neue Konsens wird in der Fachliteratur deshalb auch als eine Art Scharnier zwischen der praktisch angewendeten Geldpolitik der Zentralbanken und der makroökonomischen Theorie gesehen (vgl. ebd.). Fontana beschreibt den Neuen Konsens daher auch als Konvergenz des politischen und wirtschaftstheoretischen Mainstreams (vgl. 2009: 5).

Ein Blick in die Literatur verdeutlicht, dass der Neue Konsens dabei kein monolithisches Theoriegerüst bildet und nicht *einer* bestimmten Schule zuzuordnen ist. Ausdruck davon ist, dass für den Neuen Konsens mehrere Namen und Bezeichnungen in den makroökonomischen Theoriedebatten kursieren. So wird der Neue Konsens einerseits in Verbindung mit dem Neu-Keynesianismus gebracht, dessen theoretischer Fortschritt in der Anwendung des Konzepts der Rationalen Erwartungen gesehen wird. Andere Autoren bezeichnen den Neuen Konsens auch als „moderne Makroökonomie“ und „Neue Neoklassische Synthese“, weil sich neu-keynesianische Ansätze auf Konzepte der Neoklassischen Schule stützen (vgl. Monvoisin/Rochon 2006: 64). Zudem wird aufgrund des Fokus auf zinspolitische Interventionen auch von einer Wicksellschen Wiederauferstehung gesprochen, in Anlehnung an den schwedischen Ökonomen Knut Wicksell (vgl. ebd.; Anderegg 2007: 313). Der Neue Konsens wird daher auch als

---

<sup>139</sup> Arestis und Sawyer bezeichnen den Neuen Konsens – in Anlehnung an die wirtschaftspolitische Agenda die Ende der 1990er Jahre in Großbritannien und in der BRD unter Premierminister Blair bzw. Kanzler Schröder verfolgte wurde – auch als „Economics of the Third Way“ (vgl. 2005: 229).

eine Art Renaissance neu-klassischer und neu-keynesianischer Theorien interpretiert (vgl. Taylor 1993: 39 f.; Fontana 2009: 5), der „mit dem quantitätstheoretischen Monetarismus begann und in der Folgezeit den erwartungsmodifizierten Monetarismus, die Neue Klassische Theorie, den Real-Business-Cycle Theorien und mittlerweile den Neu-Keynesianismus hervorbrachte.“ (Hein et al. 2005: 10). Das zeigt sich auch daran, dass in der Geldtheorie Neu-Keynesianer an der Annahme der langfristigen Neutralität von Geld festhalten, während sie kurzfristige Auswirkungen der Geldpolitik nicht ausschließen (vgl. Taylor 2000: 90; Heine/Herr 2005: 44).<sup>140</sup>

Es gibt jedoch auch Interpretationen, die den Neuen Konsens stärker in der monetaristischen Tradition verorten und deshalb als „Neuen Monetarismus“ bezeichnen (vgl. Hein et al. 2005: 13). So teilt der Neue Konsens die monetaristische Auffassung, dass Preisstabilität und Inflation monetäre Phänomene seien und die Inflation durch Zinsratenanpassungen kontrolliert werden könne.<sup>141</sup> Diesem Ansatz zufolge könne eine *verfehlte* Zinspolitik oder eine expansive Fiskalpolitik zu Schwankungen der aggregierten Nachfrage führen, die kurzfristige Abweichungen vom potentiellen BIP auslösen. Dabei affizieren Inflationserwartungen das BIP und die Beschäftigung über den nominalen Leitzins der Zentralbank. Langfristig existiere jedoch kein trade-off zwischen Inflation und Beschäftigung, d. h. die langfristige Phillips-Kurve ist eine Vertikale, die durch die natürliche Arbeitslosigkeit (NAIRU) geht (vgl. Hein et al. 2005: 13). Welche der oben genannten Zuordnungen für den Neuen Konsens am ehesten

<sup>140</sup> Damit wird Bezug auf die Debatten um die Phillips-Kurve und das IS/LM-Modell genommen, die Gegenstand der Neuklassischen Synthese bzw. des klassisch-keynesianischen makroökonomischen Konsenses waren und in Folge der Stagflation und ökonomischen Krisen Ende der 1970er Jahre ihren Einfluss gegenüber monetaristischen Positionen verloren hatten.

<sup>141</sup> Goodfriend schreibt, dass manche Verfechter des Neuen Konsens in der Entwicklung der USA zu Beginn der 1980er die Grundthese des Monetarismus bestätigt sahen, dass Inflation alleine durch die Geldpolitik, d. h. ohne direkte Lohn-, Preis- und Kreditkontrollen oder Fiskalpolitik, reduziert werden könne (vgl. 2007: 53). Goodfriend zufolge sei dies jedoch eine Fehlinterpretation des Monetarismus, dessen Kernaussage darin bestünde, dass die Inflation ein (ausschließlich) monetäres Phänomen ist und durch die Kontrolle der Geldmengenaggregate vermieden werden könne. Eine monetaristische Geldpolitik wurde in den USA nicht aufgegeben, weil sie erfolgreich war, sondern weil sie schlichtweg nicht umzusetzen war. Dass daran die Hochzinspolitik und die dadurch ausgelöste scharfe Rezession auch eine Rolle gespielt haben dürfte, liegt auf der Hand. Die Inflation sank, weil die aggregierte Nachfrage und die Auslastung der Produktionskapazitäten durch die extreme Hochzinspolitik der FED, den sogenannten Volcker-Schock (vgl. Galbraith 2008) einbrach. Das zog die Löhne herunter, führte zu einer Erhöhung der Profitrate und förderte monopolistische Unternehmensstrukturen (vgl. Goodfriend 2007: 62). Eine derartige Politik lehnt der Neue Konsens als unnötig ineffizient ab.

zutritt, sei dahingestellt. Fest steht, dass der Neue Konsens auch als ein neuer Sammelbegriff des Neoklassischen Theoriekomplexes interpretiert wird.

Die mit dem Neuen Konsens in Verbindung gebrachten geldpolitischen Aussagen und Erkenntnisse lassen sich aus einem makroökonomischen Grundmodell ableiten, in dem drei Variablen: der Realzins, das reale BIP und die Inflation untereinander ins Verhältnis gesetzt werden (vgl. Taylor 2000: 91). Taylor fasst das Grundmodell mit drei algebraischen Gleichungen zusammen:

$$\begin{aligned} \text{(i)} \quad y &= -ar + u \\ \text{(ii)} \quad r &= b \pi + v \\ \text{(iii)} \quad \pi &= \pi_{-1} + cy_{-1} + w \end{aligned}$$

Die erste Gleichung (i) bringt ein negatives Verhältnis zwischen dem realen BIP  $y$  gemessen in Relation zum potentialen BIP, und dem Realzins  $r$  zum Ausdruck. Der Realzins ist hier die unabhängige Variable. Daraus folgt, dass ein hoher Realzins negativ auf die Konjunktur einwirkt, indem er die Nachfrage nach Waren, Gütern und Dienstleistungen beeinträchtigt.<sup>142</sup> Die zweite Gleichung (ii) drückt ein positives Verhältnis zwischen dem Realzins und der Inflationsrate  $\pi$  aus, die hier die entscheidende unabhängige Variable ist. Wenn die Zentralbank eine Preisstabilitätspolitik verfolgt, dann muss sie im Fall einer Inflationserhöhung den kurzfristigen nominalen Zinssatz erhöhen, bis der Realzins steigt und dies die Preissteigerung dämpft. In der dritten Gleichung (iii) wird die aktuelle Inflation,  $\pi$ , in eine positive Abhängigkeit von dem realen BIP und der bisherigen Inflation ( $y_{-1}$ ) gesetzt. In der hiesigen Form drückt sie folgendes aus: Wenn die Konjunktur sich in der Periode  $t_{-1}$  anheizt und das BIP aufgrund eines Nachfrageüberhangs über das potentielle BIP ( $y_{-1}$ ) bzw. die Produktionskapazitäten steigt, führt dies zu einem zeitverzögerten inflationären Druck in der Periode  $t_0$ . In diesem Fall könne die Zentralbank aufgrund des Wirkungszusammenhangs der Gleichung (ii) zinspolitisch eingreifen, wenn sie die höhere Inflation bekämpfen will (vgl. ebd. 91 f.).<sup>143</sup> Die Evaluierung der Geldpolitik erfolgt

---

<sup>142</sup> Die Terme  $u$ ,  $v$  und  $w$  sind Anpassungsparameter, die externe Auswirkungen in das Modell integrieren. In der Gleichung (i) symbolisiert  $u$  mögliche Schwankungen im Export oder in der Fiskalpolitik, die in der Regel Auswirkungen auf die Konjunktur haben (vgl. Taylor 2000: 91).

<sup>143</sup> Taylor zufolge reiche dieses theoretische Grundverständnis aus, um die Grundzüge der praktizierten Geldpolitik als auch deren Auswirkungen realistisch zu beschreiben (vgl. 2000: 93).

auf Grundlage dieses Wirkungsmodells. Nachdem wir die zentralen Merkmale kontemporärer Geldpolitik und ihrer theoretischen Rezeption kennengelernt haben, wollen wir uns im nächsten Abschnitt der Frage widmen, nach welchen Grundsätzen die Geldpolitik untersucht wird.

### 3.2.2.2 Das Taylor-Modell

Die empirische Beschreibung und Evaluierung der Geldpolitik ist eines der meist untersuchtesten Themen in der ökonomischen Forschungsliteratur. John Taylor war es auch, der die Literatur zur geldpolitischen Evaluierung maßgeblich beeinflusst hat. Angesichts der zunehmenden Popularisierung der Zielinflationpolitik konstatierte Taylor, dass geldpolitische Entscheidungen durch die Bildung von Reaktionsfunktionen nachvollzogen werden können:

“[M]onetary-policy decisions are best thought of as rules, or reaction functions, in which the short-term nominal interest rate (the instrument of policy) is adjusted in reaction to economic events.” (Taylor 2000: 90)

Damit wurde dem Umstand Rechnung getragen, dass die Zentralbank nicht die Geldmenge in das Zentrum der Geldpolitik stellt, sondern die Festlegung des Zinssatzes. Die heute womöglich bekannteste zinspolitische Reaktionsfunktion trägt Taylors Namen: die Taylorgleichung. Aus dieser Gleichung wird die Regel abgeleitet, mit der die Zinspolitik evaluiert wird.<sup>144</sup> Die Taylor Regel ist zunächst als normative Regel aufgestellt worden, die angibt, wie das Inflationsziel erreicht werden kann. Später wurde diese Regel angewendet, um empirisch zu untersuchen, ob die Geldpolitik in den USA, Großbritannien und der EU nach diesen Grundsätzen ausgerichtet wird. In Folge zahlreicher Untersuchungen hat sich ein Konsens gebildet, dass man mit Hilfe dieser Regel die empirische Zinsentwicklung recht gut abbilden kann.

---

<sup>144</sup> Der Fokus auf die Taylor-Regel begründet sich durch ihren direkten Bezug zum Zielinflationregime. Andere Regeln sind durchaus möglich, wenn die Zentralbank nicht die Inflationsrate sondern ein bestimmtes Preisniveau, eine bestimmte BIP Wachstumsrate oder auch ein Wechselkursziel verfolgt (vgl. Heine/Herr 2003: 532).

Es gibt unterschiedliche Formulierungen der Taylor-Gleichung. Die theoretische Basis für die Reaktionsfunktion bildet das Grundmodell, das Taylor mit den oben beschriebenen drei Gleichungen dargelegt hat. Eine Variante lautet:

$$i_t = \pi_t + r_t^* + \alpha_\pi (\pi_t - \pi_t^*) + \alpha_\gamma (\gamma_t - \bar{\gamma}_t)$$

Der Term  $i_t$  auf der linken Seite der Gleichung bezeichnet den nominalen Zinssatz der Zentralbank. Auf der rechten Seite symbolisiert in der entsprechenden Reihenfolge  $\pi_t$  die Inflationsrate und  $r_t^*$  den Gleichgewichts-Realzinssatz. Der Subtrahend in der ersten Klammer  $\pi_t^*$  ist die Zielinflationsrate. Der Term in der ersten Klammer wird als *inflation gap* bzw. als Inflationslücke bezeichnet. Die Variablen  $\gamma_t$  und  $\bar{\gamma}_t$  in der zweiten Klammer stehen für das realisierte und das potentielle Output/BIP. Dieser letzte Term in der Klammer wird auch als Produktionslücke bezeichnet. Wenn effektives und potentielles BIP-Wachstum als Parameter gewählt werden, wird dieser Subtraktionsterm auch als *output gap* bzw. Produktivitäts- oder Produktionslücke bezeichnet.<sup>145</sup> Die  $\alpha$ -Variablen sind Gewichtungparameter, die auch als Inflations- und Outputkoeffizient bezeichnet werden. Die Gewichtungparameter geben an, wie stark sich eine Inflations- bzw. Produktionslücke auf den Zinssatz auswirkt, deshalb werden sie in der Literatur auch als Politikreaktionsparameter bezeichnet (vgl. Anderegg 2007: 316). In Taylors ursprünglichem Modell wurden beide Koeffizienten mit 0,5 angesetzt.<sup>146</sup>

In weiteren Versionen wird auch die Wechselkursentwicklung in das Modell integriert, um direkte zinspolitische Reaktionen auf Wechselkursänderungen zu antizipieren (vgl. ebd. 319 f.). Was uns hier interessiert, sind weniger die technischen Details des Modells oder die unterschiedlichen funktionalen Darstellungsweisen der Gleichung (vgl. Taylor 1993: 202; Arestis/Sawyer 2005:

<sup>145</sup> Die Produktionslücke bezeichnet die Differenz zwischen realisiertem BIP und den existierenden Produktionskapazitäten unter vollkommener Kapazitätsauslastung. Ein Wert nahe Null wird als Gleichgewichtspunkt des BIP interpretiert. Eine negative Produktionslücke wird als Indikator für den sinkenden Rückgang des Preisniveaus interpretiert. Wenn die Produktionslücke jedoch positiv ist und das BIP über die real zur Verfügung stehenden Ressourcen übersteigt, d.h. existierenden Arbeits- und Kapitalreservoir gestiegen sind, wird Inflation erwartet.

<sup>146</sup> In der Literatur wird die Regel als monetaristische Regel interpretiert, wenn  $\alpha_\gamma$  mit Null angesetzt wird. In diesem Fall würde die Zinspolitik lediglich auf Inflation reagieren. Wenn hingegen  $\alpha_\pi$  Null beträgt, dann handelt es sich um eine keynesianische Regel, weil dann Beschäftigung und Konjunktur im Fokus der Geldpolitik stehen und nicht mehr Inflation (vgl. Erdem/Kayhan 2011: 4).

235; Anderegg 2007: 317 ff.). Im Fokus der hiesigen Betrachtung stehen vielmehr die geldpolitischen Grundaussagen, sozusagen die Vorzeichen der Taylor-Gleichung (vgl. ebd. 323), aus denen die Taylor-Regel abgeleitet wird.

Der Zinssatz wird in der Taylor-Gleichung als Kontrollvariable modelliert, der die Politik der Zentralbank repräsentiert und in Abhängigkeit von der Inflationsentwicklung gesetzt wird (vgl. Monvoisin/Rochon 2006: 66). Die Regel ist simpel: Wenn die tatsächliche Inflation über der gezielten Inflationsrate liegt, die Inflationslücke ist dann größer Null, dann empfiehlt die Regel eine Zinssteigerung. Dasselbe gilt im Fall einer sogenannten positiven Produktionslücke (vgl. Arestis/Sawyer 2005: 237). Ein BIP-Wachstum verursacht keine Inflation, wenn es aus einer Erhöhung des Produktionspotentials resultiert. In diesem Fall steigt die Produktionskapazität aufgrund technologischer Produktivitätsfortschritte oder einem effizienteren Einsatz von Arbeit und/oder Kapital. Falls sich das BIP jedoch ausschließlich aufgrund einer Erhöhung der Nachfrage erhöht, was sich in der obigen Gleichung in einer positiven Produktionslücke ausdrückt, dann könne dies zu einem Anstieg der Inflation führen, der mit einer Erhöhung der Zinssatzes neutralisiert werden muss, vorausgesetzt, dass die Zentralbank eine derartige Inflation nicht in Kauf nehmen möchte.

Die obigen Ausführungen verdeutlichen den Gleichgewichtsansatz dieses Modells. Neben dem empirisch beobachtbaren kurzfristigen Zinssatz, den die Zentralbank festlegt, wird eine weitere Richtgröße, der natürliche Zinssatz, eingeführt, bei dem sich die Wirtschaft quasi im Zustand einer Vollbeschäftigung befindet.<sup>147</sup> In der obigen Gleichung ist dieser als gleichgewichtiger Realzins  $rt^*$  formuliert. In diesem *steady-state* ist die Produktionslücke Null und die Inflation konstant. In der Literatur wird die Angleichung des Zentralbankzinses mit dieser natürlichen Zinsrate als Erfüllung der Neutralität der Geldpolitik bezeichnet, weil die Inflations- und Produktionsziele dann als erfüllt gelten (vgl. Monvoisin/Rochon 2006: 66). Der Gleichgewichtszinssatz in der Taylor Gleichung basiert auf der Theorie des *Natürlichen Zinssatzes*, die der neoklassische Ökonom Knut Wicksell (1898) entwickelt hat.<sup>148</sup> Laut Wicksell ist der natürliche Zins ab-

<sup>147</sup> Dies ist eine Vollbeschäftigung im neoklassischen Sinne, sie impliziert also nicht die Beschäftigung aller verfügbaren Arbeitskräfte, sondern einen Beschäftigungsgrad, der sich einem Niveau der sogenannten natürlichen Arbeitslosigkeit einstellt, der durch die Produktivität und das Sparverhalten bestimmt sei (vgl. Meyer erwähnt in Monvoisin/Rochon 2006: 65).

<sup>148</sup> Die Kausalkette und ökonomische Bedeutung des realen Gleichgewichtszinssatzes beschreiben Monvoisin und Rochon folgendermaßen: „[A] real rate below its natural rate will en-

hängig von den vorhandenen Produktionsfaktoren (Kapital und Arbeitskräfte), vom technischen Fortschritt und der Produktivität (vgl. ebd. 97f.). Ein monetäres Gleichgewicht liegt dann vor, wenn der empirisch beobachtbare Zinssatz dem natürlichen Zinssatz gleicht.<sup>149</sup> Dieser natürliche Zinssatz von Wicksell hat zwei zentrale theoretische Funktionen. Er ist zum einen der Zinssatz, der die Say'sche Bedingung ( $I=S$ ) erfüllt, d. h. bei der die Kreditnachfrage und das Kreditangebot der Sparer aufeinander trifft. Zum anderen soll bei diesem Zinssatz das Preisniveau stabil sein (vgl. Blinder 1998: 32f.). Geld ist in diesem Modell folglich eine neutrale Größe.

Die Existenz eines gleichgewichtigen Zinssatzes, ist empirisch schwer feststellbar, weshalb dieser in Strukturmodellen theoretisch geschätzt und ermittelt werden muss.<sup>150</sup> Das Gleiche gilt auch für die Ermittlung der Produktionslücke. Diese Schätzungen werden als Indikatoren der Faktoreffizienz interpretiert, aus denen Prognosen zur Preisentwicklung erstellt werden. Die meisten Zentralbanken veröffentlichen diesen Indikator, legen dabei aber meist nicht offen, wie sie etwa die Produktionslücke genau berechnen. Die Aufgabe der kurzfristigen Zinspolitik sei, nach Goodfriend, sich diesem theoretischen Zinssatz zu nähern und gleichzeitig steigende Inflation und Arbeitslosigkeit zu vermeiden. Langfristige Zinsraten ergeben sich dabei als Durchschnittswerte der erwarteten kurzfristigen Zinsen. Die Aufgabe der Zentralbank müsse darin bestehen, transparent zu sein und durch ihre kurzfristige Zinspolitik Auskunft über ihren zukünftigen Kurs zu geben (vgl. Goodfriend 2007: 63).

---

courage firms to borrow from the banks to finance production. As banks respond, credit supply increases creating money endogenously. At this point, however, as the economy expands, inflation increases, consistent with Wicksell's notion of cumulative inflation. This inflation will continue until the central bank increases the real rate of interest to its natural level, at which point output returns to its natural level as well." (Monvoisin/Rochon 2006: 67) Wenn der Zinssatz nach diesen Bedingungen exogen festgelegt werden kann, folgt daraus, dass Geld endogen wird. Monvoisin und Rochon bezeichnen die Geldpolitik der ZIS daher als *Wicksellianische Wiederauferstehung* (vgl. ebd. 64).

<sup>149</sup> Im Wicksell'schen Modell wird zwischen dem natürlichen Zinssatz und dem Geldmarktzinssatz unterschieden, wobei letztere durch das Bankensystem bestimmt wird. Je nach Relation beider Zinssätze zueinander entscheide sich, ob Investitionen oder Ersparnisse angeregt werden. Der natürliche Zinssatz gilt als Gleichgewichtsanker. Demnach führen Inflations- bzw. Deflationsprozesse dazu, dass sich der Geldmarktzins dem natürlichen Zinssatz annähert (vgl. Wicksell 1898 Kapitel 8). Der Indikator für diese Annäherung ist die Preisstabilität (vgl. Schnyder 2002: 172f.). Das Wicksell'sche Gleichgewichtsmodell gilt als einer der Grundsteine neoklassischer Geldpolitik.

<sup>150</sup> In einigen Studien wird der Gleichgewichtszinssatz mit der langfristigen Wachstumsrate gleichgesetzt.

Fassen wir zusammen: Die zentrale zinspolitische Aussage der Taylor-Gleichungen lautet, dass der Leitzins erhöht werden muss, wenn die Inflation die Zielinflation übersteigt oder die Produktionslücke positiv ist, um Preisniveaustabilität zu gewährleisten (vgl. Arestis/Sawyer 2005: 236 ff.). Der Neue Konsens adaptiert somit eine Variante der Endogenitätsauffassung des Geldes, indem er anerkennt, dass sich das Geldangebot der Geldnachfrage anpasst und Geld somit zu einer endogenen Größe wird.<sup>151</sup> Die Taylor-Regel soll zudem zeigen, „dass rationale Erwartungen – aufgrund unterschiedlicher Wirkungslags – nicht zwangsläufig zur Ineffektivität monetärer Eingriffe führen müssen“ (Anderegg 2007: 314). Der Neue Konsens folgert daraus, dass eine zur richtigen Zeit eingesetzte straffe Zinspolitik Inflationserwartungen dämpfen bzw. vorbeugen kann, ohne gleichzeitig eine Rezession zu verursachen. Folglich kann der Neue Konsens als Versöhnungsversuch der gegenwärtigen Zentralbankpolitik, die durch die ZIS gekennzeichnet ist, mit neoklassischen Theorieansätzen von Inflation und natürlicher Zinsrate interpretiert werden (vgl. Monvoisin/Rochon 2006: 68).

Kommen wir nun zur zentralen Frage dieses Abschnitts. Wie kann aus der Reaktionsfunktion eine Aussage zur Zentralbankunabhängigkeit getroffen werden? Im Gegensatz zur formellen direkten Messung des Unabhängigkeitsgrades einer Zentralbank, die wir in Abschnitt 3.2.1 kennengelernt haben, wird die Frage nach der geldpolitischen Unabhängigkeit mit der Reaktionsfunktion indirekt beantwortet. Die im Fokus stehende Frage lautet, ob die Geldpolitik eher auf die Inflation oder die Konjunktur reagiert, bzw., ob die Geldpolitik als expansiv oder kontraktiv einzuschätzen ist. Die konkrete Vorgehensweise kann in zwei Schritten zusammengefasst werden. Erstens wird geklärt, welches Regelwerk in der Geldpolitik besteht. Zweitens wird untersucht, inwiefern sich die Geldpolitik, d. h. die faktischen Entscheidungen der Zentralbank, mit diesem Regelwerk decken. Als zentraler Indikator dient die Zinspolitik.

Wie wir gesehen haben wird mit der Taylor-Regel die Zinspolitik allgemein nach ihrer Elastizität auf Inflations- und Konjunkturentwicklung beurteilt (vgl.

---

<sup>151</sup> Für die Befürworter des Neuen Konsens kann Geld als endogen betrachtet werden, weil die Zentralbank sich dazu bewusst entscheidet. Um Heterodoxe Ansätze vom Neuen Konsens konzeptionell abzugrenzen, halten es Monvoisin und Rochon daher für notwendig, zwischen *endogenem Geld* und einer *Theorie des endogenen Geldes* zu unterscheiden. Letztere ist für sie eine Theorie der Geldschöpfung, die im Gegensatz zur Ersteren, Implikationen und Probleme von Kreditangebot, Geldschöpfung und Geldvernichtung analysiert (vgl. Monvoisin/Rochon 2006: 69).

Heine/Herr 2003: 533). Wenn also die Preisstabilität das oberste Ziel der Geldpolitik darstellt, dann muss die Zinspolitik signifikant stärker auf eine positive Inflationslücke reagieren. Dieser Fall liegt beispielsweise dann vor, wenn der durch die Taylor-Regel berechnete Zinssatz unter dem Leitzins der Zentralbank liegt, was als Indiz einer sehr kontraktiven Geldpolitik gewertet wird. Trifft dieser Fall empirisch zu, wird die Zentralbank als *konservativ*, hinsichtlich ihrer Haltung zur Einhaltung der Preisstabilität eingeschätzt (vgl. De Grauwe 2012: 156 ff.).<sup>152</sup> Eine im Sinne der Preisstabilität konservative Zentralbank wird als unabhängig gewertet. Im Kontrast dazu, wird eine Zentralbank als weniger oder nicht konservativ eingeschätzt, wenn die Zinspolitik elastischer auf die Konjunkturentwicklung reagiert. In diesem Fall liegt der kalkulierte Taylor-Zinssatz über dem nominellen Leitzins und die Geldpolitik wird als expansiv eingeschätzt. Eine konjunkturgesteuerte Zinspolitik wird im Mainstream in der Regel als eine politisch motivierte Zinspolitik bewertet, weil sie primär auf Beschäftigungseffekte abstellt (siehe Kapitel 2). Folglich wird einer derartigen Geldpolitik politische Einflussnahme unterstellt, insbesondere dann, wenn Preisstabilität als oberstes geldpolitisches Ziel deklariert wurde.<sup>153</sup> In diesem Sinne wird die Unabhängigkeit der Zentralbank als begrenzt bewertet.

In der Fachliteratur hat sich die Taylor-Regel als Indikator etabliert, die Auskunft darüber geben kann, ob die Geldpolitik inflations- oder konjunkturgesteuert ist bzw. die Zentralbank über eine hohe oder eine begrenzte (relative) Autonomie verfügt. Dieses einfache Kalkül birgt jedoch mehrere Probleme. Zum einen spricht nichts dagegen, dass auch eine unabhängige Zentralbank beschäftigungspolitische Ziele verfolgen kann, wie das etwa die FED praktiziert. Wobei sich dies im Fall der FED damit erklären lässt, dass ihr Mandat nicht nur auf das Preisstabilitätsziel beschränkt ist, sondern auch die Beeinflussung der Konjunktur mit einbezieht. Wie wir bereits gezeigt haben, wird dies in der Fachliteratur jedoch als Hemmnis der Unabhängigkeit gewertet. Es existieren aber noch weitere grundsätzliche konzeptionelle und methodische Probleme, die wir im nächsten Abschnitt erörtern wollen.

---

<sup>152</sup> Paul de Grauwe zeigt in einem Vergleich der Zinspolitik der EZB und der FED im Zeitraum 1999–2010, dass die EZB eine konservativere Geldpolitik verfolgte als die FED. Demnach orientierte sich die Zinspolitik der EZB, im Gegensatz zur FED, stärker an der Preisstabilität als an der Konjunkturentwicklung (vgl. De Grauwe 2012: 156 ff.).

<sup>153</sup> In der Literatur wird Preisstabilität der Sache nach als essentielles Wesensmerkmal einer Zentralbank gesehen, an der sich jede Zentralbank früher oder später messen lassen muss (vgl. Heine/Herr 2003: 531).

### 3.2.2.3 Die Probleme des Taylormodells

Die Frage nach der Implementierbarkeit (Autonomie) und Effektivität der Zinspolitik ist eine lange und kontrovers geführte Diskussion in der Ökonomik. Die Taylor-Regel wurde in diesem Kontext vielschichtig kritisiert. Die Kritik bezieht sich zum einen auf die grundsätzlichen geldpolitischen Implikationen und Folgen als auch auf die methodologischen Aspekte des Modells.

Monvoisin und Rochon kritisieren die Taylor-Regel dahingehend, dass sie eine Beschränkung der Geldpolitik auf die Zinspolitik darstelle, indem sie lediglich Bedingungen formuliert, mit denen die Zentralbank den Leitzins steuere:

“The Taylor Rule reduces the central bank reaction function to a rule that discusses the conditions under which the central bank raises or lowers the interest rate.”  
(Monvoisin/Rochon 2006: 66)

Aus dem Taylor-Modell folgt, wie Arestis und Sawyer es auf den Punkt bringen, „that policy becomes a systematic adjustment to economic developments rather than an exogenous process“ (Arestis/Sawyer 2005: 236 ff.). Die Zinspolitik wird quasi endogenisiert, weil der Zinssatz zu einer technischen Variable reduziert wird, der auf die Entwicklung des Preisniveaus und die Nachfrage reagiert. Das Geldangebot wird somit zu einer Größe, die sich lediglich der Ökonomie anpassen müsse (vgl. Monvoisin/Rochon 2006: 64). Dies habe den Effekt, dass die Bestimmung der Zinsen und die Geldpolitik entpolitisiert werden.

Heine und Herr heben in ihrer Kritik hervor, dass ökonomische Entwicklungen eine Zentralbank, die sich streng an die Richtlinien der Zielinflation halten möchte, zu einer restriktiven Geldpolitik verleiten könne, obwohl es hierfür keine inflationsbedingten Anlässe geben muss (vgl. 2006a).<sup>154</sup> Infolgedessen könne eine rigide Preisstabilitätspolitik Zentralbanken zu einer kontraktiven Geldpolitik drängen. Heine und Herr bezweifeln daher den Prognosewert der Taylor-Regel für zukünftige geldpolitische Entscheidungen, weil jede historische Situation eine spezifisch angemessene Reaktion erfordere (vgl. Heine/Herr

---

<sup>154</sup> Heine und Herr nennen drei Fälle. Im ersten Fall führen exogene Preisschocks zu Preiserhöhungen, die jedoch keinen Einfluss auf die inländischen Löhne haben, weil sich eine konservative Lohntarifpolitik fortsetzt; zweitens, wenn Devisenkurschwankungen zu kurzfristigen Preisniveauveränderungen führen; drittens, bei einem ohnehin niedrigen inländischen Inflationsniveau eine Währungsabwertung stattfindet, von der kein inflationärer Impuls ausgeht (vgl. 2006a: 148 f.).

2003: 533). Zudem müsse die Geldpolitik in ökonomischen Krisen immer darauf gefasst sein, kurzfristig diskretionär zu intervenieren (vgl. Anderegg 2007: 523).

Für Zentralbanken, insbesondere in offenen kleinen Schwellenländern, kommt erschwerend hinzu, dass die finanzielle Liberalisierung und flexibel gehandhabte Kapitalkontrollen ihren Aktionsspielraum, eine aktive Geldpolitik zu betreiben, einschränken. Demzufolge kann eine Zinssenkung, die auf eine expansive Geldpolitik abzielt, mit imminenter Kapitalflucht konfrontiert sein. Dies hätte unmittelbar negative Auswirkungen auf ein Wachstumsmodell, das auf kontinuierliche Kapitalimporte angewiesen ist (vgl. BSB 2007: 40 f.).

Das neoklassische Portfoliomodell geht davon aus, dass Zinssteigerungen Kapitalzuflüsse automatisch anregen, die dann zu einer Aufwertung der heimischen Währung führen. Aber auch Zinssteigerungen mit der Absicht, inflationären Tendenzen vorzubeugen, die aus Wechselkursschwankungen resultieren können, sind mit Problemen konfrontiert: Zinssteigerungen können von den Märkten als Instabilitäts- bzw. Krisensignal aufgefasst werden und die Inflationserwartungen verstärken. In diesem Fall führt eine Zinserhöhung zu einer Zunahme der Kreditkosten. Dies könnte den Schuldendienst verschuldeter Staaten zunehmend belasten, weil eine sogenannte *Abwertungs-Inflations-Spirale* in Gang gesetzt werden würde, die wiederum den Wert der Devisenverbindlichkeiten für inländische Schuldner erhöht (Real-Schulden Effekt). Barbara Fritz hebt hervor, dass in einem derartigen Fall auch

„eine Destabilisierung der Kreditbeziehungen in inländischer Währung statt[findet], da diese überwiegend kurzfristiger Natur sind und da zur Unterdrückung einer Abwertungs-Inflations-Spirale das einheimische Zinsniveau erhöht werden muss“ (Fritz 2004: 18 ff.).

In diesen Fall sind kleine, offene Ökonomien strukturell von den internationalen Zinsentwicklungen, insbesondere von denen in den großen Leitwährungsökonomien, abhängig. Generell wird davon ausgegangen, dass für diese kleineren Ökonomien die Zinspolitik großer Ökonomien den Wechselkurs beeinflusst. Inwiefern eine autonome Geldpolitik verfolgt werden kann, hängt von den internen und externen Integrationsformen und von der politökonomischen Kohärenz ab, die in Fallbeispielen untersucht werden muss.

Die methodologische Kritik der Taylor-Regel bezieht sich auf Probleme bei der Ermittlung der Modellparameter und deren Wirkungsverhältnis untereinander. So kritisieren Arestis und Sawyer die Ermittlung des Gleichgewichtszinssatzes in der Taylorgleichung und unterstreichen, dass selbst wenn stochastische und systematische Fehler beiseitegelassen werden, es dennoch keine Garantie dafür gäbe, dass eine Zentralbank diesen Gleichgewichtszinssatz auch theoretisch korrekt berechnen kann. Verschiebungen in der Spar- und Investitionsneigung, in der Exportnachfrage und in der Finanzpolitik verändern die Parameter der Taylor-Gleichung. Bestenfalls würden zeitlich verschobene Resultate erzeugt, deren Aussagekraft als unmittelbare Politikleitlinie verzerrt (vgl. Arestis/Sawyer 2005: 239). Auch die Schätzung der *Produktionslücke* ist grundsätzlich problematisch, weil das BIP von der Geldpolitik beeinflusst wird: So unterstreichen Epstein und Yeldan:

“[T]he [inflation targeting] model is based on estimates of potential output that are themselves affected by monetary policy (...). Hence, if monetary policy slows economic growth, it also lowers the rate of growth of potential output and, therefore reduces the gap between the two, thereby appearing to stabilize the economy. But in fact, it does so at the expense of slowing growth or even generating stagnation.” (Epstein/Yeldan 2007: 7)

Vorsicht ist auch bei der Interpretation von Modellen angebracht, die den Wechselkurs berücksichtigen. Inflationsbedingte Zinsreaktionen wirken sich in der Regel auf den Wechselkurs insbesondere von kleinen Ländern aus. Wenn sich beispielsweise die Inflationserwartungen aufgrund von Wechselkursschwankungen erhöhen, und die Zentralbank als Reaktion darauf die Zinsen erhöht, kann dieser Schritt die ursächlichen Wechselkursschwankungen verstärken. Auch die Berücksichtigung der unterschiedlichen Transmissionskanäle über den Finanz-, Kredit oder Arbeitsmarkt führt dazu, dass die Modelle an Robustheit verlieren (vgl. Andereg 2007: 320 ff.).

Es gibt empirische Arbeiten, die der verbreiteten Auffassung widersprechen, dass durch eine Zielinflationsstrategie die Inflation nachhaltig gesenkt wurde. Dies gelte ganz unabhängig davon, ob die Zentralbank unabhängig ist oder nicht.<sup>155</sup> So zeigen beispielsweise Ball und Sheridan, dass in Staaten, die keine Zielinflation verfolgen, ähnliche Entwicklungen und Resultate zu beobachten

---

<sup>155</sup> Epstein und Yeldan geben einen Überblick über die kritische Literatur und die unterschiedlichen Modelle und Resultate der ZIS in Schwellen- als auch Industrieländern (vgl. 2007).

sind wie in Staaten, die eine solche Strategie verfolgen (vgl. 2003).<sup>156</sup> Außerdem seien die angeblich einschlägigen empirische Resultate irreführend, weil

“[p]oor performers in the pre-targeting period tend to improve more than good performers simply because initial performance depends partly on transitory factors. If inflation targeters are poor initial performers, they will improve more than non-targeters, even if targeting does not affect performance” (Ball/Sheridan 2003: 12).

Ball und Sheridan schlussfolgern, dass formelle und institutionelle Aspekte der Zielinflation, wie die Zielbekanntgabe, regelmäßige Inflationsberichte sowie die Unabhängigkeit von Zentralbanken entgegen der weit verbreiteten Auffassung nicht entscheidend sind. Die Implementierung eines formellen Zielinflationsregimes schaffe im Vergleich zu einer informellen Zielpolitik keine zusätzlichen Vorteile (vgl. ebd. 29).

Rochon und Rossi beschreiben die Geldpolitik der EZB als Zielinflation, sehen diese aber als nicht erfolgreich an. Sie begründen dies mit der durchschnittlichen Inflation in der Eurozone, die zwischen 2000 und 2005 über dem Zielwert von zwei Prozent verlief (vgl. 2006: 107). Demgegenüber habe es einen Rückgang der Inflationszahlen in den EU-15-Staaten bereits vor Errichtung der EZB und der von ihr verfochtenen Zielinflationsstrategie gegeben (vgl. ebd. 97). Inwiefern die EZB erfolgreich war oder nicht, ist nicht Gegenstand dieser Untersuchung. Andererseits sind die Erfahrungen der EZB aufschlussreich, weil an ihnen deutlich wird, dass möglicherweise andere Faktoren als die Zielinflation zu einem Rückgang der Inflation geführt haben. Nach Auffassung von Rochon und Rossi steht die Deflationspolitik in Europa in enger Verbindung mit der Liberalisierung der Finanz- und der Deregulierung der Arbeitsmärkte, die zu einem allgemeinen Rückgang der Lohnquote geführt hat (vgl. ebd. 88). In diesem Zusammenhang machen Flassbeck und Lapavitsas darauf aufmerksam, dass die Inflation eng mit den Lohnstückkosten korreliert (vgl. 2015). Ein genereller Rückgang der Inflationsraten in den Industrie- und Schwellenländern kann nach Auffassung von Schmidt plausibel auf den generellen Fall von Warenpreisen zurückgeführt werden (vgl. 2008: 31). Dabei hätten hohe Produktionskapazitäten und die steigende Einfuhr von billigen Konsumgütern aus Niedriglohnstaaten wie China schubartig zu einem nachhaltigen Rückgang der Inflation beigetragen (vgl. auch

---

<sup>156</sup> Als Indikatoren wurden dazu die Inflationsrate, das Wachstum und die Entwicklung der Zinsen gewählt.

Arestis/Sawyer 2004: 74 f.). Bereits Minsky hatte auf die Möglichkeit verwiesen, die Inflationsrate durch den Import billiger Konsumgüter zu senken, indem ein Außenhandelsbilanzdefizit in Kauf genommen wird (vgl. 2008: 316). Aus dieser Argumentation lässt sich ableiten, dass der Entwicklung und Stabilität der Wechselkurse eine wichtige Rolle in der Inflationsentwicklung zukommt. Wie sich später zeigen wird, gilt dies auch für die Türkei.

Die Kritik am Zielinflationsregime würde ins Leere laufen, wenn man ihr unterstellt, dass sie als strenge Regel befolgt wird. Deshalb sichern sich deren Befürworter (beispielsweise Bernanke et al. (1999)) auch ab, indem sie Zielinflation als Bestandteil eines flexiblen geldpolitischen Regimes bezeichnen (vgl. auch Heine/Herr 2006a: 147). Eine diskretionäre Geldpolitik wird also nicht ausgeschlossen, was auch nicht weiter verwundert, denn in der real existierenden Welt der Geldpolitik verfolgen Zentralbanken *de facto* immer eine diskretionäre Geldpolitik (vgl. Heine/Herr 2003: 531). Geldpolitik wird somit als ein Policy-mix definiert, der zugleich diskretionär und regelgebunden sein kann. Diese pragmatische Herangehensweise steht für den Neuen Konsens in der Makroökonomik.

### 3.3 Fazit

In diesem Kapitel haben wir dargelegt, mit welchen Merkmalen die ZBU definiert und empirisch gemessen wird. In der Fachliteratur wird eine Zentralbank für unabhängig erklärt, wenn ihr Statut Preisstabilität als oberstes Ziel festlegt und die Finanzierung öffentlicher Ausgaben strengstens verbietet. Dem Zentralbankstatut kommt hierbei die Aufgabe zu, politische Einflusskanäle auszusetzen. Wie im zweiten Kapitel gezeigt wurde, repräsentieren diese Ziele den monetaristischen Grundgedanken, dass die Minimierung des politischen Einflusses von Regierungsparteien eine kontinuierliche und preisstabilitätsorientierte Geldpolitik ermöglicht, weil sie deren Inflationsneigung verhindert und die Finanzierung öffentlicher Ausgaben durch Gelddruck ausschließt (vgl. Posen 1993). Demnach sollen die institutionellen Bedingungen und Voraussetzungen für eine diskretionäre Ausrichtung der Geldpolitik und damit eine expansive Geldpolitik weitestgehend abgeschafft werden und den Vorrang einer

möglichst regelnahen und somit entpolitisierten Form der Geldpolitik überlassen, die sich an der Preisstabilität orientiert (vgl. Burnham 2001).

Die in der Literatur hervorgebrachten Argumente räumen allerdings die Probleme einer regelgebundenen Geldpolitik ein und sprechen sich pragmatisch für einen Policy-mix aus, der sowohl regelgebunden als auch flexibel sein soll. Damit wird indirekt zur Kenntnis genommen, dass die Kontrolle der Geldmenge im monetaristischen Sinne nicht in der Realität anzutreffen ist. Stattdessen werden andere normative Kriterien und Prinzipien herausgearbeitet und hervorgehoben. Dazu zählen die hier bereits betrachteten Sachverhalte der institutionellen Unabhängigkeit, Transparenz und Rechenschaftspflicht.

Im zweiten Teil dieses Kapitels haben wir Methoden vorgestellt, die die Unabhängigkeit der Zentralbank und der Geldpolitik empirisch untersuchen. Diese sollen im Fortgang der Arbeit dazu beitragen, die Unabhängigkeit der türkischen Zentralbank zu beurteilen. Wie hier gezeigt wurde, reichen jedoch weder formelle Unabhängigkeitsmaße noch geldpolitische Regeln (Taylor) aus, um politischen Einfluss auf die Geldpolitik realistisch einzuschätzen. Die Frage die sich stellt, lautet also, inwiefern ein politökonomischer Ansatz dazu beitragen kann, die Schwächen der vorgestellten formellen Methoden bei der Evaluierung der Geldpolitik zu überwinden. Um die explanatorischen Lücken zu schließen sind komplementäre Fallüberprüfungen notwendig, die ökonomische und politische Einflussfaktoren auf die Geldpolitik evaluieren. Hierfür muss geklärt werden, welche sozioökonomischen Interessen von einer bestimmten Geldpolitik favorisiert werden und welche Akteure zu einem bestimmten Zeitpunkt von der Geldpolitik *gehört* werden und Einfluss geltend machen.

Der Zeitpunkt und die Häufigkeit von Zinsentscheidungen signalisieren nicht nur die Bedeutung, die der Preisstabilität beigemessen wird, sondern auch die Bereitschaft Wachstum und Konjunktur zu fördern (vgl. Simona Talani 2014: 122). Deshalb müssen der Zusammenhang zwischen den Interventionen von Regierungskreisen und den geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbank qualitativ diskutiert und die bestehenden Interdependenzen aufgezeigt werden.

Für eine umfangreiche Einschätzung der Geldpolitik reicht aber eine Untersuchung der Zinspolitik nicht aus. Komplementär müssen sowohl die liquiditäts- als auch währungspolitischen Maßnahmen der Zentralbank untersucht werden.

Beispielsweise kann die Zentralbank durch liquiditätspolitische Maßnahmen einen restriktiven geldpolitischen Kurs einschlagen, ohne unmittelbar die Zinsen anzuheben, wie wir am türkischen Beispiel sehen werden. Ähnliches gilt für die Währungspolitik. Inwiefern derartige Eingriffe jedoch erfolgreich sind oder nicht, kann nur an konkreten Fallbeispielen geklärt werden. Hier entscheiden politische und politökonomischen Bedingungen und Umstände über den Erfolg oder Misserfolg der geldpolitischen Maßnahmen mit.

Ob geldpolitische Regeln gebrochen werden oder nicht, kann nicht mit einem ökonomischen Modell erklärt werden. Das folgt aus der einfachen Tatsache, dass die Politik darüber entscheidet. Weder eine fiskal- noch geldpolitische Regelbindung garantiert eine Entpolitisierung dieser Bereiche. Laut Waltraud Schelkle führt dies ganz im Gegenteil zu einer stärkeren *Politisierung* der Wirtschaftspolitik (vgl. 1997). Die Regelbindung führt dazu, dass das *politische Moment* in der Entscheidungsfindung an diejenigen transferiert wird, die über die Autorität verfügen, eine Ausnahmesituation festzulegen. Das bedeutet auch, dass eine regelorientierte Geldpolitik nicht mit einer Entpolitisierung der Geldpolitik zu verwechseln ist, wie die Mainstreamökonomik konstatiert.

Nicht jeder Staat ist gleichermaßen souverän derartige Entscheidungen zu treffen, insbesondere nicht wenn internationale politökonomische Abhängigkeitsverhältnisse existieren. Die Stellung eines Landes in der internationalen politökonomischen Hierarchie ist von entscheidender Rolle. Die internationale Dimension spielt im Zeitalter der liberalisierten Kapital- und Finanzmärkte eine zunehmend entscheidende Rolle in der Formulierung und Umsetzbarkeit der Geldpolitik. In der politökonomischen Literatur wird dies unter dem Aspekt des Autonomieverlustes der Geldpolitik thematisiert und in der ökonomischen Literatur mit dem *Impossible Trinity-Modell* angesprochen. Deshalb müssen auch internationale Einflussfaktoren auf die Geldpolitik betrachtet werden, zu denen beispielsweise die internationalen Wechselkurs- und Leitzinsentwicklungen zu zählen sind. In diesem Rahmen werden wir in dieser Arbeit exemplarisch den Einfluss der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 auf die türkische Geldpolitik erörtern.

Nachdem wir nun den theoretischen und methodischen Rahmen ausführlich vorgestellt haben, beginnen wir im nächsten Kapitel mit der Untersuchung des türkischen Fallbeispiels.



## 4 Die Unabhängigkeit der türkischen Zentralbank

In der Türkei wurde nach der Wirtschaftskrise von 2001 die Preisstabilität zum Hauptziel der zukünftigen Geldpolitik erklärt. Um Preisstabilität zu erlangen, kündigte die damalige Koalitionsregierung im Rahmen des Stabilitätsplans *Programm zum Übergang in eine starke Ökonomie* (Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı) die Entpolitisierung der Geldpolitik und die Etablierung einer unabhängigen Zentralbank an. Die türkische Zentralbank wurde daraufhin einer grundlegenden Reform unterzogen. Ein neues Zentralbankgesetz wurde erlassen, um das Preisstabilitätsziel und die institutionelle Unabhängigkeit im Zentralbankstatut zu manifestieren. Diese Regulierung folgt dem neuen Konsens in der zeitgenössischen Geldpolitik, wonach eine unabhängige Zentralbank Stabilität in der Geldpolitik und Inflationskontrolle gewährleisten soll (vgl. NPAA 2001: 11; LoI 2002: § 21).<sup>157</sup>

Das vorliegende Kapitel widmet sich der institutionellen Analyse der türkischen Zentralbank. Zunächst wird ein kurzer historischer Abriss der CBRT gegeben und die Hintergründe der Reform werden erörtert. Anschließend wird eine Bestandsaufnahme des neuen Zentralbankgesetzes gemacht. Das Augenmerk richtet sich dabei auf die formellen Regelungen, die die proklamierten Ziele der Preisstabilität und Zentralbankunabhängigkeit betreffen. Dieser Aspekt wird in der Zentralbankliteratur im größeren Zusammenhang des Konzepts der juristischen (de jure) Unabhängigkeit behandelt, das im dritten Kapitel vorgestellt

---

<sup>157</sup> Gleichzeitig beinhaltete der Reformpakt auch neue Regulierungen für den angeschlagenen Finanz- und Bankensektor (vgl. LoI 2001; Öniş/Bakır 2007; 2010). So wurde beispielsweise die 1999 gegründete Bankenaufsichtsbehörde gestärkt und eine umfangreiche Konsolidierung der angeschlagenen Banken vorgenommen (vgl. Şener 2003: 73; Ataç 2013: 137 ff.).

wurde. Am türkischen Fall werden in der Literatur vorgebrachten Argumente empirisch überprüft, mit denen die beiden geldpolitischen Ziele begründet werden. Dazu sind die juristisch-formellen Regelungen der politischen und der operationalen Unabhängigkeit der türkischen Zentralbank zu untersuchen und deren Implikationen zu erörtern. Es wird insbesondere auf die Rolle und Bedeutung des *Komitees für Geldpolitik* (Para Politikası Kurulu, im folgenden KfG) eingegangen und die Mechanismen der politischen Vermittlung in der Geldpolitik werden interpretiert.

Bei der Auswertung wird berücksichtigt, dass der Zentralbankreform der Beschluss der türkischen Ministerkonferenz vorausging, die CBRT mit dem ESZB zu harmonisieren. Diese Entscheidung wurde im März 2001 im *Nationalen Programm zur Übernahme des Acquis Communautaire* (Avrupa Birliği Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı) angekündigt (vgl. NPAA 2001: 11). Deshalb werden die zentralen Reformpunkte mit dem Reglement der EZB verglichen und der Einfluss der EZB auf die institutionelle Reform der türkischen Zentralbank geschildert. Anschließend werden empirische Studien zur Unabhängigkeit der CBRT ausgewertet, um nachzuweisen, dass zwischen der formellen Unabhängigkeit und dem Ziel der Preisniveaustabilität kein zwingend kausaler Zusammenhang existiert. Im letzten Abschnitt wird das Konzept einer unabhängigen Zentralbank kritisch hinterfragt. Es wird gezeigt, dass die CBRT lediglich über eine *relative Autonomie* verfügt, da die ökonomischen und politischen Interessen verschiedener Akteure weiterhin Einfluss auf ihre Politik ausüben.

### 4.1 Die institutionellen Merkmale der türkischen Zentralbank vor der Reform 2001

Die CBRT wurde Anfang der 1930er Jahre gegründet. Sie löste die Osmanische Bank (Osmanlı Bankası) ab, die nach dem Ende des Osmanischen Imperiums übergangsweise das Banknotenmonopol in der 1923 gegründeten Türkischen Republik ausgeübt hatte. Als Ausdruck der nationalen Souveränität wurde der Standort der türkischen Zentralbank in die neue Hauptstadt Ankara verlegt. Die CBRT unterschied sich sowohl institutionell als auch in ihrem politischen

Mandat und ihrer Funktion von der Osmanischen Bank. Während Letztere hauptsächlich die Aufgabe hatte, die Binnen- und Außenschulden des zerfallenen Osmanischen Reiches zu verwalten und zu bedienen, hatte die CBRT eine weiterführende Mission. Sie sollte die Geld- und Währungspolitik auf die Unterstützung der ökonomischen Entwicklung der Türkei ausrichten. Zu diesem Zweck wurde die CBRT ab 1932 beauftragt, traditionelle Zentralbankfunktionen auszuüben. Das Gründungsprotokoll dokumentiert die Ausrichtung der Statuten an den damals international geltenden Zentralbankaufgaben, wie zum Beispiel die Durchführung operativer Transaktionen für das türkische Schatzamt, die Festlegung der Basiszinsen, zu denen sich türkische Geschäftsbanken Liquidität verschaffen konnten (Diskontpolitik), die Regulierung des nationalen Geldmarktes und der Schutz des Werts der türkischen Währung (vgl. CBRT 2012d: 4 f.).<sup>158</sup>

Die CBRT wurde, ähnlich wie die Osmanische Bank, als eine privatrechtliche Aktiengesellschaft gegründet. Mit dieser Rechtsform sollte der Befürchtung begegnet werden, dass eine dem Staat vollständig untergeordnete Zentralbank Regierungen – insbesondere in Kriegszeiten – eine Handhabe gibt, sich in unbegrenzter Höhe bei der Zentralbank zu verschulden und so eine Hyperinflation zu verursachen.<sup>159</sup> Die privatwirtschaftliche Rechtsform wurde also als ein Mittel betrachtet, den Einfluss des Staates zu begrenzen. In einer 2012 veröffentlichten Broschüre verteidigt die CBRT diese Rechtsform als funktionellen Garant der Unabhängigkeit von staatlichen Einflüssen (vgl. CBRT 2012c: 13 f.). Um den Einfluss der Regierung auf die Zentralbank zu begrenzen, sah das erste Zentralbankgesetz von 1930 (Gesetz 1715) eine Höchstgrenze der Anteile des Schatzamtes von 15 Prozent an der CBRT vor (vgl. ebd. 14). Dieses Limit sollte den unabhängigen Charakter der CBRT unterstreichen. In der hauseigenen Geschichtsschreibung der CBRT werden die 1930er Jahre als geldpolitisch erfolgreiche Jahre bezeichnet, weil die Regierung (angeblich) keinen Einfluss auf die Geldpolitik der türkischen Zentralbank hatte:

---

<sup>158</sup> Das Monopol der CBRT zur Ausgabe von Banknoten wurde schrittweise etabliert, zunächst wurde es auf 30 Jahre beschränkt, bevor es 1955 in einem zweiten Schritt bis 1999 verlängert und vor Ablauf dieser Frist im Jahr 1994 schließlich auf unbegrenzte Zeit ausgedehnt wurde.

<sup>159</sup> Als weitere Erklärung für die privatrechtliche Gründung hebt Bakır die in den 1920ern herrschende monetaristische Auffassung unter Zentralbankern hervor (vgl. 2007: 20).

“During the 1930s, the government could not interfere with the Bank’s purview and decisions, and this period was marked by the independence of the Central Bank and consequently low inflation.” (CBRT 2012d: 5)

Die „Unabhängigkeit“ der CBRT hatte auch noch einen zweiten Grund. Es sollte sichergestellt werden, dass die Zentralbank ausschließlich türkischen Interessen diene. Während das Grundkapital der Osmanischen Bank zu 96 Prozent unter der Kontrolle eines englischen und französischen Konsortiums stand, wurden die Anteile der CBRT mehrheitlich türkischen öffentlichen Institutionen und Staatsangehörigen zugeteilt. Die Anteile ausländischer Eigner wurden auf 10 Prozent des Grundkapitals der Bank beschränkt.<sup>160</sup> Diese neue Anteilsstruktur verweist darauf, dass die Gründung der CBRT Bestandteil eines nationalen Konsolidierungsprozesses war: Die Geldpolitik sollte der nationalen Kontrolle unterworfen werden und ausschließlich im Dienste der Entwicklung einer nationalen Binnenwirtschaft stehen. Dieser Zielsetzung stand die schlechte Finanzierungssituation der neu gegründeten Republik entgegen, die mehr oder minder die Tilgung der Schulden des Osmanischen Reichs akzeptiert hatte und dazu auf ausländische Kredite angewiesen war. Deshalb wurden, trotz nationaler Rhetorik, internationale Kredite zur Finanzierung des Grundkapitals der Zentralbank aufgenommen (vgl. Bakır 2007: 20 ff.).<sup>161</sup>

In der Gründungsphase der türkischen Zentralbank wurde die Geldpolitik vor allem durch die Erfahrungen und Nachwirkungen der Außenverschuldung des untergegangenen Osmanischen Reiches geprägt. Die Republik Türkei hatte die Schulden des Osmanischen Reiches übernommen und sich zur Bedienung,

---

<sup>160</sup> Das Grundkapital der Osmanischen Bank gehörte zu 59 Prozent einem englischen und zu 37 Prozent einem französischen Konsortium. Der zerfallene osmanische Staat verfügte lediglich über einen Anteil von 3,7 Prozent der Bank. Die Anteile der neu gegründeten CBRT wurden in vier Kategorien aufgeteilt. Anteile vom Typ A wurden öffentlichen türkischen Institutionen mit einem Höchstanteil von 15 Prozent zugeteilt. Anteile des Typs B wurden für nationale Banken und Anteile des Typ C für ausländische Banken und Institutionen reserviert. Die Typ-C-Aktien wurden auf 10 Prozent limitiert. Anteile des Typs D waren für türkische Einrichtungen und Firmen sowie für natürliche und juristische Personen mit türkischer Staatsangehörigkeit vorgesehen (vgl. [www.cbirt.gov.tr](http://www.cbirt.gov.tr), Rubrik: History of the Bank, aufgerufen am 14.7.2013). In einer neueren Publikation steht, dass die Aktien vom Typ A lediglich dem Schatzamt zugeteilt waren. Außerdem ist der Hinweis auf die 10 Prozent Beschränkung bei den Aktien vom Typ C weggefallen (vgl. CBRT 2012d: 4).

<sup>161</sup> Das Grundkapital stellte eine Amerikanisch-Türkische Investmentgesellschaft (American-Turkish Investment Corporation – ATIC) zur Verfügung. Im Gegenzug für diesen Kredit in Höhe von 10 Millionen USD (in Gold) wurde der ATIC für 25 Jahre das Monopol für die Produktion und den Handel mit Streichhölzern, Feuerzeugen und Brennmaterial eingeräumt (vgl. [www.cbirt.gov.tr](http://www.cbirt.gov.tr), Rubrik: BankProfile/History, aufgerufen am 14.7.2013).

bzw. Tilgung verpflichtet. Der wirtschaftspolitische Stabilitätskurs war in Folge dessen darauf gerichtet, ein ausgeglichenes Staatsbudget zu erzielen und die Aufnahme ausländischer Kredite zu vermeiden, die die ausländische Staatsverschuldung erhöht hätten.<sup>162</sup> Auf der internationalen Ebene sollten protektionistische Maßnahmen eine ausgeglichene Außenhandelsbilanz sicherstellen. Der geldpolitische Kurs war restriktiv, weil eine expansive Geldpolitik – der monetaristischen Auffassung folgend – inflationär wirkt (vgl. Bakır 2007: 15). Aus diesem Grunde wurden Devisenkontrollen eingeführt und die Kreditvergabe an das Schatzamt an die Verfügbarkeit von Gold- bzw. Devisenbeständen gebunden (vgl. ebd. 39 ff.). Diese restriktive Geldpolitik wurde während des Zweiten Weltkriegs (1939–1945) beibehalten.

Mit der ersten Mehrparteienwahl 1946 änderte sich der wirtschaftspolitische Kurs der Türkei.<sup>163</sup> Die türkische Regierung leitete einen umfassenden wirtschaftspolitischen Kurswechsel ein, was sich in dem Beitritt der Türkei 1947 zum IWF und der Weltbank zeigte. Im Rahmen des Systems von Bretton Woods, der damaligen Truman Doktrin und unter dem Marshall Plan, wurden der protektionistische Kurs aufgeweicht und der Warenimport erleichtert (vgl. Önder 2005: 110). Im Zuge dieses liberalen Kurswechsels wurde eine stärkere Förderung des Privatsektors beschlossen. Begleitet wurde die Öffnung der Volkswirtschaft von dem Ausbau der Landwirtschaft, der Förderung des Bausektors und dem Beginn großer Infrastrukturprojekte (vgl. Boratav erwähnt in Bakır 2007: 43).

---

<sup>162</sup> Hintergrund dieser Politik sind die ‚traumatischen Erfahrungen‘ mit der internationalen Verschuldung, die den Untergang des Osmanischen Reiches begleiteten. Die Türkei hatte nach der Staatsgründung die Tilgung der noch bestehenden Schulden akzeptiert. Um eine zukünftige Verschuldungsfalle zu unterbinden, sollte die ausländische Kreditaufnahme und Auslandsverschuldung grundsätzlich verhindert werden. Wie Bakır betont, wurde dieses Ziel zwischen 1930 und 1950 größtenteils erreicht. Lediglich in den Jahren unmittelbar nach dem Ausbruch der Weltwirtschaftskrise 1931–1935 und im Jahr 1944 aufgrund der Militärausgaben schloss das Staatsbudget defizitär ab (vgl. Bakır 2007: 40).

<sup>163</sup> An der ersten Mehrparteienwahl nahmen insgesamt 14 Parteien teil. Neben der republikanischen Regierungspartei (CHP) schaffte es jedoch lediglich eine Partei, die rechtsliberal Demokratische Partei (DP), als Oppositionspartei ins Parlament. 1950 löste die DP schließlich die CHP als Regierungspartei ab. Ein Überblick der Regierungskabinette findet sich auf der Webseite des Premierministeriums (vgl. <http://www.basbakanlik.gov.tr/Forms/pCabinet-Root.aspx>., aufgerufen am 1.7.2013).

Die Erleichterung des Imports führte zu Leistungsbilanzdefiziten, die teils durch ausländische Kreditaufnahme finanziert wurden.<sup>164</sup> Nach dem Regierungswechsel 1950 führte die neu gewählte Demokratische Partei den Liberalisierungskurs fort. Die in dieser Periode entstandenen Haushaltsdefizite, die zum Teil durch eine aktive Fiskalpolitik verursacht wurden, führten zu einem geldpolitischen Kurswechsel von einer restriktiven hin zu einer expansiven Geldpolitik. Önder unterstreicht, dass die 1950er Jahre fast ausschließlich durch Haushaltsdefizite geprägt waren, die durch eine expansive Geldpolitik finanziert wurden (vgl. 2005: 115). Dies war nicht ungewöhnlich für diese Zeit. Der geldpolitische Kurs der Türkei war vergleichbar mit dem damals in den westlichen Staaten herrschenden keynesianischen Wirtschaftsmodell. 1955 beschloss die DP-Regierung die Vergabe eines jährlichen Kredits der CBRT an das Schatzamt und an öffentliche Institutionen im Umfang von bis zu 15 Prozent der gesamten öffentlichen Budgetausgaben (vgl. Bakır 2007: 45).<sup>165</sup> Nachdem die Kreditvergabe 1960 zwischenzeitlich auf 5 Prozent der öffentlichen Ausgaben begrenzt wurde, erhöhte sich diese in den Folgejahren 1965 auf 10 Prozent und 1969 auf 12 Prozent, bis sie mit dem Zentralbankgesetz von 1970 erneut auf 15 Prozent angehoben wurde (vgl. Önder 2005).

In den 1960er und 1970er Jahren verfolgten die türkischen Regierungen, wie viele andere Schwellenländer auch, eine binnenmarktorientierte Industrialisierungs- und Wachstumsstrategie, die in die politökonomische Literatur als *Importsubstitutionsmodell* (IS-Modell) oder auch *Strategie der nachholenden Entwicklung* einging. Die türkische Wirtschaftspolitik war in dieser Periode interventionistisch ausgerichtet und trug bis zu einem gewissen Grad planwirtschaftliche Züge. Der Staat versuchte u. a. durch umfangreiche öffentliche Investitionen, die Kapazitäten in der Schwerindustrie und der Kapitalgüterproduktion auszuweiten. Der Außenhandel unterlag weiterhin strengen quantitativen und qualitativen Beschränkungen. Vergleichbar den korporatistisch-fordistischen Produktionsverhältnissen in den westlichen Industrieländern nach dem Zweiten Weltkrieg

---

<sup>164</sup> Während die Leistungsbilanz in den 1940er Jahren im Durchschnitt bei 16 Mio. USD lag, sank dieser Wert in den 1950ern auf -113,9 Mio. USD (vgl. Önder 2005. 109, 114; Quelle: CBRT, DIE).

<sup>165</sup> Laut Bakır (2007) unterscheidet sich die Geldpolitik der 1950er von der Geldpolitik der Gründungsperiode (1930–1950) durch diese ungedeckten Kredite. Für eine detaillierte Beschreibung der Geldpolitik in dieser Periode siehe auch die Studie von Önder (2005).

(vgl. Aglietta 2002), war die türkische Ökonomie durch semi-korporatistische Produktionsstrukturen charakterisiert.<sup>166</sup>

Wie in anderen Schwellenländern übernahm auch die türkische Zentralbank in dieser Zeit weitreichende Aufgaben der Wirtschaftspolitik. Sie koordinierte die Geld- und Fiskalpolitik und unterstützte den außenhandelspolitischen Kurs der Regierung (vgl. Epstein/Yeldan 2007: 19). Mit Beginn der 1960er Jahre wurden die Aufgaben und Zuständigkeiten der Zentralbank 1970 gesetzlich neu definiert und erweitert (Gesetzes-Nr.1211). Die CBRT bekam die zusätzliche Aufgabe zugewiesen, die Geld- und Kreditpolitik in Einklang mit den staatlichen Ausgaben und Investitionsplänen zu bringen (vgl. Bakır 2007: 85). Zur politischen Absicherung wurde der Mindestanteil des türkischen Schatzamtes an der Zentralbank, der zwischenzeitlich auf 25 Prozent angestiegen war, auf 51 Prozent erhöht (vgl. Yücememiş 2005: 300; Bakır 2007: 24). Dadurch wurden die geldpolitischen Entscheidungen der CBRT unter die Kontrolle der Regierung gestellt. Als größter Anteilseigner konnte die Regierung die Wahl der Mitglieder des Bankrates entscheidend mitbestimmen (vgl. Dilik 2005: 9). Dadurch war es möglich, die CBRT in den Dienst der Fiskalpolitik zu stellen, in dem die Zentralbank dem Staat kurzfristige Kredite und Darlehen gewährte. Die Fixierung des Außenwertes der türkischen Währung durch Devisen- und Kapitalverkehrskontrollen wurde in dieser Periode fortgesetzt.

Ende der 1970er Jahre geriet das ‚nachholende Entwicklungsmodell‘ in der Türkei jedoch aufgrund struktureller ökonomischer Probleme, die zu Leistungsbilanzdefiziten, zu steigender Auslandsverschuldung und Inflation führten, ins Stocken (vgl. Şener 2003: 39 ff.). Die Ölkrise in den 1970er Jahren verschärfte diese Entwicklung, wie in vielen Schwellenländern auch, und erzeugte einen erhöhten Bedarf an Devisen, die die türkischen Ausfuhren nicht ausreichend erwirtschaften konnten. Dieser Abschwung wurde von einer schweren politischen Krise begleitet. Als Reaktion darauf entfernte sich die Türkei ab Anfang

---

<sup>166</sup> Diese Periode wird als korporatistisch bezeichnet, weil die Wirtschaftspolitik unter Einbeziehung von Unternehmerverbänden und Gewerkschaften *konsensual* organisiert wurde. Es ging vor allem um eine Stärkung der Binnenwirtschaft durch eine Erhöhung der inländischen Kaufkraft und Nachfrage. Diese Form der Produktion spiegelte sich politisch in der Repräsentation gesellschaftlicher Interessengruppen im Staat und in dessen Institutionen wider. Önder beschreibt dies als „[t]he power bloc of this form of development and political democracy was underpinned by broadly based class alliances centered mainly on industrial capital geared to the domestic market, a growing working class, and the state bureaucracy“ (Önder 1998: 45).

der 1980er Jahre von der binnenmarktorientierten Wirtschaftspolitik. An seine Stelle trat ein Programm der außenwirtschaftlichen Liberalisierung.<sup>167</sup> Dies beinhaltete eine weitgehende Deregulierung der türkischen Ökonomie, die sich auf den internationalen Wettbewerb und Export neu ausrichtete (vgl. Ekinci 1997: 244 f.; Önder 1998: 47).<sup>168</sup> Dieser Kurswechsel stand im Einklang mit der neoliberalen Wirtschaftsdoktrin Anfang der 1980er Jahre, die in vielen Schwellen- und Industrieländern Einfluss erlangte (vgl. Öniş 2000: 288 f.).<sup>169</sup>

Die umfangreiche gesellschaftliche und ökonomische Transformation der Türkei beinhaltete auch ein Umdenken in der Geld- und Währungspolitik. Der erste Schritt wurde mit der Liberalisierung des Wechselkursregimes vollzogen. Vor 1980 bestimmte die Regierung, in welchem Umfang der Wechselkurs der TRY an veränderte makroökonomische Bedingungen und den Konjunkturverlauf angepasst werden sollte. Diese Regulierung wurde durch die Einführung eines flexiblen Währungsregimes graduell aufgegeben, wobei die CBRT in einer Übergangsphase den Wechselkurs täglich veröffentlichte (vgl. CBRT 2002: 11).

Die CBRT führte ab Mitte 1980 den Interbanken- und Devisengeldmarkt ein und begann Offenmarktoperationen durchzuführen. Um ausländische Investoren anzulocken, wurde 1981 ein Kapitalmarktgesetz verabschiedet, das einen transparenten und stabilen Kapitalmarkt institutionell verankern sollte. 1982 wurde die Kapitalmarktaufsichtsbehörde als Regulierungs- und Aufsichtsinstanz gegründet (vgl. Ekinci 1997: 248). Im Rahmen der Liberalisierung wurde den Geschäftsbanken Ende 1982 erlaubt, Devisentransaktionen durchzuführen. Dies sollte einen inländischen privatwirtschaftlichen Devisenmarkt etablieren, der neue Anlagemöglichkeiten für internationales Kapital schaffen und den Ka-

---

<sup>167</sup> Die damalige rechtskonservative Regierung verkündete mit den *Beschlüssen vom 24. Januar 1980* ein umfangreiches Stabilitätsprogramm. Dies war jedoch weit mehr als ein Stabilitätsabkommen. Es beinhaltete neben Sofortmaßnahmen eine langfristig ausgelegte Strategie zur Umstrukturierung der Wirtschaft, um die ökonomische Krise zu überwinden.

<sup>168</sup> Die Öffnung der Ökonomie bedeutete, die türkische Wirtschaft den Konjunkturen einer sich integrierenden Weltökonomie auszusetzen (vgl. Önder 1998: 51). Für eine ausführliche Analyse der internationalen und nationalen Aspekte der Krise des IS-Modells in der Türkei siehe Şener (2003).

<sup>169</sup> Der Einfluss neoliberaler Ideen auf die türkische Wirtschaftspolitik, denen zufolge der Staat seine Interventionen zurückfahren sollte, um den Marktkräften freien Raum zu geben, sollte dabei allerdings nicht überbetont werden. Der türkische Staat zog sich in der ersten Liberalisierungsphase (1980–1989) keineswegs aus der ökonomischen Sphäre zurück. Vielmehr änderten sich Form und Inhalt der staatlichen Interventionen. Diese waren nunmehr darauf gerichtet, den Export durch öffentliche Investitionen und Exporthilfen zu fördern, anstatt, wie bislang, die türkische Wirtschaft vor Importen zu schützen.

pitalfluss in den inländischen Finanzmarkt erhöhen sollte. 1984 folgten weitere Deregulierungen des Kapitalverkehrs, die es inländischen Privatpersonen ermöglichten, Devisenkonto zu führen und international mit Wertpapieren zu handeln. Angesichts der hohen Inflation in der Türkei verstärkte sich die Flucht in den USD, die 1989 mit der vollständigen Liberalisierung und Öffnung des Kapitalverkehrs ihren Höhepunkt erlangte.

Im Zuge der Liberalisierung gewann die CBRT, so Öniş und Webb, schrittweise an Autonomie und Einfluss in der Gestaltung und Implementierung der Geld- und Währungspolitik (vgl. 1994: 150). Institutionell wurde dies durch eine Umstrukturierung der wirtschaftspolitischen Zuständigkeiten und Befugnisse im Staatsapparat erreicht. Beispielsweise wurde Ende 1983 das Finanz- und Handelsministerium direkt dem Premierminister unterstellt, was zu einer unmittelbaren Schwächung bisheriger bürokratischer Strukturen führte, die an einer interventionistischen Wirtschaftspolitik des Staates festhielten (vgl. ebd. 148; Önder 1998: 62 f.). Parallel verlor das Staatliche Planungsamt (*Devlet Planlama Teşkilatı*) an Einfluss. Diese Institution war maßgeblich an der Gestaltung der Importsubstitution beteiligt, indem sie Fünfjahrespläne entwarf, mit denen der öffentliche Wirtschaftssektor gesteuert wurde.

Der liberale Kurswechsel machte sich auch in der Darlehensvergabepolitik der CBRT an das Schatzamt bemerkbar, die sich seit den 1950er Jahren vielfach geändert hatte. Deutlich wurde dies in den 90er Jahren als nach der Finanzkrise von 1994 der Umfang der Darlehensobergrenze reduziert wurde. 1995 sank die Darlehensobergrenze auf 12 Prozent und in den drei Folgejahren bis 1998 schrittweise auf drei Prozent. Mit der Reform von 2001 wurde sie, wie noch gezeigt werden wird, vollständig abgeschafft (vgl. CBRT 2012c: 17 f.).

Betrachten wir abschließend die Eigentümerstruktur der CBRT, von der bereits die Rede war. Im Unterschied etwa zur Deutschen Bundesbank, die zu 100 Prozent dem Bund gehört, ist die CBRT auch heute noch als privatrechtliche Aktiengesellschaft organisiert, deren Mehrheitsanteile im Besitz des staatlichen Schatzamtes verblieben sind (vgl. Yücememiş 2005: 300 f.). Der türkische Staat hat in den 2000er Jahren den Anteil des Schatzamtes aufgestockt und verfügt derzeit über 55 Prozent der CBRT Anteile. Unter den übrigen Anteilseignern befinden sich größtenteils nationale öffentliche Banken und Anstalten des öffentlichen Rechts, wie z. B. die *Ziraatbank*, der *Türkische Halbmond* und die *So-*

zialversicherungsanstalt, sowie private Banken und Privatpersonen (vgl. CBRT 2011c: 86). Diese Darlegung zeigt, dass auch heute noch die Eigentümerstruktur der CBRT ihren öffentlichen Charakter bewahrt hat, die als wohlfahrtsstaatlich interpretiert werden kann.

## 4.2 Die Hintergründe der CBRT-Reform

Bevor wir näher auf das neue Statut der CBRT eingehen, sollen die Hintergründe der Reform kurz erörtert werden. Die Entscheidung für die Zentralbankreform kann auf zwei Entwicklungen zurückgeführt werden, die eine internationale und eine nationale Dimension aufweisen. Die internationale Dimension bildet die Politik, die sich aus dem Zusammenspiel der Interessen von IWF, Weltbank und EU ergab. Nach der schweren Wirtschaftskrise von 2001 haben der IWF und die Weltbank die Etablierung einer unabhängigen Zentralbank und weitreichende Reformen im Banken- und Finanzsektor als Voraussetzung für ein Stand-by Programm mit Unterstützungskrediten verlangt. Als Bedingung für die Aufnahme der Beitrittsverhandlungen forderte die EU die Etablierung einer unabhängigen Zentralbank nach dem Vorbild der EZB und die Erfüllung der Maastrichter Kriterien, wie sie in der Konstitution des Europäischen Währungssystems niedergelegt sind (vgl. Bakır 2007: 75).<sup>170</sup> So monierte die Europäische Kommission im Jahr 2000:

“According to the statute, the Turkish Central Bank is not independent, as the personal institutional and financial independence of the Central Bank are not fully guaranteed. In addition, the statute does not guarantee the independent conduct of monetary policy. For example, interest rates on credit and deposit are proposed by the Bank to the Prime Minister. Equally, the Central Bank’s credit and deposit policy must be in line with the Governments development plans, and must [be] approved by the Premier Minister.” (EC 2000: 48)

Diese Kritik bezog sich unmittelbar auf das Statut der CBRT von 1970. Der Bericht forderte eine formale Abkopplung der geldpolitischen Entscheidungen von der direkten Kontrolle der staatlichen Exekutive und mahnte an, zentrale Bestandteile der Geldpolitik, die Zins-, Kredit- und Einlagenpolitik, nicht den wirtschaftspolitischen Entwicklungsplänen der Regierung unterzuordnen. Die

---

<sup>170</sup> Im Fall der Türkei wirkt dies als ein doppelter externer Anker (vgl. Onaran 2007).

türkische Regierung verkündete in einem Ende 2000 veröffentlichten *Letter of Intent*, die operationale Unabhängigkeit der CBRT zu etablieren und die geldpolitischen Kriterien des Maastrichter Vertrags umzusetzen:

“We will thus start a gradual shift from a monetary framework centered on the exchange rate to one, centered on formal inflation targeting, which has been successfully adopted by several other countries. As a necessary step to support this shift, a new central bank law will be enacted by end-April 2001 (a condition for the completion of the eighth review) with the goal of designating price stability as the primary monetary policy objective of the CBT, enhancing its operational independence in the pursuit of that objective, increasing its degree of accountability for monetary policy decisions, and enhancing the transparency of monetary policy formulation. All this will also be necessary to make the central bank legislation consistent with the Maastricht Treaty, with a view to Turkey’s prospective participation in the European Union.” (LoI 2000: § 30)

Nach der Krise 2001 bekräftigte die damalige türkische Ministerkonferenz den EU-Reformkurs *Nationale Programm zur Übernahme des Acquis Communautaire* und kündigte eine Harmonisierung der CBRT an das ESZB an (vgl. NPAA 2001: 11). Es wäre jedoch zu kurz gegriffen, wenn die Einführung einer unabhängigen Zentralbank in der Türkei lediglich als von außen aufoktroziert betrachtet würde. Der internationale Reformdruck spielte sicherlich eine wichtige Rolle und lieferte einen Anlass für die Reform. Dies stellt jedoch noch keine hinreichende Erklärung der CBRT-Reform dar. Die Forderung nach einer verstärkten Unabhängigkeit der CBRT wurde nämlich auch im Inland erhoben, etwa von den Wirtschaftsverbänden und von (fast) allen etablierten Parteien der Türkei (vgl. Derviş et al. 2006).

Ursächlich für diesen Gesinnungswandel war in Bezug auf die Wirtschaftsverbände einmal der Umstand, dass die türkische Wirtschaft immer stärker in die Weltwirtschaft integriert war und in der Globalisierung Chancen für erhebliches Wachstum erblickte. Zum anderen setzte sich in der türkischen Wirtschaft allmählich die Auffassung durch, dass eine hohe Inflation ausgelöst durch eine defizitäre Fiskalpolitik das größte Problem für die Wettbewerbsfähigkeit türkischer Unternehmen darstellt. Schließlich führte die verheerende Wirtschaftskrise von 2001 dazu, dass die großen Wirtschaftsverbände der Bekämpfung der Hyperinflation oberste Priorität einräumten. Aus diesem Grund unterstützte der größte und einflussreichste türkische Industrieverband TÜSIAD den neuen Kurs in der Geldpolitik und eine unabhängige Zentralbank (vgl. TÜSIAD 2002).

Die Entscheidung für eine unabhängige Zentralbank wurde auch von einer breiten lagerübergreifenden Koalition der Zentrumsparteien getragen. Vor dem Hintergrund steigender Zinsen und einer wachsenden Staatsverschuldung, die außer Kontrolle zu geraten drohte, forderten viele Parteien eine Wirtschaftspolitik, die darauf verzichtet, Budgetdefizite durch eine expansive Geldpolitik zu finanzieren. Da die rasche Geldvermehrung nach weit verbreiteter Auffassung nur dadurch möglich war, weil die türkische Zentralbank politischen Vorgaben folgte, forderten Politiker, wie etwa der damalige Wirtschaftsminister Derviş die Etablierung einer unabhängigen und starken Zentralbank (vgl. Derviş et al. 2006: 73). Zu diesem Schluss kam auch die damalige Koalitionsregierung, bestehend aus dem DSP-MHP-ANAP – einem seltenen Parteienbündnis aus Sozialdemokraten, Rechtsliberalen und Rechtsradikalen (vgl. Ataç/Grünewald 2008: 46). Nach der Krise 2001 gab es in der Ministerialbürokratie und den politischen Eliten keine ernsthafte Opposition mehr gegen eine unabhängige Zentralbank (vgl. Bakır 2007: 84). Im Gegenteil versprachen sich die Befürworter einer unabhängigen Zentralbank eine Zurückdrängung aller ökonomischen Interessengruppen, die vermittelt über ihre diversen Lobbyaktivitäten Einfluss auf die Geldpolitik zu nehmen versuchten (vgl. ebd. 128 ff.).<sup>171</sup> Das Statut der CBRT wurde zwei Monate nach Ausbruch der Wirtschaftskrise im April 2001 im Einklang mit dem *Programm zum Übergang in eine starke Ökonomie* und dem Stand-By Abkommen mit dem IWF mit einem neuen Zentralbankgesetz verändert. Wie im folgenden Abschnitt gezeigt werden soll, beinhaltete das Gesetz institutionelle Veränderungen mit dem Ziel, eine politische und operationale Unabhängigkeit der CBRT zu schaffen.

### 4.3 Das neue Statut der CBRT

Das Statut der CBRT wurde am 25. April 2001 mit dem Zentralbankgesetz 4651 reformiert. Das neue Statut sollte den von der Regierung beschlossenen unabhängigen Status der CBRT formell-juristisch festlegen und das Preisstabilitätsziel aufwerten. Zu diesem Zweck reorganisierte das Gesetz die institutionelle Struktur und formulierte die Leitlinien und Normen der Zentralbank neu.

---

<sup>171</sup> Dieser breite Konsens stützt sich auf die Auffassung, dass politische Entscheidungen und öffentliche Institutionen per se korrumpierbar sind, Ineffizienzen erzeugen und zu ökonomischen Ungleichgewichten führen.

Ergänzt wurde dieser Beschluss durch eine Neuregelung der geldpolitischen Instrumente. Kurz nach dem Inkrafttreten der neuen Zentralbankreform konkretisierte die Regierung im Mai 2001 die neuen geldpolitischen Maßnahmen in einem Memorandum unter dem Titel *‘Monetary Policy Under the Float’* (vgl. LoI 2001: § 42). Im Folgenden werden die zentralen Merkmale des neuen formellen Statuts näher erörtert, die die politische und ökonomische Unabhängigkeit der Zentralbank betreffen. In der Reihenfolge dieser Aufzählung werden das neue Mandat, die Zielsetzung, der organisatorische Aufbau und die Entscheidungsstrukturen sowie die Neuregelung der geldpolitischen Instrumente und Kompetenzen der CBRT besprochen und mit denen der EZB verglichen.

### 4.3.1 Das neue Zentralbankmandat

Das Herzstück der Reform bildet die Aufwertung des Preisstabilitätsziels durch die Änderung des Artikels 4. Dieser Artikel legt die geldpolitische Zielsetzung fest und bestimmt die grundlegenden Aufgaben und Befugnisse der CBRT. Ein Blick auf diesen Paragraphen verdeutlicht den neu eingeschlagenen Kurs in der Geldpolitik. Dieser zeigt sich in einer neuen Priorisierung der geldpolitischen Ziele und der Übergabe der geldpolitischen Entscheidungskompetenz in die Hände der Zentralbank. So wird gleich im ersten Satz des ersten Abschnittes des Artikels 4 Preisstabilität zum obersten Ziel der Zentralbank erklärt:

“The primary objective of the Bank shall be to achieve and maintain price stability. The Bank shall determine on its own discretion the monetary policy that it shall implement and the monetary policy instruments that it is going to use in order to achieve and maintain price stability. The Bank shall, provided that it shall not be in conflict with the objective of achieving and maintaining price stability, support the growth and employment policies of the Government.” (CBRT 2001a: § 4)

Wie ernst dieses Preisstabilitätsziel genommen wird und welche Implikationen diese Neuregelung in Bezug auf die Verfolgung wirtschaftspolitischer Ziele hat, verdeutlicht der Folgesatz im zweiten Absatz. Hier wird deklariert, dass die CBRT fortan wachstums- und beschäftigungspolitische Ziele der Regierung nur noch in den Fällen unterstützen darf, in denen diese nicht im Konflikt mit dem Preisstabilitätsziel stehen. Diese Neuformulierung rückt klassische makro-

ökonomische Ziele in der Hierarchie der Geldpolitik nach hinten und bindet die Geldpolitik strikt an die Erfüllung der Preisstabilität.<sup>172</sup>

Im zweiten Satz des ersten Absatzes wird festgelegt, wer der Adressat dieser neuen konditionierten Geldpolitik ist und wie das Preisstabilitätsziel konkret erreicht werden soll. Dem Wortlaut nach soll die Zentralbank die Maßnahmen und die für deren Implementierung als notwendig erachteten Instrumente nach eigenem Ermessen (*discretion*) wählen. Die Hervorhebung der Ermessensfreiheit in Fragen der Geldpolitik ist das erste Anzeichen für den neuen unabhängigen Status der Zentralbank. Es ist jedoch nicht der einzige Hinweis. Eine weitere Betonung der (operativen) Unabhängigkeit findet sich in Artikel 4 IIb, in dem die Autorität und Verantwortung für die Geldpolitik lediglich der Zentralbank zugestanden wird: „The bank shall be the ultimate body authorized and responsible to implement the monetary policy.“<sup>173</sup> Die jedoch stärkste und klarste Formulierung folgt in Artikel 4 IIIc, indem die Zentralbankautonomie gesondert beim Namen genannt wird: „The Bank shall enjoy absolute autonomy in exercising the powers and carrying out the duties granted by this Law under its own responsibility.“ Der Wortlaut dieses Satzes unterstreicht die grundlegende und prinzipielle Autonomie der Zentralbank. Er weist nicht nur auf die neue Hierarchie in der Geldpolitik hin, sondern kündigt gleichzeitig die neuen Prioritäten in der zukünftigen Wirtschaftspolitik an.

Wie ich gezeigt habe, wird in dem zentralen Artikel 4 die Unabhängigkeit und Autonomie der CBRT gleich an drei Stellen hervorgehoben. Damit wurden auch die ersten Schritte der Harmonisierung mit der EZB vollzogen, die von der damaligen Regierung im März 2001 in dem *Nationalen Programm zur Übernahme des Acquis Communautaire* angekündigt wurden (vgl. NPAA 2001: 11). Ein Vergleich des neuen CBRT Status mit dem der EZB belegt eine grundlegende Harmonisierung der Statuten. In dem Regelwerk des ESZB kodifizieren die Artikel 2 und 7 das Preisstabilitätsmandat und den juristisch-formellen unabhängigen Status der EZB (vgl. ECB 2004: 14 f.). Diese beiden Artikel stützen sich auf die Paragraphen 105(1) und 108 des Vertrages zur Gründung der Europäischen Gemein-

<sup>172</sup> Um die Verbindlichkeit an Preisstabilität auch medial zu vermitteln, betitelt der erste Satz dieses Artikels 4 die Internethomepage der CBRT (vgl. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/eng/index.html>, aufgerufen am 14.4.2010). Ein Blick auf die Webseiten anderer Zentralbanken zeigt, dass dies eine weit verbreitete Medienpraktik von Zentralbanken ist.

<sup>173</sup> In der aktuellen Fassung des Zentralbankstatuts (Stand Mitte 2015) wurde die Formulierung „the ultimate body“ durch „exclusively“ ersetzt.

schaft. Diesen beiden Paragraphen entspricht der Artikel 4 des CBRT-Statuts, der die Ziele und Aufgaben sowie den institutionellen Status zusammenfasst. Der Vergleich zeigt<sup>174</sup>, dass das CBRT-Statut bezüglich der Wahl der geldpolitischen Ziele und der Zielhierarchie fast wortwörtlich an das Statut der ESZB angepasst wurde (vgl. auch Bakır 2007: 84 ff.). Der EZB folgend soll sich die CBRT fortan primär an der Verfolgung der Preisstabilität orientieren.<sup>175</sup> Daraus folgt, dass andere wirtschaftspolitische Ziele in den Hintergrund treten, wenngleich dies genau umgekehrt ausgedrückt wird, wie das folgende Zitat belegt, das sich auf den Artikel 2 des ESZB-Regelwerks bezieht:

“The Treaty thus establishes a clear hierarchy of objectives for the Eurosystem and assigns overriding importance to price stability. By focusing the monetary policy of the ECB on this primary objective, the Treaty makes it clear that ensuring price stability is the most important contribution that monetary policy can make to achieving a favorable economic environment and a high level of employment.” (ECB 2004: 10)

Die Preisstabilität wird in dem Zitat selber als wichtigster Beitrag aufgefasst, um ein vorteilhaftes wirtschaftliches Umfeld zu schaffen und um ein hohes Beschäftigungsniveau zu erreichen. Eine vergleichbare Stellungnahme findet sich auch bei der türkischen Zentralbank:

“The Law also states that the Bank shall support growth and employment policies of the Government, provided that they are not in conflict with the objective of price stability.” (CBRT 2012c: 9)

---

<sup>174</sup> Im Protokoll über die Satzung des ESZB und EZB heißt es: „Nach Artikel 105 Absatz 1 dieses Vertrags ist es das vorrangige Ziel des ESZB, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft, um zur Verwirklichung der in Artikel 2 dieses Vertrags festgelegten Ziele der Gemeinschaft beizutragen. Das ESZB handelt im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb, wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird, und hält sich dabei an die in Artikel 4 dieses Vertrags genannten Grundsätze.“ (vgl. [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/de\\_statute\\_2.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/de_statute_2.pdf), aufgerufen am 22.4.2015)

<sup>175</sup> Neben den Gemeinsamkeiten gibt es auch einige Unterschiede, die allerdings weniger ins Gewicht fallen. Im Unterschied zum ESCB Regelwerk soll das Ziel der Preisstabilität erst noch erreicht werden, was damit zusammenhängt, dass zur Zeit der Reform eine Hyperinflation in der Türkei herrschte. Ein weiterer Unterschied im Wortlaut bezieht sich darauf, dass das CBRT Statut im Unterschied zur ECB den Schutz des freien Wettbewerbs und offener Märkte nicht gesondert hervorhebt (vgl. ECB 2004: 14). Eine derartig paradigmatische Manifestation der Marktform und des außenwirtschaftlichen Kurses findet sich nicht in den CBRT-Statuten.

Kritiker sehen darin eher ein Indiz dafür, dass das Ziel einer hohen Beschäftigung und sozialen Sicherung geopfert wird, weil die dazu unternommenen wirtschaftspolitischen Programme die Preisstabilität nicht gefährden dürfen. Mit anderen Worten: Wenn die Preisniveaustabilität als das zentrale Ziel verkündet wird, dann ist seine Zielerreichung nicht anderen Zielen untergeordnet, sondern umgekehrt, dann relativieren sich andere, etwa sozialpolitische Ziele daran, dass das Hauptziel gewährleistet bleibt (vgl. ECB 2004: 14). Hinter dieser neuen Priorisierung versteckt sich eine Politik der Schwächung sozialpolitischer Ziele und Rechte. Dies ist ein zentraler Bestandteil einer neoliberalen Politikagenda, die in den vergangenen 30 Jahren weltweit verfolgt wurde.<sup>176</sup> Die Strategie besteht nicht darin, die Verbindlichkeit für sozialpolitische Ziele offen abzulegen. Dies wäre in Zeiten hoher Arbeitslosigkeit, wie dies nach der Krise 2001 in der Türkei der Fall war, auch politisch umstritten. Stattdessen werden sozialpolitische Ziele zu residualen Kategorien der Geldpolitik uminterpretiert und in Abhängigkeit vom Erfolg der Preisstabilität relativiert. Das kommt jedoch einer Aufkündigung durchaus nahe.

Bei der näheren Definition dessen, was mit der Unabhängigkeit der Zentralnotenbank gemeint ist, treten zwischen den ESZB Statuten und dem CBRT Statut allerdings auch Unterschiede in den Formulierungen auf. Während im Artikel 4 der CBRT die Betonung auf der Autonomie der Entscheidungs- und Ermessenskompetenz der CBRT, also auf Geboten liegt, hebt Artikel 7 des ESZB-Statuts bei der Beschreibung der Unabhängigkeit der EZB eher die Verbote hervor. So steht im Artikel 7 der Satzung der ESZB:

„Nach Artikel 108 dieses Vertrags darf bei der Wahrnehmung der ihnen durch diesen Vertrag und diese Satzung übertragenen Befugnisse, Aufgaben und Pflichten weder die EZB noch eine nationale Zentralbank noch ein Mitglied ihrer Beschlussorgane Weisungen von Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen. Die Organe und Einrichtungen der Gemeinschaft sowie die Regierungen der Mitglied-

---

<sup>176</sup> Um Missverständnissen vorzubeugen, sei erwähnt, dass die Forderung nach Preisniveaustabilität von ihren Verfechtern nicht als Aufkündigung des Wachstumsziels verstanden wird. Das *Neue* besteht darin, dass die Preisstabilität nunmehr als zentrale Bedingung für ökonomisches Wachstum behauptet wird. Hierfür wird dazu die Formulierung *sustainable und non-inflationary growth* gewählt (vgl. Artikel 2 des ECB Statuts). Ob Preisniveaustabilität eine notwendige oder gar hinreichende Bedingung für ökonomisches Wachstum darstellt, sei hier dahingestellt. Diese Frage wird zumindest kontrovers diskutiert. Kritiker sehen hinter dieser neuen Priorisierung allerdings eine Politik der Schwächung sozialpolitischer Ziele und Rechte.

staaten verpflichten sich, diesen Grundsatz zu beachten und nicht zu versuchen, die Mitglieder der Beschlussorgane der EZB oder der nationalen Zentralbanken bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben zu beeinflussen.“

Es fällt auf, dass in Artikel 7 sowohl die EZB als auch politische Instanzen wie die Regierungen und sämtliche politische Einrichtungen der EU in die Pflicht genommen werden, die Unabhängigkeit der EZB zu respektieren. Es wird von Beginn an klargestellt, dass keine gesellschaftliche Instanz versuchen darf, die Geldpolitik der EZB zu beeinflussen. Im türkischen Fall zeigt sich ein ambivalentes Bild. In der Regierungserklärung von 2001 wird unterstrichen:

“With regard to the institutional independence of TCMB, no authority will give recommendations and instructions to the Bank in a way to affect its decision making process.” (NPAA 2001: 11)

In der konkreten Umsetzung der Reform wird der Regierung dagegen durchaus ein Ermessensspielraum zugebilligt, um auf die Geldpolitik der CBRT Einfluss zu nehmen. In Artikel 4 Ib des Statuts steht, dass die CBRT die währungspolitischen Maßnahmen gemeinsam mit der Regierung entscheidet: „[T]o establish the exchange rate regime to determine the parity of the Turkish Lira against gold and foreign currencies jointly with the Government.“ Zusätzlich bekundet Artikel 4 Iib, dass die CBRT die Inflationsziele mit der Regierung gemeinsam festlegt, wenngleich im selben Absatz der Zentralbank die alleinige Autorität in der Geldpolitik zugesprochen wird:

“The Bank shall determine the inflation target together with the Government and shall, in compliance with this, adopt the monetary policy. The Bank shall be exclusively authorized and responsible in the implementation of the monetary policy.“

Wie sich dies praktisch auswirkt, lässt sich nur anhand einer empirischen Analyse der türkischen Geldpolitik ersehen. In den beiden zitierten Absätzen des Artikels 4 (Iib und IIic) steckt jedoch noch ein weiterer Hinweis. Aus diesen geht hervor, dass die CBRT nicht nur Autonomie besitzt, sondern auch die Verantwortung für die Geldpolitik trägt. Damit wird signalisiert, dass die Verantwortung für die Preisstabilität und generell die Geldpolitik vom Schatzamt und Finanzministerium an die Zentralbank übergeben wurde.

Bleibt noch die Klärung des Begriffs *diskretion*, der in dem neuen CBRT-Statut weiterhin zu finden ist. Bezog sich die diskretionäre Geldpolitik in der Importsubstitutions-Ära noch darauf, dass die Zentralbank die zahlreichen Wirt-

schaftsprogramme und damit einhergehend die aktive Fiskalpolitik flankieren sollte (vgl. Epstein/Yeldan 2007: 19), bezieht sich der Begriff diskretion nunmehr auf das Ziel der Preisniveaustabilität, die zum *sine qua non* erklärt wird. Was es *de facto* mit der diskretionären Geldpolitik der türkischen Zentralbank auf sich hat, sei hier vorerst dahingestellt. Zusammenfassend kann also für die CBRT gesagt werden, dass mit der Ausrichtung der türkischen Zentralbank an dem von der EZB geforderten Ziel der Preisniveaustabilität ein Paradigmenwechsel in dem Sinne angekündigt wurde, als bisherig verfolgte makroökonomische Ziele – zum Beispiel das Ziel der Vollbeschäftigung oder das der sozialen Sicherung – programmatisch herabgestuft und zu sekundären, residualen Zielkategorien erklärt wurden. Die rechtlichen und institutionellen Konsequenzen dieses Paradigmenwechsels sind Gegenstand der weiteren Ausführungen.

#### 4.3.2 Das Verbot der öffentlichen Kreditierung

Ein weiterer zentraler Aspekt der Reform bildet die Restrukturierung der Interventionsinstrumente und der Befugnisse der CBRT. Mit der Perspektive eines Eintritts in das ESZB und einer zukünftigen Übernahme des Euros, sollten die Instrumente der CBRT an die der EZB angepasst werden, so dass eine Übergabe der Geldpolitik an die EZB möglich wird. Die wichtigste Änderung, die die Reform brachte, war das generelle Verbot der direkten Kreditvergabe an die öffentliche Hand. Zu diesem Zweck definiert der Artikel 4 I des neuen CBRT-Statuts den neuen Instrumentenrahmen und legt Offenmarktoperationen als Standardinstrument der geldpolitischen Steuerung fest. Dadurch wird eine Angleichung an den Paragraphen 18 des ESZB-Statuts erfüllt (vgl. ECB 2004: 16). Zusätzlich unterstreicht Artikel 52, Abschnitt 4, dass Offenmarktoperationen lediglich zur Steuerung des Geldangebots und nicht zur Vergabe von Finanzmitteln an das Schatzamt oder an sonstige öffentliche oder private Institutionen genutzt werden dürfen. In diesem Zusammenhang wurden die bisherigen Artikel 50 und 51 abgeschafft, die die Kreditvergabe an das Schatzamt und öffentliche Institute regelten. Dadurch verlor das Schatzamt formell endgültig das Recht, auf Vorschüsse von der Zentralbank zurückgreifen zu können. Unter dem alten Statut war das Schatzamt befugt gewesen, von der CBRT kurzfristige Kreditdarlehen bis zu 15 Prozent ihrer Vorjahresausgaben aufzunehmen. Dieses Recht

wurde, wie bereits an anderer Stelle erwähnt, in den 1990er Jahren schrittweise reduziert.

Um sicherzustellen, dass sich die CBRT auch zukünftig nicht unter politischen Druck setzen lässt, um staatliche Ausgabenprogramme zu finanzieren, wurde eine weitere Einschränkung vorgenommen. Mit der Änderung des Paragraphen 56 wird der CBRT untersagt, Wertpapiere des Schatzamtes oder anderer öffentlicher Institutionen und Unternehmen auf dem Primärmarkt zu kaufen. Durch dieses generelle Verbot der öffentlichen Finanzierung durch die CBRT wurde der ESZB Paragraph 101 erfüllt, der der EZB und allen ihr assoziierten Zentralbanken formell untersagt, öffentliche Defizite durch jeglichen Typ von Kreditfazilitäten zu finanzieren (vgl. ECB 2004: 24). Das wird gemeinhin als Indiz dafür gewertet, dass die Unabhängigkeit der CBRT gewährleistet wird (vgl. Yücememiş 2005: 302).

Das neue CBRT-Statut beinhaltet jedoch bei genauerer Sicht Ausnahmefälle, in denen die finanzielle Unterstützung staatlicher Maßnahmen durchaus vorgesehen ist. So ist es der CBRT durchaus erlaubt, den *türkischen Einlagensicherungsfond* (Savings Deposit Insurance Fund, SDIF), unter bestimmten Umständen finanziell zu unterstützen, wie Artikel 4 Iid zeigt:

“The Bank shall, under extraordinary conditions and in cases when the resources of the Fund are insufficient, be authorized to grant advance to the Savings Deposits Insurance Fund in accordance with the procedures and conditions that it shall determine.” (CBRT 2001a: § 4 Iid)<sup>177</sup>

Im Falle einer Finanzkrise soll der SDIF ferner Zugang zu ausreichenden Finanzmitteln haben, um staatliche Rettungsaktionen durchzuführen.<sup>178</sup> Diese

---

<sup>177</sup> Die Deregulierung der Geldpolitik und die schrittweise Freigabe der Zinsen führten bereits 1982 zu einem ersten Finanzcrash. Eine Reihe privater Geldhändler und kleiner Banken gingen Bankrott, weil sie aufgrund der starken Konkurrenz hohe Zinssätze angeboten hatten, die sie aber nicht erwirtschaften konnten. Daraufhin wurde ein Einlagensicherungsfond gegründet, der die Konten der Privatanleger bis zu einer Höchstgrenze unter staatlichen Schutz stellte (vgl. CBRT 2002: 17). Damit reagierte die Regierung auf die Erschütterungen im Bankwesen und versuchte, das Vertrauen der Öffentlichkeit wiederzugewinnen. Zusätzlich wurde eine zwischenzeitliche Regulierung der Zinssätze beschlossen (vgl. Ekinci 1997: 249), die Ende 1988 auf Druck der großen Banken erneut abgeschafft wurde. Önder bezeichnet diese Entwicklung als Indiz dafür, dass ein liberalisierter Markt ohne staatliche Interventionen und Regulierungen nur durch die Etablierung neuer Institutionen und Regelungen funktionieren kann (vgl. 1998: 55).

<sup>178</sup> Der Paragraph 56 fügt hinzu, dass diese in gesetzlich bestimmten Ausnahmefällen zu gewährenden Krediten und Vorschüssen gedeckt sein müssen, ansonsten seien sie strikt verboten.

Regelung diente der Absicherung der staatlichen Interventionen, die nach der Finanzkrise 2000/01 den türkischen Banken- und Finanzsektor vor einem Kollaps retteten (vgl. Şener 2008: 190).<sup>179</sup> Zwischen Juni 2002 und April 2005 wurden mit dem sogenannten *Istanbuler Ansatz* (Istanbul Yaklaşımı) große Teile des Privatsektors (nicht nur Banken und Finanzinstitute, sondern auch viele Unternehmen) vor der Insolvenz gerettet.<sup>180</sup> Die CBRT vergab der SDIF zwischen Ende 2000 bis 2005 Vorausdarlehen, die auf 1,33 Mrd. USD beziffert werden (vgl. SDIF 2011: 31).<sup>181</sup> Vom Umfang her viel wichtiger war aber die Rolle der CBRT in der Finanzierung der Anleihen, die das Schatzamt aufgrund der Krise gesondert emittierte, um die Rettungsmaßnahmen und den Schuldentausch zu finanzieren. Die CBRT hielt zwischen 2001 bis zur vollständigen Tilgung im Jahr 2010 durchschnittlich 43 Prozent der Anteile an diesen Wertpapieren. Der türkische Staat zahlte für diese Anleihen im Zeitraum 2001 bis 2010 insgesamt 146,8 Mrd. TRY, umgerechnet 58,44 Mrd. EUR (Kurs vom 2. Juli 2013). Rund 30,95 Mrd. EUR davon mussten alleine für die Zinszahlungen aufgebracht werden.<sup>182</sup> Der Anteil der Staatsverschuldung, die die CBRT in ihrem Aktivposten hielt, betrug von 2001 bis zur Tilgung dieser Anleihen Ende 2009 durchschnittlich 26,5 Prozent. Dieser Anteil sank nach einem anfänglichen Anstieg auf 60 Prozent bis Mitte 2013 auf unter 4 Prozent. Auf diesen Aspekt gehe ich im siebten Kapitel näher ein.

Man kann daraus schlussfolgern, dass die Zentralbank in die Stabilisierungsmaßnahmen der Ära der Krisenbewältigung eingebunden war. Wie es mit der Unabhängigkeit der CBRT bestellt ist, hängt grundlegend davon ab, welche Situ-

---

<sup>179</sup> Auch in den 1990er Jahren musste der SDIF marode Banken übernehmen. Nach der Wirtschaftskrise von 1994 wurden bis Ende der Dekade 11 Banken unter die Kontrolle der SDIF gestellt. In den 2000er Jahren musste der SDIF insgesamt 13 Banken übernehmen (vgl. <http://www.tmsf.org.tr/bank.transfer.en>, aufgerufen am 2.7.2013).

<sup>180</sup> Mit diesem umfangreichen Umschuldungsprogramm wurden die Schulden von 318 Unternehmen, darunter 217 großen und 101 mittelständischen Unternehmen, in Höhe von 6 Mrd. USD restrukturiert (vgl. TBB 2005). Zudem wurden 25 insolvente Privatbanken mit öffentlichen Mitteln entweder konsolidiert und rekapitalisiert oder aus dem Bankensystem ausgeschlossen. Alleine die Restrukturierung des Bankensektors kostete 47,2 Mrd. USD und führte zu einem Anstieg der öffentlichen Schulden um 33 Prozent (vgl. Şener 2008: 190, 202).

<sup>181</sup> Die Unterstützung des SDIF durch die CBRT ist auch in der Bilanz der Zentralbank zu sehen. Zwischen dem 4. Dezember 2000 und dem 21. April 2003 bestand ein SDIF Aktivposten mit einem Höchstwert von 750 Mio. TRY. Ein zweiter Posten taucht zwischen dem 19. Februar 2004 und 6. Mai 2005 auf mit einem Volumen von bis zu 300 Mio. TRY. Der CBRT wurden insgesamt 1,42 Mrd. USD an finanzieller Unterstützung zurückgezahlt (vgl. SDIF 2011).

<sup>182</sup> Der Restbetrag wurde von den drei größten öffentlichen Banken, *Ziraat, Halk* und *Emlak*, sowie dem SDIF finanziert (vgl. <http://www.treasury.gov.tr>, aufgerufen am 2.7.2013).

ationen und Entwicklungen als *außerordentliche Umstände* definiert werden, die staatliche Interventionen in die Geldpolitik der CBRT rechtfertigen. Das Statut liefert dazu keine eindeutigen Hinweise, was seitens der EZB als eine *offene Hintertür* für die öffentliche Finanzierung beanstandet wurde. Wie Bakır berichtet, kritisierte die EZB diese Regelung als Verstoß des Paragraphen 101 (vgl. 2007: 86), der die Unabhängigkeit der Zentralbank gefährdet.<sup>183</sup>

### 4.3.3 Der organisatorische Aufbau der türkischen Zentralbank

Das neue Zentralbankgesetz beinhaltet konkrete, die Verwaltung und Organisation betreffende Maßnahmen. Als Beispiel wird im Folgenden das Komitee für Geldpolitik herausgegriffen und diskutiert. Die Etablierung des KfG stellt formal eine Erweiterung der bisher existierenden organisatorischen Instanzen, der Hauptversammlung (Bank-Council/Board), des Bankrats und Aufsichtsgremiums (Executive and Auditing Committees) und des Amtes des Gouverneurs (Governor), dar (vgl. CBRT 2001a: § 22/A).<sup>184</sup>

Laut dem neuen Statut hat das KfG folgende vier Hauptaufgaben zu erfüllen: Erstens soll das Statut die Prinzipien und Strategien der Geldpolitik festlegen, die die Preisstabilität gewährleisten. Zweitens soll es im Rahmen der geldpoli-

<sup>183</sup> Angesichts des Krisenmanagements der EZB nach der Finanzkrise 2007/08, die durch massive geldpolitische Eingriffe gekennzeichnet waren, die nicht im Einklang mit dem formellen Statut standen, wie z. B. der Ankauf von Staatsanleihen und anderen direkten Liquiditätsmaßnahmen, erscheint diese Kritik heute sicher in einem anderen Licht. Auch der Ruf der EZB als Zentralbank mit der weitestgehenden Unabhängigkeit, ändert nichts an der Tatsache, dass ein formelles Verbot, das der Geldpolitik Grenzen setzt, ausgehebelt, bzw. schlicht ignoriert werden kann, wenn es opportun erscheint. Allen Statuten zum Trotz scheint eine Zentralbank nur bis zu einem gewissen Grad unabhängig vom politökonomischen Konjunkturverlauf zu sein.

<sup>184</sup> Neben der Hauptversammlung ist der unter der Leitung des Gouverneurs monatlich tagende Bankrat die wichtigste Entscheidungsinstanz. Er setzt sich aus sechs Mitgliedern zusammen, die für jeweils drei Jahre von der Hauptversammlung gewählt werden. Hinzu kommt ein Aufsichts- und Exekutivrat. Der Aufsichtsrat besteht aus vier Mitgliedern, die jeweils von den Inhabern der vier Anteilskategorien für zwei Jahre gewählt werden. Dieser erstattet dem Bankrat und dem Ministerpräsidenten Bericht und legt der Hauptversammlung der CBRT die Jahresendbilanz vor. Der Bankrat trifft Entscheidungen bezüglich der Implementierung und der in Einsatz kommenden Instrumente in Übereinstimmung mit den geldpolitischen Strategien und den Inflationszielen. Er organisiert und verwaltet die Bank, setzt die Regeln und Prozeduren fest, die in sämtlichen geldpolitischen Maßnahmen, in Offenmarkt- und Devisenoperationen, für die Reserve- und Liquiditätsbestimmungen und der Verwaltung der Gold- und Devisenreserven zur Anwendung kommen. Er bereitet die Bilanz und Jahresberichte vor und bestimmt die Agenda der Hauptversammlung.

tischen Strategie gemeinsam mit der Regierung die Inflationsziele bestimmen. Drittens soll es die Regierung und Öffentlichkeit in regelmäßigen Abständen mit Berichten über die geldpolitischen Ziele und die Implementierung der Geldpolitik informieren. Und schließlich soll es, viertens, den Binnen- und Außenwert der türkischen Lira schützen. Gemeinsam mit der Regierung soll das KfG die Währungspolitik gestalten und den Kurs der TRY gegen Gold und internationalen Währungen bestimmen.<sup>185</sup>

Das KfG erweitert die Entscheidungskompetenzen der Zentralbankleitung und beschränkt damit die formellen Interventionsmöglichkeiten der Regierung in die Geldpolitik. Die Führung wird gestrafft, die Stimmrechte der Regierung im zentralen Entscheidungsgremium hingegen begrenzt. Dies geht auch aus der Zusammensetzung des KfG hervor. Dem Komitee gehören der Gouverneur, der vom Ministerrat gewählt wird, und die vier Vize-Gouverneure an. Hinzu kommen ein Mitglied, das von der Hauptversammlung gewählt wird, und ein Mitglied, das vom Gouverneur vorgeschlagen und von der Regierung ernannt wird. Zusätzlich stellt das Schatzamt einen Beobachter im KfG, der jedoch über kein Stimmrecht verfügt. Das Statut sieht vor, dass Beschlüsse mit mindestens fünf von sieben Stimmen getroffen werden müssen. Damit steht fest, dass der exekutive Bankrat (executive committee) der CBRT, der aus dem Gouverneur und seinen vier Vizemitarbeitern besteht, von vornherein die Mehrheit im KfG stellt und als entscheidende Instanz fungiert (vgl. Bakır 2007: 26). Der Exekutivrat organisiert und regelt die Verwaltung der Bank und koordiniert die Zentralbankoperationen.

Zur Stärkung der ZBU trägt das neue Gesetz auch durch die Verlängerung der Amtszeiten des Führungspersonals bei. So wurde die Amtszeit des Gouverneurs auf fünf Jahre, inklusive Neuberufungsoption festgelegt. Im Vergleich dazu wird der EZB-Direktor für acht Jahre, ohne Option auf eine Wiederwahl gewählt. Die Amtszeiten für die Mitglieder des KfG und des Direktoriums wurden von drei auf fünf Jahre verlängert. Die Amtszeit der Mitglieder des Bankrats wurde auf drei Jahre begrenzt.<sup>186</sup> Die Amtszeiten fließen, wie später noch zu

<sup>185</sup> Vgl. CBRT Bank Profil, [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), aufgerufen am 1.11.2007.

<sup>186</sup> Ein weiterer Unterschied der politischen Unabhängigkeitsmerkmale im Vergleich mit dem ESZB ist die Besoldung. Die Besoldung der Vorstandsmitglieder der CBRT wird vom Ministerrat beschlossen. Der Ministerpräsident darf den CBRT-Gouverneur in Ausnahmefällen (§ 28) des Amtes entheben. Parallele Beschäftigungsverhältnisse (offizielle und private) sind für den CBRT-Gouverneur verboten (§ 27) und werden als Absetzungsgrund definiert.

sehen sein wird, als positiv korrelierte Parameter in das Konzept des formellen (de jure) Unabhängigkeitsindex ein (vgl. ebd. 225 ff.).<sup>187</sup>

Die Errichtung des KfGs als einer zentralen Instanz innerhalb der CBRT macht dieses Komitee zum Pendant des Rats der EZB (Governing Council), in dem die geldpolitischen Entscheidungen getroffen und die einzusetzenden Instrumente gewählt werden.<sup>188</sup> Der Bankrat der CBRT gibt somit Kompetenzen ab und wird verpflichtet, entlang der von dem KfG vorgegebenen geldpolitischen Strategie und den Inflationszielen Maßnahmen und Instrumente zu bestimmen. Dies wird in der Literatur auch als Instrumentenunabhängigkeit bezeichnet (vgl. Yücememiş 2005: 296). Damit gleichen die Aufgaben und Funktionen des Bankrates denen des Direktoriums der EZB, das gleichermaßen die vom EZB-Rat gefassten Beschlüsse umsetzt (vgl. Heine/Herr 2006a: 42).

Die Einführung des KfG kann als Schritt bewertet werden, die Autonomie der CBRT zu stärken. Die Gründe für diese Sichtweise wurden eben genannt. Ein näherer Blick auf die neu formulierten Aufgaben des KfG relativiert diese Interpretation jedoch: Wie bereits erwähnt ist im Statut unter *Aufgaben* und *Kompetenzen* des KfG zu lesen, dass die geldpolitischen Entscheidungen bezüglich der Zielinflation- und Währungspolitik *gemeinsam* mit der Regierung beschlossen werden (vgl. Abschnitt 4.3.1, Artikel 4 Ib und IIb des CBRT Statuts). Zwar haben die Vertreter, die der Regierung nahe stehen, kein formelles Stimmrecht, dennoch ist dies kein hinreichender Beleg dafür, dass kein starker Einfluss ausgeübt wird. In diesem Sinne argumentiert etwa der türkische Ökonom Sait Dilik, dass die Reform die politische Abhängigkeit der CBRT sogar erhöht habe (vgl. 2005: 10) und führt dazu näher aus, dass (nach der Reform von 2001) die Ministerkonferenz den Gouverneur direkt wählen kann und der Bankrat nicht mehr die Möglichkeit hat, einen Kandidaten vorzuschlagen. Zudem kann die Regierung als größter Anteilseigner in der Hauptversammlung auch weiterhin die geldpolitische Richtung vorgeben. Dilik sieht dies als Beleg dafür an, dass der politische Einfluss bei der Wahl des Gouverneurs und der Mitglieder des Bankrats, und damit auch der des KfG, fortbesteht. Dabei kommt dem Ministerpräsidenten eine besondere Rolle zu, denn im Artikel 4(IIIa) des Statuts wird

---

<sup>187</sup> Für einen Überblick über die Amtszeit und Rotation der CBRT-Gouverneure siehe Bakır (2007: 232 ff.).

<sup>188</sup> Ein vergleichbares Komitee für Geldpolitik führten Großbritannien (1995) und Frankreich Mitte der 1990er Jahre ein (vgl. Burnham 2001: 138).

ausdrücklich hervorgehoben, dass die Zentralbank den Kontakt zur Regierung über den Ministerpräsidenten hält.

Diese Feststellung wird durch eine aus der Forschungsabteilung der CBRT kommenden Studie nicht nur gestützt, sondern darüber hinaus gerechtfertigt. In einer von Arzu Yazgan veröffentlichten Studie wird vermerkt, dass die Fiskalpolitik des Staates, die Inflation und die Geldpolitik der CBRT die makroökonomischen Ziele der Regierung beeinflussen. Aus dieser Interdependenz leite sich eine Koordinationsnotwendigkeit der Inflationsziele zwischen der Regierung und der CBRT ab (vgl. Yazgan 2003: 122). Als weiteres Argument wird angeführt, dass über 20 Prozent der Waren und Güter im Inflationsindex der CBRT (KPI) im öffentlichen Sektor produziert werden. Diese stellen zugleich Vorleistungen für den Privatsektor dar, d. h. auch deren Preise und Dienstleistungen werden unmittelbar durch Entscheidungen des öffentlichen Sektors beeinflusst. Daraus folgt, dass die Preisniveaustabilität nicht nur eine Folge der geldpolitischen Entscheidungen ist, sondern auch von unternehmerischen Entscheidungen des öffentlichen Sektors abhängt, weshalb ein erhöhter Koordinationsbedarf bestünde. Allerdings soll damit nicht grundsätzlich die Unabhängigkeit der Zentralbank in Abrede gestellt werden. In dem Bericht wird nämlich konstatiert, dass im Zuge der fortschreitenden Privatisierung und dem Schrumpfen des öffentlichen Sektors die Notwendigkeit einer Koordination zwischen der Regierung und Zentralbank in Zukunft obsolet werden würde.

Eine andere Rechtfertigung der staatlichen Einflussnahme auf die Geldpolitik liefert Yücememiş, die den oben angesprochenen Koordinationsbedarf der Geld- und Wirtschaftspolitik mit der Notwendigkeit demokratischer Vermittlung legitimiert. Dies würde die Unabhängigkeit der CBRT jedoch nicht beeinträchtigen, weil die Instrumenten- und Zielunabhängigkeit im Statut eindeutig geregelt seien (vgl. Yücememiş 2005: 297).<sup>189</sup> Die Befürworter eines radikal-liberalen Kurses identifizieren diesen Einflusskanal jedoch als Beeinträchtigung der politischen Unabhängigkeit der CBRT und kritisieren, dass dadurch eine stabilitätsorientierte Geldpolitik potenziell unterminiert werden kann. Wie der ehemalige CBRT Vizepräsident Fatih Özatay berichtet, kritisierten vor allem Vertreter der EZB bei den Konsultations- und Beratungstreffen mit der CBRT

---

<sup>189</sup> Das ähnelt dem regulativen Rahmen der Neuseeländischen Zentralbank, in dem die Regierung an der Festlegung der Inflationsziele partizipiert, während die Zentralbank darüber entscheidet, welche Instrumente dafür zu wählen sind (vgl. Walsh 2008: 4).

die Einflussmöglichkeit der Regierung auf die Geldpolitik als Verstoß gegen das ESZB-Statuts und forderten eine entsprechende Korrektur (vgl. 2007: 161 f.).

Die Etablierung von *autonomen* Institutionen wirft stets die Frage nach der demokratischen Legitimität und Kontrolle dieser Institutionen auf. Deshalb wurde mit der formellen Unabhängigkeitserklärung der CBRT gleichzeitig auch die Rechenschaftspflicht und Transparenz geregelt (vgl. CBRT 2012c: 18f.). Nach dem neuen Statut ist die CBRT verpflichtet, periodisch Berichte zu verfassen und die Öffentlichkeit zu informieren. Die wichtigste Publikation war der Geldpolitik-Bericht (Para Politikası Raporu), der über die Preisentwicklung, die Geld- und Währungspolitik und die Entwicklung an den Finanzmärkten informierte. Dieser wurde Anfang 2006 jedoch eingestellt. Darüber hinaus werden wöchentliche Pressemitteilungen, Jahresberichte und Forschungsarbeiten sowie wöchentliche allgemeine Bilanzberichte im Türkischen Amtsblatt publiziert. Zudem wird der CBRT mit dem neuen Statut ermöglicht, statistische Daten zu erheben und zu diesem Zweck mit öffentlichen Ämtern und nationalen und internationalen Organisationen zu kooperieren (vgl. CBRT 2001: § 9, Änderung des § 43). Laut Yücememiş sollen diese Maßnahmen die Glaubwürdigkeit der Preisstabilitätspolitik unterstreichen und sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene die Erwartungsbildung der Wirtschaftsakteure im Sinne der CBRT beeinflussen (vgl. 2005: 297 ff.).

Die Reform der CBRT unterwirft die Zentralbank der Berichtspflicht gegenüber den politischen Institutionen: Der Premierminister ist ermächtigt, jederzeit Informationen über die Bankbilanz anzufordern und zu prüfen. Der Premierminister übt diese Aufsichtsfunktion über den *präsidialen Inspektionsausschuss* (Başbakanlık Teftiş Kurulu) aus, zudem gibt es einen internen Prüfungsausschuss der Zentralbank. Der Zentralbankgouverneur seinerseits ist verpflichtet, dem Ministerrat zu Anfang des zweiten und vierten Quartals einen Bericht über die geldpolitische Strategie vorzulegen. Der Ministerpräsident wird am Ende des Kalenderjahres separat über die Bilanz und GVR unterrichtet. Zusätzlich wird die Plan- und Budgetkommission des Parlaments zweimal im Jahr unterrichtet. All diese Regelungen stehen im Einklang mit den Aufgaben und der Verpflichtung des EZB-Präsidenten, die Europäische Parlamentskommission zu informieren und sich deren Fragen zu stellen. Neu ist, dass die CBRT mit dem Statut ihre Bilanzen und GVR durch unabhängige externe Organisationen überprüfen

lassen kann (vgl. ebd. 298; Bakır 2007: 163) was auch geschieht. Als Beispiel sei der Aufsichtsbericht über die CBRT genannt, mit dessen Erstellung die internationale Unternehmensberatungsagentur *Price Waterhouse Cooperation* beauftragt wurde.

Es lässt sich resümieren, dass die CBRT beim Thema formelle Rechenschaftspflicht die EU Normen erfüllt. Hinsichtlich der Transparenz geldpolitischer Entscheidungen ist die CBRT der EZB sogar voraus. So hält sich die EZB (bislang) damit zurück, Details über ihre Ratssitzungen zu veröffentlichen, in denen die geldpolitischen Entscheidungen getroffen werden während die CBRT diese öffentlich zugänglich macht. In einer vergleichenden Studie berechnet Bakır für die Türkei einen Transparenz-Index von 12 Punkten. In der Gegenüberstellung führt Neuseeland die Liste mit 14 Punkten an, gefolgt von Schweden und England. Die Türkei steht damit vor der EZB (10,5) und der FED (10) (vgl. ebd. 148 f., 153).

### 4.4 Empirische Messungen des Unabhängigkeitsgrades der CBRT

Die im dritten Kapitel ausgeführten Indizes zur Messung der ZBU bilden die Grundlage der empirischen Messungen der Unabhängigkeit der CBRT. Nach dem Inkrafttreten der Zentralbankreform 2001 sind vergleichende neuere Studien erschienen, die sich mit dem Unabhängigkeitsgrad der türkischen Zentralbank befassen. Bevor ich im letzten Abschnitt die Reform der CBRT zusammenfasse und kommentiere, sollen Ergebnisse repräsentativer empirischer Arbeiten zur CBRT-Unabhängigkeit vorgestellt und diskutiert werden. Eine dieser Arbeiten wurde Ende 2007 vom Ökonomen Caner Bakır veröffentlicht, dessen umfangreiche empirische Studie den weiteren Ausführungen dieses Kapitels zugrunde liegt.

Bakır erstellt einen Unabhängigkeitsgrad für die CBRT, der sich an Robert Elgies Ansatz orientiert und dem Ziel dient, intertemporale und internationale Vergleiche über den rechtlichen, politischen und ökonomischen Status einer

Zentralbank anzustellen.<sup>190</sup> Der Methode von Elgie nachfolgend wird darin zwischen *politischer* und ökonomischer Unabhängigkeit unterschieden. Unter erstere fallen u. a. die Dauer der Amtszeit, die Ernennungsbefugnis, das Verfahren der Amtsenthebung die Möglichkeit der Wiederwahl, die Qualifikation des Gouverneurs, des Stellvertreters und der Bankratsmitglieder sowie ein Parameter für die Bewertung des Entscheidungsprozesses (Direktive, Vetorecht, Politikkurs, Kapitalstruktur, Vergütung etc.). Unter die zweite Hauptkategorie ökonomische Unabhängigkeit fallen Ziele der Geldpolitik, die Entscheidungskompetenz in der Zins- und Währungspolitik sowie Regulierungsaufgabe des Bankensektors und die Möglichkeit der öffentlichen Kreditvergabe und Verantwortung bei der Aufstellung des Staatsbudgets.<sup>191</sup> In der empirischen Studie von Bakır werden dann abschließend der politische und ökonomische Unabhängigkeitsgrad für die CBRT zu einem *de jure* Unabhängigkeitsindex zusammengefasst. (vgl. 2007: 93).

In den folgenden Abbildungen sind Bakırs Ergebnisse zusammengefasst. Daraus ist ersichtlich, dass die Zentralbankreform von 2001 den Gesamtindex für die *de jure* Unabhängigkeit der CBRT erhöht hat, dieser ist von 0,52 auf 0,61 angestiegen. Die Daten für die Untergruppen des Indexes zeigen, dass diese Veränderung formell auf den Anstieg des Parameters der ökonomischen Unabhängigkeit um 0,08 Einheiten auf 0,29 zurückzuführen ist, während der Parameter für die politische Unabhängigkeit mit 0,32 fast gleich blieb: Der Index für die politische Unabhängigkeit, die das Reglement zur Besetzung des Personals betrifft, lag 1930 bei 0,28 und betrug im Zeitraum von 1930 bis 1990 durchschnittlich 0,3. Dies zeigt wiederum, dass die größere Unabhängigkeit der Zentralbank aus Veränderungen herrührt, die das geldpolitische Mandat, die Entscheidungsstruktur, die öffentliche Kreditvergabe und Bankenregulierung betreffen – also Parameter, die laut Modelldefinition in die ökonomische Unabhängigkeit ein-

---

<sup>190</sup> Bakır möchte nach eigener Darstellung mit dem *de jure* Unabhängigkeitsindex herausfinden, ob die Gesetzesänderung von 2001 den geldpolitischen Handlungsspielraum der CBRT gegenüber der Regierung erhöht hat oder nicht (vgl. 2007: 6). Der Unabhängigkeitsindex wird also als Beleg der Wirksamkeit der Reform angeführt und soll Rückschlüsse über die Geldpolitik in der Türkei geben.

<sup>191</sup> Der Index von Elgie ist eine Weiterentwicklung und Modifizierung des Cukierman-Indexes, der bereits im dritten Kapitel vorgestellt wurde.

fließen.<sup>192</sup> Die Daten für die Periode von 1930 bis 1990 sind eigens aggregierte Durchschnittswerte aus Bakır (vgl. ebd. 98).

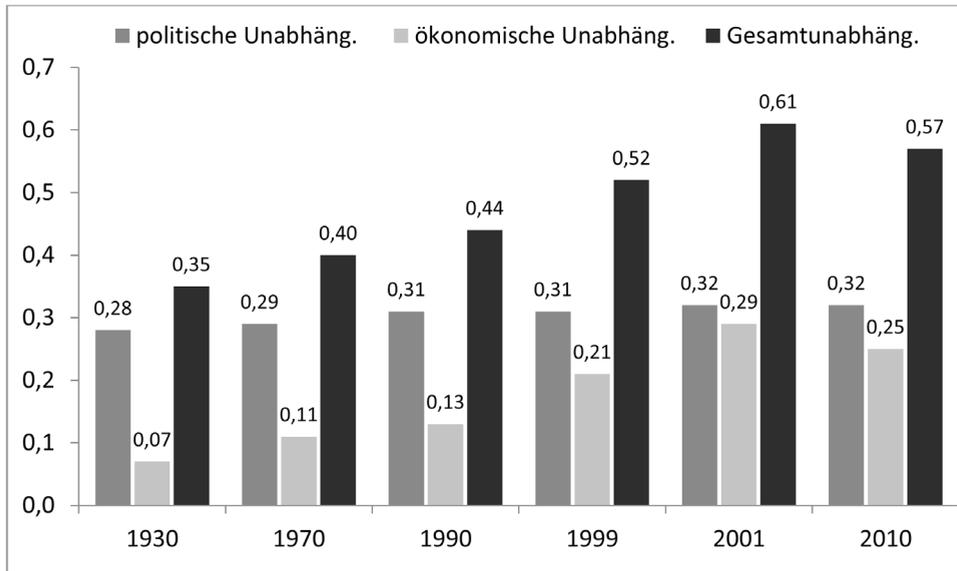


Abbildung 1: De jure ZBU der CBRT (1930–2010),

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: Bakır (2007: 98)

Bakır erklärt die Sprünge in dem Index im Jahr 2001 damit, dass die Zentralbankreform Preisstabilität zum obersten Ziel erklärt hat, die Instrumentenunabhängigkeit umgesetzt wurde und die Vorschüsse an das Schatzamt und die öffentliche Kreditvergabe abgeschafft wurden (vgl. ebd. 99). Aus der Abbildung 1 wird auch ersichtlich, dass diese Transformation bereits in den 1990ern eintrat, was damit erklärt werden kann, dass das Volumen der Kreditvergabe in diesen Jahren schrittweise reduziert wurde. Neu an dieser Darstellung sind die Daten für 2010, die ich nach Bakırs Methodik neu berechnet und hinzugefügt habe. Hier ergibt sich ein leichter Rückgang der ökonomischen Unabhängigkeit von 0,29 auf 0,25, was den aggregierten Unabhängigkeitsindex von 0,61 auf 0,57

<sup>192</sup> In einer anderen Studie, die die Auswirkungen der 2001er Reform mit dem Index nach Cukierman untersucht, fällt der Anstieg um insgesamt 0,29 auf 0,79 höher aus (vgl. Dınçer erwähnt in Bakır 2007: 100).

absenkt. Die Änderung resultiert aus dem neuen Policy-mix der CBRT 2010, mit dem Finanzstabilität als zweites geldpolitisches Ziel deklariert wurde.<sup>193</sup>

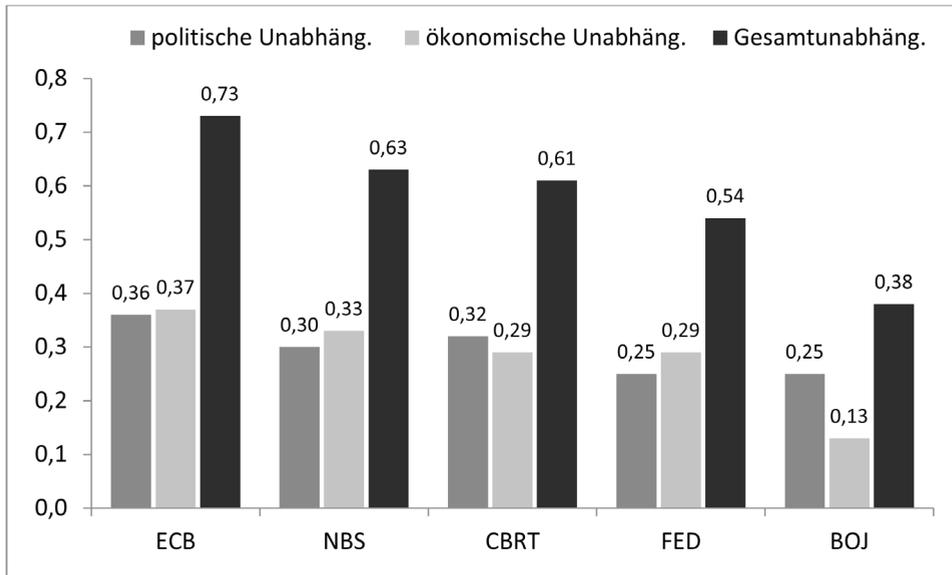


Abbildung 2: De jure ZBU im internationalen Vergleich (2001),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: Bakır (2007: 101)

Im internationalen Vergleich steht die CBRT mit ihrem de jure Unabhängigkeitssindex im Mittelfeld der größten und einflussreichsten Zentralbanken.<sup>194</sup> Wie an der Abbildung 2 zu sehen ist, liegt die CBRT mit einem Indexwert von 0,61 hinter der EZB und der Schweizer Zentralbank (NBS), sie schneidet jedoch besser als die FED und die japanische Zentralbank (BOJ) ab. Der Index für ökonomische Unabhängigkeit der CBRT liegt deutlich unter dem der EZB. Bakır führt dies auf zwei Ursachen zurück. Erstens ist es der EZB kategorisch untersagt, Kredite an die öffentliche Hand zu vergeben, während die CBRT, wie bereits gezeigt wurde, in Ausnahmefällen Kredite an die SDIF vergeben darf. Zweitens ist die EZB in die Regulierung des Bankensektors involviert, was bei der CBRT nicht der

<sup>193</sup> In dem Index wirkt sich dieser Schritt dahingehend aus, dass der Parameter *Ziel* der Geldpolitik nicht mehr mit 1 (Preisstabilität als einziges Ziel der Geldpolitik) sondern mit 0,5 (Zwei oder mehrere Ziele) berücksichtigt wird. Wenn keine unmittelbaren geldpolitischen Ziele formuliert werden, wird der Parameter auf 0 gesetzt (vgl. Bakır 2007: 227).

<sup>194</sup> Die ist eine modifizierte gekürzte Version. In der Studie von Bakır wurden auch Kanada, Schweden, Neuseeland, England und Australien einbezogen.

Fall ist (vgl. ebd. 103). Der Vergleich der Indizes der politischen Unabhängigkeit (Amtsdauer, Vergütungsautorität, Entscheidungsstruktur, etc.) fällt geringer aus, was auf eine Angleichung der Reglements hindeutet.<sup>195</sup> In der Studie von Dinçer, die den Cukierman-Index anwendet, kommt die CBRT auf einen Index von 0,79 und die EZB auf 0,88 (vgl. Dinçer 2004). Als für die CBRT nachteilig wirkt sich der Umstand aus, dass das Inflationsziel in der Türkei gemeinsam mit der Regierung festgelegt wird, die Kreditvergabe an die öffentliche Hand nicht kategorisch ausgeschlossen ist und das Schatzamt zum damaligen Zeitpunkt über ca. 54,7 Prozent der CBRT Anteile verfügte (vgl. Bakır 2007: 104).<sup>196</sup>

Welche Konsequenzen ergeben sich daraus für die Behandlung der im dritten Kapitel angesprochenen Fragen? Ein historischer Vergleich der türkischen Daten stützt die Kritik, dass die formell-juristischen Regelungen an sich weder ein ausreichendes Maß für die Beurteilung der Unabhängigkeit noch eine hinreichende Erklärung für Preisstabilität sein können. Zu diesem Zweck ist in der nachfolgenden Abbildung 3 der historische Verlauf des Unabhängigkeitsindex ins Verhältnis mit der Inflationsentwicklung gesetzt worden. Die Schlüsse, die daraus gezogen werden können, sind vielfältig und aufschlussreich.

---

<sup>195</sup> Für die detaillierte methodische Auslegung siehe Bakır (2007: 102 f.).

<sup>196</sup> Bakır fasst zusammen, dass die Faktoren, die den Index der CBRT gegenüber der EZB senken, die Amtszeiten (Option der Wiederwahl) der Bank Exekutive und die Ernennung der Mitglieder des Bankrates durch die Regierung sind (vgl. 2007: 104). Für die Unabhängigkeit der CBRT würde hingegen sprechen, dass in dem Bankrat kein Regierungsmitglied vertreten ist und das Grundkapital der CBRT nicht vollständig dem Staate gehört.

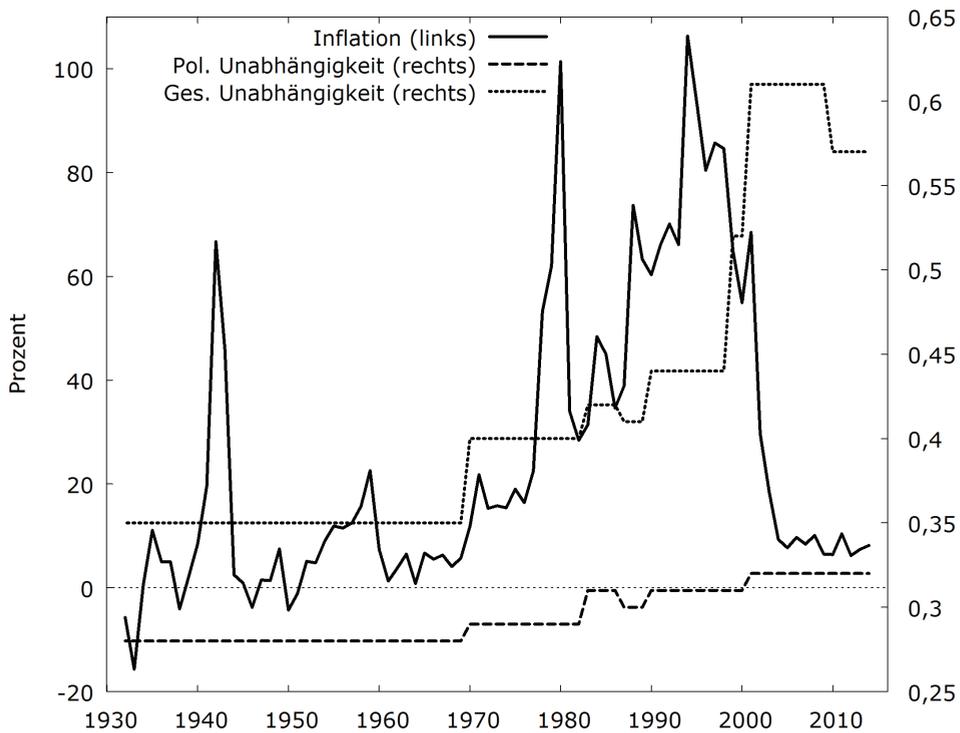


Abbildung 3: Inflation und ZBU in der Türkei (1930–2014),

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: Bakır (2007), CBRT-EDDS

Wie man der Abbildung 3 zunächst entnehmen kann, ist die Inflation nach der Reform von 2001 deutlich zurückgegangen. Dies könnte als Indiz für die Gültigkeit der Mainstream-Auffassung gelten, nach der eine unabhängige Zentralbank, deren Politik auf das Ziel der Preisniveaustabilität ausgerichtet ist, eher in der Lage sein wird, die Inflation zu bekämpfen als eine Zentralbank, die politischen Direktiven folgt. Dass diese Schlussfolgerung voreilig ist, zeigt der Vergleich mit anderen Berichtsperioden. Betrachtet man den Zeitraum vor 1970, korrespondiert eine geringere Inflation durchaus mit einem niedrigeren Unabhängigkeitsindex. In der nachfolgenden Periode bis Ende 1999 steigt der Index langsam auf seinen Wert vor der Reform 2001. Diese Zeit ist jedoch durch eine zeitweise dreistellige Hyperinflation geprägt. Ein hoher Grad an Unabhängigkeit ist, wie diese Daten zeigen, mit einer niedrigen Inflation ebenso vereinbar

wie mit einer hohen Inflation. Gleiches gilt für die gemessene Abhängigkeit der türkischen Zentralbank. Die Inflation war in den 1930er bis 1950er Jahren relativ niedrig gewesen, obwohl für diese Periode ein niedrigerer Unabhängigkeitsindex berechnet wurde. Fazit: Lediglich die letzten 12 Jahre entsprechen dem häufig postulierten Zusammenhang zwischen der ZBU und Preisniveaustabilität. Und selbst diese temporale Korrespondenz beweist keine Kausalität.

Auch ein internationaler Vergleich lässt Zweifel an dem häufig postulierten Zusammenhang zwischen der Unabhängigkeit der Zentralbank und der erfolgreichen Inflationsbekämpfung eines Landes aufkommen. So hat die CBRT einen höheren Unabhängigkeitsindex als die FED und die Zentralbank von Japan. Die Inflation in der Türkei lag in den vergangenen Dekaden jedoch nicht unter den Werten der USA und Japan, sondern deutlich drüber (vgl. ebd. 105).<sup>197</sup> Interessanterweise wird die empirische Fragwürdigkeit eines unmittelbaren Zusammenhangs zwischen einer unabhängigen Zentralnotenbank und einer niedrigen Inflationsrate selbst von den Autoren eingestanden, die die Unabhängigkeitsmessungen durchführen (vgl. Cukierman 2007; Bakır 2007: 97).

Die in diesem Abschnitt zusammengestellten Beobachtungen lassen erkennen, dass andere Faktoren bei der Inflationsentwicklung schwerer wiegen als lediglich institutionelle Merkmale. Für viele Schwellenstaaten wie die Türkei ist beispielsweise die Währungspolitik und die Wechselkursentwicklung eine entscheidende Determinante der Inflation (siehe Kapitel 5). Abschließend sei auf die bereits im dritten Kapitel erwähnte Studie von Daunfeldt und De Lunay verwiesen, aus der hervorgeht, dass der Rückgang der Inflation in den OECD-Staaten bereits vor der Einführung der formellen Unabhängigkeit der Zentralbanken einsetzte (vgl. 2008: 420). Umso erstaunlicher mutet es an, dass in der Mainstream-Literatur grundsätzlich an der Vorstellung festgehalten wird, zwischen einer unabhängigen Zentralnotenbank und einer niedrigen Inflationsrate bestünde ein enger kausaler Zusammenhang.

---

<sup>197</sup> Diese Beobachtung könnte im Einklang mit dem Befund von Cukierman et al. gesehen werden, nach dem eine positive Verbindung zwischen CBI und Inflation vor allem in den Industrieländern zu beobachten sei, nicht jedoch in Entwicklungsländern (vgl. 1992: 383). Cukierman erweiterte in einem späteren neueren Beitrag diesen Befund jedoch auch auf Schwellenländer (vgl. 2008: 727).

## 4.5 Fazit

Die Diskussion in diesem Kapitel hat gezeigt, dass die Reform der CBRT 2001 auf drei Ebenen eine Harmonisierung mit der EZB geschaffen hat:

Erstens wurde die Preisstabilität als oberste Maxime definiert und damit das geldpolitische Mandat der CBRT verändert. Nach dem alten Statut hatte die CBRT die Aufgabe, die Geld- und Kreditpolitik entlang der wirtschaftlichen Entwicklung auszurichten und zu fördern. So sollten sich die Diskont- und die Zinsraten am Bedarf der Wirtschaft und des Wirtschaftsprogramms der Regierung(en) orientieren. Die Wachstumspolitik hatte also einen Vorrang vor der Preisstabilität. Mit dem neuen Bankengesetz avancierte die Preisstabilität – entsprechend dem EZB Statut – zur obersten Priorität. Die Wachstums- und Beschäftigungspolitik wird nur dann unterstützt, wenn dadurch die Preisstabilität nicht gefährdet wird. In diesem Punkt erfolgte eine Übernahme der geldpolitischen Prioritäten der EZB und eine Harmonisierung mit dem EZB (vgl. Yücememiş 2005: 294).

Zweitens wurden auf der institutionellen Ebene neue Entscheidungsstrukturen innerhalb der CBRT geschaffen. Die Bündelung der Entscheidungsbefugnisse in Form der Etablierung des KfG sollte die bankinterne Exekutive in Fragen des geldpolitischen Kurses stärken. Dieser Schritt hatte das Ziel, die Beschlussorgane der CBRT vor politischen Weisungen der Regierung oder der Einflussnahme anderer staatlicher Stellen und Einrichtungen zu schützen.

Drittens wurden die geldpolitischen Instrumente neu definiert und Beschränkungen unterworfen. Mit dem neuen Statut wurde der CBRT ein generelles Finanzierungsverbot öffentlicher Ausgaben auferlegt. Darlehen an öffentliche Einrichtungen wurden ebenso verboten. Instrumente wie Fazilitäten, die öffentlichen Ausgaben dienen, wurden diskreditiert und disqualifiziert und die Liquiditätspolitik an kurzfristige Zinsinstrumente (Offenmarktpolitik) gebunden.

Eine für die vorliegende Untersuchung wesentliche Frage lautet, ob man aus diesen formellen Regelungen schließen kann, dass die türkische Zentralbank unabhängig von politischen Vorgaben entscheidet und in diesem Sinn eine *Entpolitisierung der Geldpolitik* (Burnham 2001) gegeben ist. Zwar scheint auf den ersten Blick der Einfluss der Regierung auf die Geldpolitik durch die erörterten Maß-

nahmen tatsächlich eingeschränkt zu sein. Die faktischen Einflusskanäle der Politik werden mit diesen Reformen jedoch nicht gänzlich abgeschafft, sondern lediglich modifiziert. Zudem bleiben im türkischen Beispiel, wie gezeigt wurde, weiterhin formelle Arrangements erhalten, die die Koordinierung der Geldpolitik prinzipiell ermöglichen. Es fällt auf, dass im CBRT-Gesetz nicht ausdrücklich steht, dass die Regierung keinen Auftrag an die Zentralbank erteilen darf, wie dies etwa im ESZB Regelwerk festgelegt wird. Zwar wird die Autonomie und Unabhängigkeit der CBRT betont, gleichwohl schließt dies nicht aus, dass auch weiterhin in geldpolitischen Fragen eine politische Koordinierung stattfindet und stattfinden kann. So wird das Inflationsziel offiziell von der CBRT und der Regierung gemeinsam ermittelt.<sup>198</sup> In dieser Praxis weicht die CBRT weiterhin vom Statut der ESZB ab (vgl. Yücememiş 2005: 303).

Zusätzlich wurde die CBRT mit der Aufgabe vertraut, der Regierung in Fragen der Finanz- und Wirtschaftspolitik als beratendes Organ beizustehen (vgl. CBRT 2001: § 41). Dieses Beratungsmandat schafft einen faktischen Vermittlungskanal zwischen der CBRT und Regierung. Hiermit wird jedoch nicht nur die Koordinationsmöglichkeit der Geldpolitik zwischen Zentralbank und Regierung auf eine neue rechtliche Grundlage gestellt, sondern auch der Aktionsrahmen der Geldpolitik erweitert. So wird in demselben Artikel unterstrichen, dass die Zentralbank, wenn es als notwendig erachtet wird, u. a. Währungskontrollen durchführen und unterstützende Maßnahmen für den Exportsektor ergreifen kann (vgl. ebd.). Diese vage Ankündigung deutet darauf hin, dass neben das Preisstabilitätsziel andere Prioritäten in der Geldpolitik treten können. Dieser Zusatz gewinnt insbesondere mit Blick auf die globale Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 an Bedeutung, im Zuge derer geldpolitische Interventionen weltweit (erneut) auf die politische Agenda gekommen sind. Mit Hilfe staatlicher Eingriffe sollen die Finanzkrise überwunden und die finanzielle Stabilität des Finanzsystems wiederhergestellt werden. Inwiefern dies in der Türkei eine Rolle gespielt hat, werden wir in den Folgekapiteln näher erörtern.

Die Koordinationsmöglichkeiten zwischen der CBRT und der Regierung stellt jedoch keine spezifisch türkische Ausnahme oder gar einen Widerspruch zu der sonst üblichen geldpolitischen Praxis dar. Mit Blick auf andere Länder zeigt

---

<sup>198</sup> Die türkische Zentralbank verkündete auf ihrer Homepage, dass sie mit der Regierung für 2010 ein Inflationsziel von 6,5 Prozent, für 2011 5,5 Prozent und für die Jahre 2012–2015 eine Inflation von jährlich 5 Prozent vereinbart hat.

sich, dass Zentralbankreformen, die erklärtermaßen der ZBU dienen sollen, den Regierungen zahlreiche Rechte einräumen und ihnen eine indirekte Einflussnahme gestatten (vgl. Walsh 2008: 9). Der Fokus auf die de jure Unabhängigkeit der Zentralbank von Regierungsinstanzen ist ungenügend, weil Transmissionskanäle für konkurrierende Politik- und Kapitalfraktionen und deren Interessen bestehen bleiben (vgl. Bakır 2007: 129 ff.). Es ist zutreffender, in diesem Zusammenhang von einer *relativen Autonomie* der Zentralbank zu sprechen. Nachdem nun der neue institutionelle Überbau der türkischen Geldpolitik erörtert wurde, soll im folgenden Kapitel die geldpolitische Strategie der CBRT nach 2001 diskutiert und empirisch analysiert werden.



# 5 Die Disinflationsstrategie der CBRT und die Inflationsentwicklung

Die Strategie der Entpolitisierung der Geldpolitik, die die Türkei nach 2001 eingeschlagen hatte, sah nicht nur die Unabhängigkeit der Zentralbank vor, sondern auch einen neuen geldpolitischen Rahmen und eine Reform der öffentlichen Ausgaben, um das staatliche Budget marktkonform zu machen. Nachdem wir den institutionellen Status der CBRT nun ausführlich diskutiert haben, widmen wir uns in diesem Kapitel den Eckpunkten der geldpolitischen Strategie nach 2001 und ihren Ergebnissen. Im Mittelpunkt steht die Inflationsentwicklung. Ausgangspunkt der Darstellung ist die wechselkursbasierte Disinflationsstrategie, die nach der Rezession von 1998/99 verkündet wurde und durch die Finanzkrise von 2001 ein vorzeitiges Ende fand. Unmittelbar nach dem Scheitern dieses Wechselkursregimes wurde ein Zielinflationsregime eingeführt, das bis heute die türkische Geldpolitik kennzeichnet.

Das Kapitel beginnt mit einer kurzen Zusammenfassung der Krise von 2001. Anschließend beschreiben wir die Implementierung der Zielinflationsstrategie in der Türkei. Einen Schwerpunkt bildet dabei der neue Policy-mix nach der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08. Hieran schließt eine empirische Darstellung der Inflationsentwicklung nach 2001 an. Abschließend werden fiskal- und arbeitsmarktpolitische Aspekte unter der Fragestellung erörtert, inwiefern diese beiden Bereiche Einfluss auf die Inflationsentwicklung gehabt haben. Wir werden zeigen, dass die Sanierung des Staatshaushalts und die Entwicklung der Arbeitslosigkeit sowie der (gesunkenen) Löhne zur Inflationssenkung beigetragen haben.

## 5.1 Das Scheitern der Währungskursfixierung 1999–2001

In der Türkei wurde Ende der 1990er Jahre eine umfassende Antiinflationsstrategie ins Leben gerufen. Das erklärte Ziel des gemeinsam mit dem IWF und der Weltbank entworfenen Programms war die Beendigung der seit zwei Dekaden anhaltenden hohen Inflation und die Anwerbung von internationalen Finanz- und Kapitalinvestitionen. Das Programm wurde fiskal- und geldpolitisch auf zwei Säulen gestellt. Die erste Säule bestand aus einem rigiden Austeritätskurs, der auf die Realisierung primärer Haushaltsüberschüsse und eine Senkung der staatlichen Verschuldung abzielte. Die zweite Säule bestand in der Einführung eines Wechselkurssystems, das die Geldpolitik unmittelbar mit der Währungspolitik koppelte. Eine transparente und stabile Währungspolitik sollte die Preisentwicklung moderieren und die Inflationserwartungen senken.

Das Währungsregime bestand in der Einführung einer festen Währungsparität zwischen der TRY und einem Fremdwährungskorb, der aus 1 USD und 0,77 EUR bestand. Das Stabilitätsprogramm sah für die ersten 18 Monate eine Schwankungsbreite für die türkische Währung in Höhe der anvisierten Inflationsrate vor. Die Wechselkursbandbreite sollte stufenweise erhöht werden (vgl. Şener 2003). Diese Strategie der gleitenden Wechselkursparität wird in der Fachliteratur als *crawling peg* bezeichnet; sie diente der kontrollierten Abwertung. Nach einer Anfangsphase von 18 Monaten war eine Auflockerung der Währungskursfixierung für Juli 2001 geplant. Bis Jahresende sollte die Währungsbandbreite um 7,5 Prozent und im Folgejahr 2002 auf 22,5 Prozent ausgedehnt werden. Mit dieser im Voraus angekündigten Flexibilisierung der Währungsbandbreiten wurde beabsichtigt, das Vertrauen der Marktakteure in das Währungsprogramm zu gewinnen und dessen Glaubwürdigkeit zu erhöhen. Denn um die Konkurrenzfähigkeit der eigenen Wirtschaft wiederherzustellen, mussten in vielen Fällen drastische Abwertungen vorgenommen werden, die jeweils das Vertrauen in die amtierenden Regierungen erschütterten (vgl. Yeldan 2001b: 4f.; Akyüz/Boratav 2003). Die kontrollierte Abwertung sollte dieser Gefahr vorbeugen.

Das Inflationsverständnis des Programms war monetaristisch geprägt. Um inflationären Tendenzen vorzubeugen, sollte die inländische Geldschöpfung anhand sogenannter *Performanz-Kriterien* gesteuert werden. Die Geldmengenex-

pansion sollte durch eine strikte Kontrolle der Geldbasis und der inländischen Nettovermögensposition (NDA) der türkischen Zentralbank beschränkt werden (vgl. Şener 2011: 297 ff.).<sup>199</sup> Der Absichtserklärung des Programms ist zu entnehmen, dass das Nettoinlandsvermögen an allen Quartalsenden im Jahr 2000 auf dem konstanten Stand des Vorjahresendes 1999 abschließen sollte. Kurzfristige Schwankungen sollten eine Bandbreite von 5 Prozent der Geldbasis nicht überschreiten. Geringfügige Liquiditätseingriffe innerhalb der Quartale waren gestattet, um kurzfristige Schwankungen in den Tagesgeldzinsraten zu verhindern. Zusätzlich wurde der Mindestreservesatz der Banken bei der CBRT für Einlagen in TRY von 8 auf 6 Prozent gesenkt. Im Gegenzug mussten die Banken jedoch eine durchschnittliche Liquiditätsrate von mindestens 2 Prozent ihrer Einlagen sicherstellen (vgl. LoI 1999: § 32).

Die Leitung der Liquiditätspolitik wurde unter die Aufsicht und Kontrolle des IWF gestellt. So durfte die CBRT Modifikationen bei den Liquiditätskriterien (Geldbasis, TRY- und Devisenmindestreserven) lediglich nach Konsultationen mit dem IWF beschließen. Das Hauptziel war, die Geldschöpfung und die Zinsentwicklung vollständig den Geld- und Kapitalmärkten zu überlassen und direkte geldpolitische Eingriffe der CBRT zu unterbinden. Als Konsequenz musste die CBRT darauf verzichten, die Geldbasis durch die direkte Sterilisation der Geldmenge zu steuern, d. h. weder Kapitalzuflüsse noch Kapitalabflüsse sollten sterilisiert werden. Die Passivseite der Zentralbankbilanz wurde somit faktisch eingefroren. Lediglich internationale Kapitalflüsse sollten die Geldbasis steuern (vgl. ebd. § 33). Die verfügbare Liquidität am Geldmarkt sollte ausschließlich durch den Zinsmechanismus reguliert werden. Es wurde erwartet, dass sich ein Liquiditätsengpass in steigenden Zinssätzen auf dem Geldmarkt bemerkbar machen und ausländisches Kapital ins Land locken würde. Umgekehrt würde überschüssige Liquidität durch einen Rückgang der Zinsen zum Abzug aus dem Binnenmarkt verleiten. In der neoklassisch-monetaristischen Theorie sichert dieser Mechanismus ein Gleichgewicht auf den Finanz- und Kapitalmärkten (vgl. Ertuğrul/Yeldan 2002). Als Resultat wurde der CBRT damit eine Art *'currency board'* Funktion auferlegt und die Geld- und Zinspolitik an interna-

---

<sup>199</sup> Die CBRT definiert das Nettoinlandsvermögen (net domestic assets, NDA) der Zentralbank als das Basisgeld abzüglich der Nettoauslandsvermögen, berechnet in TRY mit den Wechselkursen zum Monatsende (vgl. [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/niyet/annex\\_d\\_table\\_4.htm](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/niyet/annex_d_table_4.htm), aufgerufen am 28.6.2013).

tionale Kapitalflüsse gekoppelt (vgl. Yeldan 2001a: 168), was einem faktischen Verzicht auf eine unabhängige Geldpolitik gleichkommt.

Die große Kapitalflucht im Februar 2001 veranlasste die Zentralbank entgegen den Empfehlungen des IWF zur Freigabe des Wechselkurses (vgl. Derviş et. al 2006: 111 f.)<sup>200</sup> und zur Modifikation der Antiinflationpolitik. Eine neue *doppelte Zielstrategie* wurde verkündet (vgl. Yeldan et al. 2007: 227). Während an der fiskalpolitischen Säule, die Erzielung von primären Haushaltsüberschüssen durch einen rigiden Sparkurs festgehalten wurde (vgl. LoI 2002: § 22), orientierte sich die Geldpolitik an einem Zielinflationregime. Bevor wir uns im Detail mit dem Verlauf der Inflation auseinandersetzen, soll im folgenden Abschnitt zunächst die Zielinflationstrategie der CBRT näher vorgestellt werden.

## 5.2 Die geldpolitische Strategie

In den vergangenen zwei Jahrzehnten wurde neben dem Ziel, die Unabhängigkeit der Zentralbank zu gewährleisten, das Ziel verfolgt, die Inflationsrate unmittelbar zu regulieren. Wie wir im dritten Kapitel erwähnt haben, wird diese Zielsetzung im internationalen Fachjargon als *inflation targeting* bzw. als Zielinflationstrategie (ZIS) bezeichnet. Gemeint ist damit der Versuch, die Inflationsrate durch die *ex ante* Ankündigung von numerischen Zielwerten in der Weise zu beeinflussen, dass die Preisstabilität gesichert ist (vgl. Heine/Herr 2006a: 174).

### 5.2.1 Das Konzept der Zielinflation

Die ZIS gehört neben der Geldmengenregulierung und der Wechselkursanbindung zum festen Inventar der Geldpolitik (vgl. ECB 2004: 56 f.). Obwohl die empirischen Resultate strittig waren, gingen seit Anfang der 1990er Jahre immer mehr Zentralbanken dazu über, mit Unterstützung des IWF eine ZIS zu betreiben (vgl. Epstein/Yeldan 2007: 4). Eine Erklärung, warum die ZIS Anhänger gewann, lautet, dass eine im Zuge der Globalisierung fortschreitende Integration der Finanzmärkte und die damit einhergehende Erhöhung der Kapitalmobilität

---

<sup>200</sup> Wie die Türkei erlebte auch Argentinien 2001 den Kollaps ihres *Currency Board*-gestützten Währungsregimes und die Aufgabe der Währungsanbindung an den USD.

die Festlegung von monetären Aggregaten und Wechselkursen erschwert habe (vgl. ebd. 14).<sup>201</sup> Hinzu kommt der Umstand, dass das Regime fester Wechselkurse zunehmend kontrovers diskutiert wurde. Zahlreiche Währungskrisen – beispielsweise der Zusammenbruch des Europäischen Währungssystems 1992/93 als auch die Währungskrisen vieler Schwellenländer – führten zu einer nachhaltigen Skepsis gegenüber einer strikten Wechselkursanbindung. Die ZIS gilt seitdem als eine Alternative, um das Vertrauen der Investoren zu erlangen und Kapital anzuziehen.<sup>202</sup>

Konzeptionell ist die ZIS an bestimmte Voraussetzungen geknüpft: Die Zentralbank verpflichtet sich zum Ziel der Preisniveaustabilität und veröffentlicht zu diesem Zweck regelmäßig Inflationsziele. Die Glaubwürdigkeit dieser Ziele wird dadurch gewährleistet, dass die Zentralbank in der Wahl ihrer Instrumente unabhängig ist. Es herrscht ein Regime freier Wechselkurse, da ein System fixer Wechselkurse den Handlungsspielraum einengen würde. Zusätzlich darf die Staatsverschuldung nicht hoch sein, da dies die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik beeinträchtigen würde (vgl. Bernanke et al. 1999; Epstein/Yeldan 2007: 2).<sup>203</sup>

<sup>201</sup> Die Zielinflationspolitik wurde zum ersten Mal 1989 in Neuseeland eingeführt. Diesem Schritt ging die Kapitalmarktliberalisierung Mitte der 1980er Jahre voraus, nach der eine ZIS als strategische Option entwickelt wurde. Aufgrund der hohen Schwankungen auf den internationalen Kapital- und Geldmärkten und der zunehmenden Finanzialisierung wurde relativ schnell deutlich, dass eine monetaristische Geldmengenregulierung für eine Zentralbank praktisch nicht umsetzbar ist (vgl. Heine/Herr 2006a: 142). Geldmengenregulierung ist zwar auch im nationalstaatlich geschlossenen Akkumulationsmodell unrealistisch, die Internationalisierung der Kapital- und Geldmärkte verschärfte jedoch die Bedingungen einer rein monetaristischen Strategie. Die EZB betreibt nach ihrer bisherigen offiziellen Darstellung keine Zielinflationspolitik (vgl. ECB 2004: 56). Die numerische Definition von Preisstabilität (mit zwei Prozent) lässt jedoch auch eine andere Interpretation zu.

<sup>202</sup> Diese Betrachtung leitet sich laut Epstein und Yeldan aus der Trilemma-Auffassung ab, „which commands that central banks can only have two out of three of the following: open capital markets, a fixed exchange rate system, and an autonomous monetary policy geared toward domestic goals“ (Epstein/Yeldan 2007: 14). Sie zweifeln dieses Optionsmodell jedoch an: „[T]he real crux of the problem turns out to be the very narrow interpretation of the constraints of the trilemma: CBs are often thought to be restricted to choose two „points“ out of three. Yet, the constraints of the trilemma could as well be regarded as the boundaries of a continuous set of policies, as would emerge out of a bounded, yet continuous depiction of a ‚policy triangle‘. Thus, even within the boundaries of the trilemma a menu of choices does exist, ranging from administered exchange rate regimes to capital management/control techniques.“ (Epstein/Yeldan 2007: 14) Diese Kritik gilt der im Mainstream weit verbreiteten Annahme, dass eine vollständige Kapitalmobilität *an sich* wirtschaftliche Entwicklung, Wachstum und Beschäftigung fördere und für Stabilität Sorge, weil dadurch das Marktprinzip und ein ‚gesunder Wettbewerb‘ sichergestellt werden.

<sup>203</sup> Charakteristisch für diesen in der Literatur als *fiscal dominance* bezeichneten Zustand ist beispielsweise eine Zinserhöhung die eine Abwertung auslöst. Die Risiken einer derartigen Geldpolitik schildert der Olivier Blanchard: „A standard proposition in open economy

Die ZIS basiert auf dem Konzept *wirksamer Inflationsprognosen* (Heine/Herr 2006a: 143). Anhänger der ZIS gehen davon aus, dass die Vorhersage bzw. Bekanntgabe eines eigenen numerischen Inflationsziels auch zu dessen Realisierung beiträgt. Um diese Aufgabe zu erfüllen, bedienen sich Zentralbanken diverser Prognose- und Referenzmodelle der Inflationsentwicklung. Traditionelle Schlüsselindikatoren für die Einschätzung der Preisentwicklung sind die Lohnpolitik (Nominallöhne, Lohnstückkosten, Arbeitsproduktivität), die Wechselkursentwicklungen, die Kapazitätsauslastung und die Entwicklung der Nachfrage und Energiepreise (vgl. ebd. 144 f.).<sup>204</sup> Der informationspolitische Aspekt der ZIS basiert dabei auf einer offensiven Kommunikationsstrategie der Zentralbank. Durch die regelmäßige Veröffentlichung der Zentralbankratsbeschlüsse, durch Pressemitteilungen und Forschungspublikationen soll mit der Transparenz der Geldpolitik das Vertrauen der Marktteilnehmer gewonnen werden.<sup>205</sup>

Aufgrund der Unvorhersehbarkeit der Zukunft, die von Keynes und postkeynesianischen Theorien als *fundamentale Unsicherheit* bezeichnet wird (vgl. Keynes 1964; Minsky 2008), sind Abweichungen von den öffentlich verkündeten Inflationszielen jedoch vorprogrammiert. Ansonsten wären Inflationsraten lediglich eine Frage geldpolitischer Entscheidungen der Zentralbank. Aus diesem Grund verfügt die ZIS noch über eine zweite, konkret handlungsorientierte Strategie. Neben der Nennung von Inflationszielen werden Richtlinien und Schwellen-

---

macroeconomics is that an increase in the real interest rate engineered by the central bank makes domestic government debt more attractive and leads to a real appreciation. If, however, the increase in the real interest rate also increases the probability of default on the debt, the effect may be instead to make domestic government debt less attractive, and to lead to a real depreciation. That outcome is more likely the higher the initial level of debt, the higher the proportion of foreign-currency-denominated debt, and the higher the price of risk. Inflation targeting under that outcome can clearly have perverse effects: an increase in the real interest in response to higher inflation leads to a real depreciation. The real depreciation leads in turn to a further increase in inflation. In this case fiscal policy, not monetary policy, is the right instrument to decrease inflation.“ (Blanchard 2005: 49)

<sup>204</sup> Das theoretische Paradigma und die Definition von Inflation bestimmen dabei den Stellenwert und die Relevanz der Indikatoren. Die Neoklassik richtet ihren Fokus auf Nachfrageeffekte (demand deflation), während heterodoxe Theorien Kosteneffekte (cost inflation) in den Vordergrund stellen.

<sup>205</sup> Die Zentralbank übernimmt quasi die Funktion einer Agentur für ‚Public Relations‘. Die traditionelle Figur der eher zurückgezogen und diskret agierenden Zentralbank weicht damit der eines zunehmend autonom reagierenden, öffentlichen Orakels, welches beansprucht, die Zukunft (der Preisentwicklung) am besten zu kennen. Nach diesem Gedankenkonstrukt fungiert die Zentralbank also als eine Art Leuchtturmwärter, der je nach Wetterlage (Inflation) die Intensität der Lichtstärke (die Zinshöhe) anpasst, damit die Schiffe den sicheren Weg zum Hafen der Preisstabilität sehen und erreichen.

werte für geldpolitische Interventionen formuliert und veröffentlicht. Mit anderen Worten, falls die Zentralbank einen Inflationsanstieg über den von ihr gesetzten Zielwert antizipiert, verpflichtet sie sich vorab zu einer entsprechend straffen Geldpolitik, um der Inflationsgefahr zu begegnen. Dahinter steht letztendlich die Erwartung, dass eine zur richtigen Zeit eingesetzte Geldpolitik Inflationserwartungen dämpfen und vorbeugen kann, ohne gleichzeitig eine Rezession zu verursachen. Das *Policy*-Kalkül einer ZIS kann nach Scarlata in folgenden beiden Punkten zusammengefasst werden (erwähnt in Heine/Herr 2006a: 147 f.): Erstens, eine ZIS schafft Transparenz und fördert stabile Inflationserwartungen der Marktteilnehmer, denen – etwa im Rahmen von Lohnverhandlungen – eine explizite Referenzgröße für die Inflationsentwicklung an die Hand gegeben wird; zweitens liefert die ZIS den Marktteilnehmern eine klare geldpolitische Orientierung, die in dem Fall, dass die Inflationsziele verfehlt werden, Festlegungen und Maßnahmen enthält, mit denen die Zentralbank die Inflation bekämpfen wird. In der Türkei wurde der Übergang zu einer ZIS parallel zur Zentralbankunabhängigkeit eingeleitet. Im nächsten Abschnitt wird die Implementierung der ZIS in der Türkei erörtert.

## 5.2.2 Zielinflation in der Türkei

In der Türkei wurde der Übergang zu einem Zielinflationsregime in der Geldpolitik kurz nach der Krise 2001 in einer an den damaligen IWF-Direktor, Horst Köhler, adressierten Absichtserklärung verkündet. Diese Erklärung enthielt ein vom neu ernannten Wirtschaftsminister Kemal Derviş und dem Zentralbankgouverneur Süreyya Serdengeçti unterschriebenes Memorandum, das die Einführung eines Zielinflationsregimes unter einem freien Wechselkurs als zentrale Strategie der Geldpolitik deklarierte (vgl. LoI 2001).<sup>206</sup> Im Grunde stellt der Übergang zu einem Zielinflationsregime keinen überraschenden Kurswechsel

---

<sup>206</sup> Um die politische Verbindlichkeit und Glaubwürdigkeit des Reformkurses zu bekräftigen, unterschrieben alle drei Parteivorsitzenden der Dreierkoalition die Absichtserklärung an den IWF. Damit sollte demonstriert werden, dass in der Regierung keine politischen Unstimmigkeiten bezüglich des einzuschlagenden Reformkurses herrschen. Hintergrund dieser Maßnahme sind die politischen Auseinandersetzungen innerhalb der Koalitionsregierung, die sich insbesondere entlang des Privatisierungskurses des Stabilitätsprogramms von 1999/2000 ereigneten und nach Sicht der Programmbefürworter den Reformkurs blockierten.

dar, denn numerische Inflationsziele wurden bereits in dem Stabilitätsprogramm von 1999/2000 definiert.<sup>207</sup> Auch wurde in der Absichtserklärung vom Dezember 2000 – also schon vor Ausbruch der Krise 2001 – der perspektivische Übergang zu einer ZIS angekündigt (vgl. LoI 2000: § 30). Jedoch gab es vor der Krise noch keine konkreten Pläne, wann das Zielinflationsregime implementiert und wann die Wechselkursfixierung beendet werden sollte. Dies änderte sich mit der Krise im April 2001, in der die Wechselkursanbindung aufgrund der großen Kapitalflucht abrupt aufgegeben werden musste (vgl. LoI 2001: § 40).

Die eingeleiteten Reformschritte zielten darauf ab, die Rahmenbedingungen für ein Zielinflationsregime zu schaffen.<sup>208</sup> Die vorgesehenen Maßnahmen wurden in den Artikeln 40 bis 43 des Memorandums unter der Rubrik *Monetary Policy Under the Float* zusammengefasst. Aus diesen Artikeln geht hervor, dass die geldpolitische Strategie mehrere Facetten und Zwischenziele hatte, die über den konzeptuellen Rahmen der ZIS hinausgehen. Aus diesem Grund bezeichne ich die geldpolitische Strategie als *Policy-mix*. Als erster institutioneller Schritt sollte zunächst eine unabhängige Zentralbank etabliert werden (vgl. ebd. § 41). Die konkrete geldpolitische Strategie hingegen war breit angelegt; sie beinhaltete monetäre als auch klassische währungspolitische Maßnahmen. Die Inflation sollte durch die Begrenzung der Geldmenge und durch die Aufwertung der türkischen Lira bekämpft werden (vgl. ebd. § 43). Schauen wir uns die monetären Vorgaben an.

Wie aus dem Artikel 43 hervorgeht, enthielt das Maßnahmenpaket Elemente einer monetaristischen Geldmengensteuerung, die auf der bereits erwähnten Einführung von quantitativen Richtwerten für ausgewählte Geldmengenaggregate (Basisgeld, Inländische Nettovermögen der Zentralbank (NDA) und Währungs-

---

<sup>207</sup> Das Antiinflationsprogramm von 1999 beruhte auf einer Standardrezeptur des IWF. Es sah vor, den KPI schrittweise auf 25 Prozent, und den PPI auf 20 Prozent zu senken. In den beiden Folgejahren sollten der KPI und der PPI zunächst auf 12 und anschließend auf 7 Prozent (2001) bzw. auf 10 und 5 Prozent (2002) reduziert werden (vgl. LoI 1999: § 6).

<sup>208</sup> Ich wähle hier die Formulierung Zielinflationsregime, weil der Begriff Regime in seiner politikwissenschaftlichen Bedeutung ein Regelwerk beschreibt, das auf formellen und informellen Normen und Prinzipien basiert und in dem die zu verfolgenden Entscheidungsregeln und -prozeduren variabel ausgelegt werden. Der zentrale Kern der ZIS besteht in der Ankündigung der staatlich vorgesehenen Inflationszahlen. Die Regeln, die bei der geldpolitischen Intervention zur Anwendung kommen, werden nicht von vornherein abschließend festgelegt, sondern flexibel ausgelegt. Das bedeutet, dass Regeln geändert werden können, ohne die zentrale Strategie zu negieren. Damit soll ein robustes Regelwerk geschaffen werden, das Kritikern gegenüber immun ist.

reserven (NIR)) beruhte.<sup>209</sup> Diese Obergrenzen sollten der CBRT als nominale Stabilitätsanker dienen. Gleichzeitig wurde die Bedeutung der Geldmengenziele jedoch relativiert, wie aus dem nachfolgenden Absatz zu ersehen ist:

“Given the current environment of unsettled expectations, and the usual problems with estimating money demand in Turkey, the projections of money demand used to derive the base money path are subject to some uncertainty. It will be necessary, therefore, to keep the development of the monetary aggregates under close review. In particular, the CBT stands ready to raise money market interest rates promptly regardless of the position of base money with respect to its indicative targets to counter unexpected inflationary pressures. While the monthly reviews will provide an opportunity to revisit these projections if need be, the CBT will remain in close contact with Fund staff between program reviews to assess developments in the money and foreign exchange markets.” (LoI 2001: § 43)

Der erste Satz bekundet, dass die CBRT die Zinsen nicht in strenger Abhängigkeit der quantitativen Performanz-Kriterien, sondern je nach aufkommenden Inflationsimpulsen ändern wird. Mit dieser Formulierung wird von vornherein eingeräumt, dass die Geldmenge keine starke Vorgabe darstellt. Dies kann als Reaktion auf die Schwäche der monetaristischen Geldpolitik verstanden werden. Die Geldmengenziele wurden nicht langfristig festgelegt; sie sollten das Programm in der Stabilisierungsphase nur vorübergehend flankieren und den Übergang zu einem formellen Zielinflationsregime vorbereiten (vgl. LoI 2001; LoI 2002 § 20, 26). Das wirft die Frage auf, warum überhaupt ein Fokus auf monetäre Aggregate gelegt wurde, wenn die Regelbindung nur vage formuliert wird. Die Gründe dafür verweisen auf die konzeptionellen und empirischen Probleme einer monetären Regelbindung. Nach dem Scheitern der kontrollierten Wechselkursabwertung, dem dramatischen Kursabsturz der TRY im Februar 2001 und der Freigabe des Wechselkurses erklärte die Zentralbank, dass die Geldpolitik nicht zur Stützung eines bestimmten Währungskurses eingesetzt werden sollte:

“[T]he sales of foreign exchange by the CBT on the market will not be aimed at stabilizing the exchange rate at any particular level, but to restore stability in the securities’ market and facilitate a rapid reduction in interest rates. While we expect a relative strengthening of the Turkish lira due to the strength of our program and the level of external support, the exchange rate will continue to be determined by the market, in line with the demand and supply of foreign exchange. To this end,

---

<sup>209</sup> Im Artikel 43 der Absichtserklärung steht: „In seeking to resume disinflation over the balance of 2001, the CBT will focus on the control of monetary aggregates.“ (LoI 2001: § 43)

most of the market transactions in foreign exchange by the CBT will occur through auctions.“ (LoI 2001: § 43)

Was in dem Zitat mit „external support“ angesprochen wird, sind Kapitalzuflüsse aus dem Ausland, auf die die Regierung setzte. Es wurde also erwartet, dass mit dem Vertrauen in das Stabilitätsprogramm, dem auch die Formulierung von Geldmengenzielen diene, das Vertrauen in die türkische Lira auf den Devisenmärkten zurückkehren würde. Die Stärkung der türkischen Währung sollte quasi arbiträr, als Resultat des Stabilisierungsprogramms, erfolgen und nicht als Folge von Devisenmarktinterventionen.

Wie wir bereits anhand der Reform des CBRT-Statuts gesehen haben, wurden die Offenmarkt- und Zinspolitik zu den wichtigsten geldpolitischen Instrumenten erklärt. Aus den Berichten der CBRT bekommt man zumindest den Eindruck, dass die Wechselkurspolitik an Bedeutung verloren hat. So wird die Wechselkursentwicklung in den CBRT Jahresberichten separat unter der Rubrik „Monetary policy implementations“ erläutert und hier nur vage kommentiert (vgl. CBRT 2007). Demgegenüber wurden Devisenmarktinterventionen prinzipiell abgelehnt, was mit der Erwartung eines Rückgangs des pass-through Effekts, d. h. der Entkopplung der Inflation vom Währungskurs, begründet wurde (vgl. Özatay 2005: 285). Dieser Eindruck täuscht jedoch. Das lässt sich anhand der Absichtserklärung der CBRT vom April 2002 verdeutlichen. In Artikel 8 dieser Erklärung kündigte die CBRT an, die Entdollarisierung und die Aufwertung der TRY dazu zu nutzen, ihre Devisenreserven kontinuierlich aufzustocken (vgl. LoI 2002: § 8). Sie erwähnt dabei nicht, dass die kontinuierlichen Devisenkäufe die Aufwertung der türkischen Währung zur Folge haben. Auch wird die Bereitschaft erklärt, bei zu hohen Schwankungen des Währungskurses zu intervenieren. Der Verzicht auf Devisenmarktinterventionen wurde folglich schon nach einem Jahr relativiert (vgl. ebd.). Zumindest sollte der Währungskurs nicht einfach den Marktkräften überlassen bleiben (siehe hierzu Kapitel 8).

Die Implementierung des Zielinflationsregimes erfolgte in zwei Schritten. Zunächst wurden in einer Übergangsperiode Maßnahmen verabschiedet, die in der Fachliteratur als konzeptuelle Anforderungen eines Zielinflationsregimes angesehen werden. Hierunter zählen die im vorherigen Abschnitt bereits erwähnte Aufwertung der Preisniveaustabilität zum obersten Ziel im Zentralbankstatut und die Deklarierung der Unabhängigkeit der CBRT (vgl. LoI 2001: § 42). Ferner

veröffentlichte die CBRT in dieser Phase spezielle Geldpolitikberichte und Inflationsprognosen, die Performanz-Zielwerte, Indikatoren, Prognosen und Erklärungen über die monetäre Entwicklung enthielten. Die monetäre Analyse sollte Transparenz in die Geldpolitik bringen und die Glaubwürdigkeit des Anti-Inflationskurses der CBRT gewährleisten.<sup>210</sup>

Anfang 2002 konkretisierte die Zentralbank die Pläne für ein Zielinflationsregime (vgl. CBRT 2002). Bestandteil hiervon war die Revision der alten Inflationsziele unter dem Wechselkursystem. So sollte die Inflation Ende 2002 auf 35 Prozent und in den beiden Folgejahren schrittweise auf 20 bzw. 12 Prozent reduziert werden. Im Wechselkursprogramm für 2002 war zum Vergleich noch eine Inflation von sieben Prozent geplant gewesen. Diese erste Phase wird auch als *informelles* bzw. *implizites* Zielinflationsregime bezeichnet (vgl. Şener 2011: 304; Uslu/Özçam 2014: 225). Die Bezeichnung *informell* wird in der Literatur damit erklärt, dass die Sitzungstermine des Komitees für Geldpolitik, dem KfG, nicht von vornherein bekannt gegeben wurden. Auch die Wachstumsraten für Geldmengenaggregate wurden angepasst. So verkündete die damalige Koalitionsregierung im Kontext des dreijährigen Stand-by Abkommens mit dem IWF (2002–2004) in ihrer Absichtserklärung vom Januar 2002:

“The CBT will achieve this goal by initially using base money targets and later, as the preconditions are met, through the introduction of formal inflation targeting. To achieve this goal, we have developed a monetary program that sets performance criteria on the level of base money. Through 2002, we will target base money growth of 40 percent, in line with projected 3 percent real output growth and our target of 35 percent inflation.” (LoI 2002: § 20)<sup>211</sup>

Uslu und Özçam führen die Notwendigkeit einer Übergangsphase auf die zu diesem Zeitpunkt herrschenden makroökonomischen Unsicherheiten zurück, etwa die hohe Staatsverschuldung, der hohe Grad der Dollarisierung der türkischen Wirtschaft und Wechselkursschwankungen, die die Glaubwürdigkeit des Zielinflationsregimes gleich zu Beginn beeinträchtigt hätten (vgl. 2014: 225).

---

<sup>210</sup> Aus den Jahresberichten der Zentralbank geht hervor, dass die Preisstabilität anhand zahlreicher makroökonomischer Indikatoren evaluiert wird (vgl. CBRT 2006; 2007; 2008b). Die CBRT fokussiert dabei auf Entwicklungen in der Angebots- und Nachfragestruktur, Zahlungsbilanz, Beschäftigung, Arbeitsproduktivität, in den Energiepreisen, in der Kreditentwicklung, dem Staatshaushalt und dem Verschuldungsbestand (vgl. CBRT 2007: 28 ff.).

<sup>211</sup> Die Statistiken zeigen, dass 2002 die Geldbasis (base money) von 9,5 Mrd. TRY auf 19,1 Mrd. TRY, also um 200 Prozent angestiegen ist, wobei die Inflation stärker als erwartet auf 29,7 Prozent fiel und das BIP einen Zuwachs von 7,9 Prozent erzielte.

Der zweite Schritt bestand im Übergang zu einem formellen Zielinflationsregime, der 2006 vollzogen wurde. Dabei wurde die monetaristische Regelbindung – der Fokus auf Geldaggregate und Geldmengenzwischenziele – offiziell aufgegeben. So geht beispielsweise aus der elektronischen Publikationsdatenbank der CBRT (EDDS) hervor, dass die entsprechenden Statistiken, die die Richtwerte für Basisgeld enthielten, ab diesem Datum eingestellt wurden. Anstelle der Geldpolitikberichte, die über die monetäre Geldmengensteuerung berichteten, wurde ein Informationsregime aus quartalsmäßigen Inflationsberichten und separaten Finanzstabilitätsberichten eingeführt. Hinzu kam die Bekanntgabe der monatlichen Sitzungen des KfGs, in denen die Leitzinsen verkündet werden (vgl. Şener 2008). Die formelle Zielinflationsstrategie war zunächst auf drei Jahre ausgelegt (2006–2008), wurde in den Folgejahren aber fortgesetzt. Wie am neuen Statut der Zentralbank im vorherigen Kapitel bereits gezeigt wurde, sollte die CBRT die Inflationsziele gemeinsam mit der Regierung bestimmen (vgl. CBRT 2008b: 45).<sup>212</sup>

### 5.2.3 Die Modifikation des Zielinflationsregimes nach der Weltwirtschaftskrise 2008/09

Die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise hat die türkische Regierung veranlasst, ihre geldpolitische Strategie zu modifizieren. Schwankende Kapitalflüsse, volatile Wechselkurse und finanzielle Instabilität wurden als Gefahren identifiziert, die die CBRT bekämpfen sollte. Die neue Strategie sah vor, die Ziele und Instrumente der Geldpolitik zu erweitern. In diesem Zusammenhang wurde in den Jahresberichten von 2009 und 2010 erstmalig das Ziel der finanziellen Stabilität neben der Preisstabilität als strategisches Ziel der Geldpolitik formuliert. Um Finanzstabilität zu gewährleisten, kündigte die CBRT ab Ende 2010 eine *multiple* Instrumentenpolitik an (vgl. CBRT 2012b: 9, 30).<sup>213</sup> Als sekundäre Auf-

<sup>212</sup> Bei der hier veranschlagten Inflationsdefinition handelt es sich um den klassischen Konsumentenpreisindex, der für das erste Jahr mit 5 Prozent und die beiden Folgejahre mit jeweils 4 Prozent festgelegt wurde. Zusätzlich wurde eine Abweichungsbandbreite von zwei Prozent in beide Richtungen beschlossen, die internen und externen Schocks Rechnung tragen sollte (vgl. CBRT 2006: 35).

<sup>213</sup> Als neue Instrumente wurden neben dem klassischen Leitzins Zinskorridore festgelegt sowie eine flexible Mindestreservpolitik und neue Liquiditätsmaßnahmen eingeführt. Mit dem Zinskorridor wurde in die Zins- und Liquiditätsentwicklung auf den Geldmärkten interveniert. Als Reaktion auf die steigende Risikobereitschaft auf den Geldmärkten (was sich in zunehmenden kurzfristigen Kapitalzuflüssen zeigte) setzte die CBRT die Zinsbandbreite als

gabe wurde wie bisher die Unterstützung der wachstums- und beschäftigungs-politischen Maßnahmen der Regierung erwähnt und zwar unter der Vorausset-zung, dass diese die Preisstabilität nicht gefährden. In den Jahresberichten von 2011 und 2012 wurden neue Ziele formuliert. Dort lesen wir:

“To create and implement policies that will contribute to financial stability and will achieve price stability which promotes the money, credit and capital markets along with other markets [and] (...) [t]o manage foreign exchange and gold reserves.”

Wenn wir davon ausgehen, dass die Reihenfolge der formulierten Ziele etwas über die Prioritätensetzung der geldpolitischen Ziele aussagt, dann fallen zwei Veränderungen auf: Erstens, das Ziel der finanziellen Stabilität wird aufgewer-tet und, im Unterschied zu den Berichten von 2009 und 2010, nicht nur *vor* der Preisstabilität erwähnt, sondern auch als Bedingung und Voraussetzung für die Erlangung von Preisstabilität hervorgehoben. Zweitens fällt derjenige Passus weg, in dem die prinzipielle Unterstützung des wirtschaftspolitischen Kurses der Regierung angekündigt wurde. Und drittens wird die Währungspolitik als Zielbereich genannt (vgl. CBRT 2009: 24; 2010c: 26; 2011c: 26; 2012b: 26).

Zusätzlich zu diesen Veränderungen wird im strategischen Plan der CBRT die Unabhängigkeit der Zentralbank hervorgehoben. Während in den Berichten von 2009 und 2010 Transparenz, Rechenschaftspflicht, Glaubwürdigkeit, Good Governance, effektive Kommunikation und öffentliches Interesse als die Grund-sätze der CBRT formuliert wurden (vgl. CBRT 2009: 24; 2010c: 26), wurde in den Jahresberichten von 2011 und 2012 *Unabhängigkeit* an erster Stelle erwähnt. Diese Unterschiede korrespondieren mit dem Amtsantritt des neuen Zentralbankgou-verneurs Erdem Başçı, der 2011 seinen Vorgänger Durmuş Yılmaz ablöste.

Wie sind diese Veränderungen zu interpretieren? Aufschluss darüber kann nur die praktizierte Geldpolitik geben. Der höheren Gewichtung der Finanzstabi-lität entspricht eine geringere Gewichtung des Preisstabilitätsziels; auch wenn die CBRT mehrfach beteuerte, dass die Preisstabilität nach wie vor oberste Pri-orität hat und dies nicht als Widerspruch zum verfolgten Zielinflationregime

---

Steuerungsinstrument ein. Dies erlaubt der Zentralbank, die Tageszinssätze unterhalb des Leitzinses zu senken (vgl. CBRT 2011c: 8). Nach eigenen Angaben sollten dadurch kurzfristi-ge reine Arbitragegeschäfte, sogenannte *carry trades*, verhindert werden (vgl. ebd.). Mit dem sogenannten *Reserve Option Mechanism* wurde den Banken erlaubt, einen gewissen Anteil der Mindestreserven, die in TRY gehalten werden müssen, in ausländischen Devisen oder Gold zu hinterlegen. Dieser Anteil wird mit der *Reserve Option Rate* festgelegt. Dadurch sollen die Banken die Möglichkeit haben, ihre Liquidität flexibler zu steuern (vgl. CBRT 2012b: 30).

stünde. Die Türkei sah sich nach der globalen Wirtschaftskrise gezwungen, eine antizyklische Geld- und Fiskalpolitik zu verfolgen (vgl. CBRT 2010c: 8). Ein geldpolitisch expansiver Kurs wurde bereits Ende 2008 unter Durmuş Yılmaz eingeleitet (vgl. CBRT 2009: 6). Eine Rolle spielte dabei der Einbruch des Wirtschaftswachstums in den Jahren 2008 und 2009. Während 2008 das BIP-Wachstum von 4,7 Prozent im Vorjahr auf 0,7 Prozent sank, schrumpfte die türkische Wirtschaft 2009 mit -4,8 Prozent.<sup>214</sup> Folglich war das Ziel des neuen geldpolitischen Ansatzes, die Rezession zu beenden und den Wachstumskurs der Türkei zu unterstützen. So verkündete Gouverneur Başçı:

“The aim of these policies, along with the primary objective of price stability, is to gradually decrease the imbalances in the economy and thus, achieve a more sound growth composition.” (CBRT 2012b: 9)

Dem zwischenzeitlichen Anstieg des BIP in den Jahren 2010 und 2011 auf 9,2 bzw. 8,8 Prozent nach scheint diese Politik auf den ersten Blick relativ erfolgreich gewesen zu sein. Jedoch brachte 2012 wieder einen Abschwung. Die Wirtschaftsleistung ging in allen vier Quartalen in Folge zurück und endete mit einem Jahreswert von 2,2 Prozent.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die CBRT mit ihrer neuen Strategie versucht, aktiver in die konjunkturelle Entwicklung einzugreifen. Im Mittelpunkt stehen dabei u. a. die Außenhandelsbilanz und die Kreditentwicklung. Die kontinuierlich hohen Leistungsbilanzdefizite und kurzfristigen Kapitalflüsse werden als stabilitätsgefährdend betrachtet. Gleichzeitig unterstreicht die CBRT, dass diese neue aktive Rolle nicht als Eingriff in ihre Unabhängigkeit gewertet werden soll, sondern als eine Reaktion auf externe Schocks einzuordnen ist.

---

<sup>214</sup> Dabei verzeichnete die türkische Wirtschaft bereits ab dem ersten Quartal 2008 ein abnehmendes BIP, das sich ab dem vierten Quartal 2008 in eine Rezession verwandelte, die bis zum Ende des dritten Quartals 2009 anhielt. Für die Türkei war das ein dramatischer Abschwung. Das BIP wuchs bis 2007 wenn das Krisenjahr 2001 außen vor gelassen wird mit durchschnittlich 6,8 Prozent. Wenn die Abschwünge mit eingerechnet werden, lag das durchschnittliche Wachstum der Türkei in den 2000er Jahren bei 3,8 Prozent.

### 5.3 Die Disinflation in der Türkei nach 2001

In diesem Abschnitt wird die Entwicklung der Inflation beschrieben. Eine historische Bestandsaufnahme zeigt, dass in der Türkei über mehrere Dekaden hinweg eine hohe, chronische Inflation geherrscht hat. Die durchschnittliche Inflation für die Jahre zwischen 1961 und 2000 liegt bei 40,7 Prozent. Wie aus der folgenden Tabelle 1 zu sehen ist, liegt dieser Inflationswert deutlich über den Durchschnittswerten, die im selben Zeitraum in den 21 OECD-Staaten sowie in Staaten mit mittleren oder niedrigen Einkommen gemessen wurden. Die türkische Wirtschaft wuchs in diesem Zeitraum überdurchschnittlich, wie die Zahlen belegen.

Tabelle 1: BIP und Inflation im internationalen Vergleich in Prozent (1961–2000)

	Alle Staaten	OECD (21)	Staaten m. mittleren Eink. (32)	Staaten m. niedrigen Eink. (25)	Türkei
<b>BIP Wachstum</b>					
Durchschnitt	1,9	2,6	1,8	0,9	4,7
Standardabweichung	2,7	1,8	2,7	3,4	3,9
<b>Inflation</b>					
Durchschnitt	10,2	7	12,8	11,3	40,7
Standardabweichung	7,2	4,9	8,3	6,6	31,4

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS, Pollin und Zhu (2005)

Eine Zeitreihe (1970–2012) ermöglicht ein differenzierteres Bild der Inflationsentwicklung in der Türkei. Hier wird erkennbar, dass die Inflation in der Türkei in der zweiten Hälfte der 1970er Jahre, insbesondere nach 1975 stark anstieg.<sup>215</sup> Als verantwortlich für die hohe Inflation zu dieser Zeit wird in der Literatur die politische und ökonomische Krise der Importsubstitutionsstrategie in der Türkei gesehen. Der Inflationsanstieg in der Türkei erfolgte zeitgleich mit dem Anstieg der Inflation in den OECD-Staaten in den 1970er Jahren, wie aus der Abbildung 4 zu ersehen ist. Im Gegensatz zum nachhaltigen Inflationsrückgang in den meisten OECD-Staaten ab Anfang der 1980er Jahre, setzte sich die Inflation

<sup>215</sup> Die Inflation stieg in der zweiten Hälfte der Dekade sprunghaft von 16,2 auf 62 Prozent an, bevor sie 1980 auf über 100 Prozent kletterte.

in der Türkei jedoch in den beiden Folgedekaden weiter fort und wandelte sich zu einer chronisch hohen Inflation.<sup>216</sup>

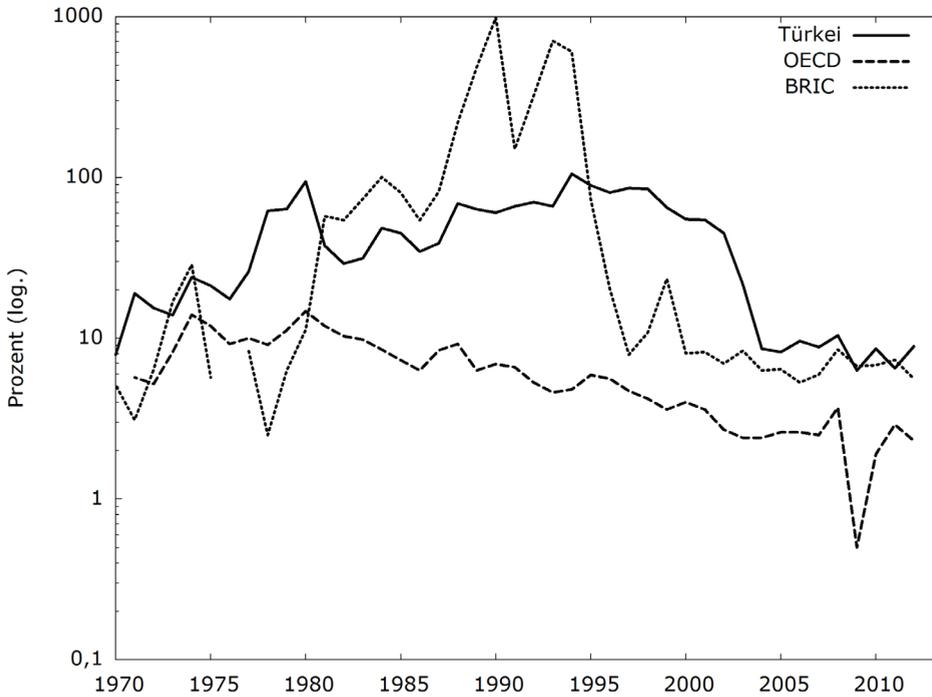


Abbildung 4: Internationale Inflationsentwicklung (1970–2012)<sup>217</sup>,  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS, OECD

Die Nachhaltigkeit der hohen Inflation wird noch einmal deutlich, wenn die Durchschnittswerte der einzelnen Dekaden betrachtet werden (siehe Tabelle 2). Während die durchschnittliche Inflation in den 1960er Jahren noch bei 4,8 Prozent lag, stieg diese in den 1970er Jahren auf einen zweistelligen Wert von 25,3 Prozent. Die 1990er Jahre markierten einen historischen Gipfelpunkt. Die durch-

<sup>216</sup> Der zwischenzeitliche Rückgang der Inflation Anfang der 1980er Jahre, von 100 auf ca. 30 Prozent, geht auf Preisreglementierungen zurück, die in den Jahren der Militärdiktatur von 1981–1983 angeordnet wurden.

<sup>217</sup> Der Graph für die BRIC-Staaten repräsentiert zwischen 1970–1980 lediglich die Inflationsentwicklung in Indien. In den Quellen der OECD wird Brasilien ab 1981, China ab 1985 und Russland ab 1993 berücksichtigt. Die Lücke beim Graphen für die BRIC-Staaten, ist auf eine Deflation von -7,6 Prozent in Indien zurückzuführen, die aufgrund der logarithmierten Ordinatewerte nicht abgebildet wurde.

schnittliche Inflation in dieser Dekade erreichte 77,8 Prozent. Ausschlaggebend war insbesondere die Wirtschaftskrise von 1994. Als diese im April 1994 ausbrach, kletterte die Inflation wie bei der Krise 1980 über die 100 Prozent-Marke und stieg zum Jahresende auf 106,3 Prozent. Ein derartiger Anstieg wiederholte sich nach der Asienkrise 1997 und vor Ausbruch der Rezession von 1998/99, als im Januar 1998 die Inflation auf 101 Prozent kletterte.

Tabelle 2: BIP und Inflation in der Türkei in Prozent (1950–2012)

	1950er	1960er	1970er	1980er	1990er	2000er	2002–09	2002–12
Inflation	8,8	4,8	25,3	49,9	77,8	23,7	12,5	11,2
BIP	6,9	5,6	4,8	4	3,9	3,8	4,6	5,2

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS, TSI

In der Tabelle 2 sind auch die durchschnittlichen BIP Wachstumszahlen zusammengefasst. Diese Zahlen scheinen die unter Ökonomen kontrovers diskutierte These zu belegen, dass eine hohe Inflation nicht mit hohen Wachstumszahlen korrespondiert. Der Umkehrschluss, dass eine niedrige Inflation eine notwendige Bedingung für Wachstum sei, wie Monetaristen und Neoklassiker oft argumentieren, findet sich jedoch auch nicht bestätigt. So erzielte die Türkei in den 1950er und 1960er Jahren ein relativ hohes durchschnittliches Wachstum mit für türkische Verhältnisse relativ moderaten Inflationszahlen. Das Wachstum der 1950er Jahre lag deutlich über den Werten der 1960er Jahre, obwohl die Inflation fast doppelt so hoch war. Weiter zeigt ein Vergleich zwischen den 1970er Jahren und ihren beiden Folgedekaden, dass ähnliche Wachstumszahlen mit ganz unterschiedlichen Inflationswerten einhergehen. Die Inflation war in den 1980er Jahren doppelt so hoch wie in den 1970er Jahren, die Wachstumszahlen lagen jedoch niedriger. Das Wachstum der 1990er Jahre lag knapp über dem der 2000er Jahre, wobei die 1990er Jahre eine 3,5-fach höhere Inflation aufwiesen. Demzufolge scheint es auch für diese Zeitspanne keinen eindeutigen Zusammenhang zwischen Inflation und Wachstum zu geben. Diese Vergleiche verdeutlichen, dass hohe Inflationswerte und Wachstum sich einander nicht bedingen.

Schauen wir uns nun die Entwicklung der Inflation nach der Reform der Zentralbank und der Ausrufung ihrer Unabhängigkeit 2001 genauer an (vgl. auch

Şener 2011: 304). Die graphische und tabellarische Darstellung der Inflationswerte weisen auf einen eindeutigen Trendwechsel hin (siehe Abbildung 5 und Tabelle 3). Am Ende des Krisenjahres 2001 betrug der Konsumentenpreisindex (KPI) 68,5 Prozent. Der Produzentenpreisindex (PPI) lag bei über 88 Prozent und überstieg deutlich den KPI. Die Antiinflationstrategie, die nach der Krise 2001 implementiert wurde, korrespondiert ab dem ersten Quartal 2002 mit einem nachhaltigen Rückgang der Inflation. In der Abbildung 5 wurden die Werte der Übersichtlichkeit halber ab dem zweiten Quartal 2002 eingetragen.

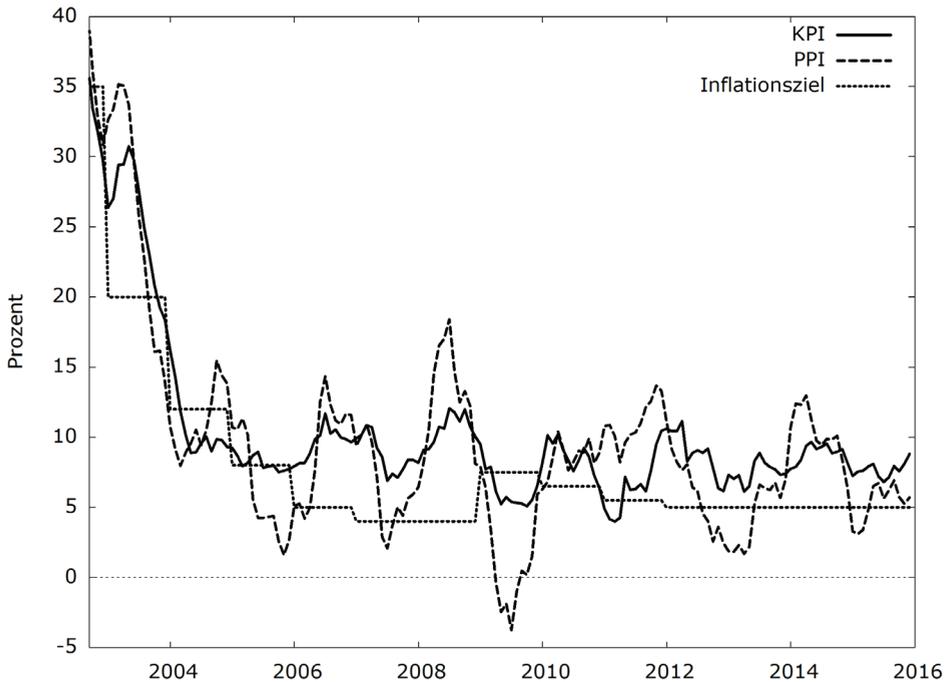


Abbildung 5: Inflationsziele und Preisentwicklung in der Türkei (2002 QII-2015),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Die Tabelle 3 zeigt die exakten numerischen Inflationszielwerte der CBRT und die von den offiziellen staatlichen Behörden ermittelten Inflationszahlen nach der Einführung des Zielinflationregimes.

Tabelle 3: Inflation und Inflationsziele der CBRT in Prozent (2000–2014)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ziel	25	12	35(10)	20	12	8	5	4	4	7,5(4)	6,5(4)	5,5	5	5	5
KPI	39	68,5	29,7	18,4	9,3	7,7	9,6	8,4	10,1	6,5	6,4	10,4	6,2	7,4	8,17

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS<sup>218</sup>

Aus den hier aufgeführten Daten vom türkischen Statistikamt und der Zentralbank ist deutlich zu erkennen, dass die Ära der chronischen zwei- bis dreistelligen Inflationsraten in den Jahren nach der Krise 2001 beendet wurde. Nach einem stetigen Rückgang sank die Inflation Ende 2003 unter die 20 Prozent-Marke. Im Folgejahr 2004 wurde erstmals wieder ein einstelliger Konsumentenpreisindex erreicht. Dies bedeutete auch eine Annäherung an die Inflationswerte, die in den BRIC-Staaten gemessen wurden. Wie aus den Daten abgelesen werden kann, lag der KPI-Mittelwert zwischen Anfang 2000 und Ende 2009 bei 23,7 Prozent.<sup>219</sup>

Die Inflation zwischen April 2001 – dem offiziellen Beginn der Unabhängigkeit der CBRT – und Ende 2014 lag bei durchschnittlich 14,8 Prozent. Auch hier führen die hohen Inflationswerte in den unmittelbaren Folgejahren nach der Krise zu diesen relativ hohen Werten. Für den Zeitraum von 2006 bis 2014 hingegen, also den ersten neun Jahren des formellen Zielinflationsregimes, beträgt der Durchschnittswert *nur* noch 8,1 Prozent. Auf den ersten Blick scheint das Zielinflationsregime in der Türkei also ein Erfolgsmodell gewesen zu sein. Jedenfalls korrespondiert dessen Beginn mit einem signifikanten Rückgang der Inflation.

Ein differenzierter Blick auf die empirischen Daten offenbart jedoch auch die Schwächen dieser Interpretation. Bis Ende 2005 lag die Inflation unter den Inflationszielwerten des Programms. Dieser Erfolg ermutigte die CBRT dazu, die Inflationsziele für die ersten drei Jahre des formellen Zielinflationsregimes (2006

<sup>218</sup> In den Klammern sind die ursprünglichen Inflationsziele angegeben. Sie verweisen auf eine Revidierung der Inflationsziele.

<sup>219</sup> Wenn die Krisenjahre 2000 und 2001 aus der Berechnung für die gesamte Dekade ausgenommen werden und die Durchschnittsberechnung ab Anfang 2002 erfolgt, fällt der KPI-Durchschnitt mit 15,9 Prozent deutlich niedriger aus als der Gesamtdekaden-Durchschnitt. Dies bestätigt auch der Inflationsdurchschnitt von 8,9 Prozent in der zweiten Dekaden-Hälfte (2006 bis 2009).

bis 2008) weiter auf 5 bzw. 4 Prozent zu senken (vgl. BSB 2008: 109). Wie in der Tabelle 3 gezeigt wurde, stagnierte jedoch der Rückgang der Inflation ab 2006 und stieg Ende 2008 wieder auf einen zweistelligen Wert. Die Verfehlung der Inflationsziele in den ersten drei Jahren des formellen Zielinflationsregimes, die sich in der Überschreitung der oberen Bandbreite zeigte, trübt das Erfolgsbild dieser Strategie.

Die CBRT führte den erneuten Inflationsanstieg und das Verfehlen der Zielwerte ab 2006 hauptsächlich auf hohe Energie- und Lebensmittelpreise zurück (vgl. CBRT 2007: 28).<sup>220</sup> Dadurch lastete sie die Verantwortung für das Verfehlen der Inflationsziele Angebotsschocks an, die außerhalb der Reichweite ihrer Geldpolitik lagen. Damit revidierte die CBRT vorherige Einschätzungen, dass der pass-through Effekt in der Türkei abgenommen hätte (vgl. Özatay 2005) und identifizierte diesen Wirkungskanal gerade als die Hauptursache für den Inflationsanstieg in der Türkei (vgl. BSB 2007: 39).<sup>221</sup> Die CBRT ging daraufhin in die Offensive. Als erste Reaktion beschloss sie neue *Public Relations* Maßnahmen. So sollten im Namen der Verbesserung der Transparenz die Erklärungen und Interpretation der CBRT für die Inflationsabweichungen verstärkt an die Öffentlichkeit kommuniziert werden. In diesem Zuge wurden die bisherigen quartalsmäßigen Inflationsprognosen auf zwei Jahre erweitert (vgl. CBRT 2007: 36).

Dies war aber eine Maßnahme, die keine substantielle Wirkung zeigen konnte. Vielmehr kann dieser Schritt als Versuch gesehen werden, auf die steigende Kritik zu reagieren und nicht tatenlos da zu stehen. Nachdem auch das Inflationsziel für 2007 scheiterte, und auch für 2008 zu scheitern drohte, ging die CBRT zu drastischeren Schritten über. Im Juni 2008 korrigierte sie nach Konsultationen mit der Regierung ihr Inflationsziel für 2009 und 2010, von zunächst 4 auf 7,5 bzw. 6,5 Prozent und für 2011 auf 5,5 Prozent (vgl. CBRT 2008b: 46). Jedoch wurden auch diese neuen Zielwerte von Kritikern als zu niedrig in Zweifel gezogen. So kam es dann auch, dass das Ziel für 2008 kurze Zeit später trotz Anpassung verfehlt wurde.<sup>222</sup> Nachdem die (neuen) Inflationsziele für 2009 und 2010

---

<sup>220</sup> Im Juli 2008 erklärte die CBRT beispielsweise, dass 6,8 Punkte der Juni-Inflation was 65 Prozent der Gesamtinflation in diesem Monat gleichkommt auf das Konto von Energie- und Lebensmittelpreisen zurückzuführen sei (vgl. CBRT 2008a: MPC PR Nr. 2008-20).

<sup>221</sup> Die zwischenzeitliche Kapitalflucht im Mai und Juni 2006 wird als Mitverursacher des Inflationsanstiegs betrachtet (vgl. BSB 2007: 39).

<sup>222</sup> Bereits im BSB Bericht von 2006 wurde darauf aufmerksam gemacht, dass in der Türkei eine nachhaltige Inflation zwischen 8–12 Prozent förderlicher für die Akkumulationsdynamik

zwischenzeitlich knapp erreicht wurden, endete die Inflation seit 2011 durchgehend über den Zielwerten, die inzwischen wieder auf 5 Prozent gesenkt wurden (vgl. Abbildung 5).

Was die Preisentwicklung in der Türkei weiter trübt, verdeutlicht ein internationaler Vergleich mit den Werten, die in der EU gemessen werden (siehe Abbildung 6). Laut dem staatlichen Statistikamt lag der KPI-Anstieg in den vergangenen zehn Jahren (indexiert auf 100 im Jahr 2003/5) bei 222,4 (Juli 2013).<sup>223</sup> Im EU-Vergleich zeigt sich folgendes Bild für die Inflationsentwicklung in der Türkei.

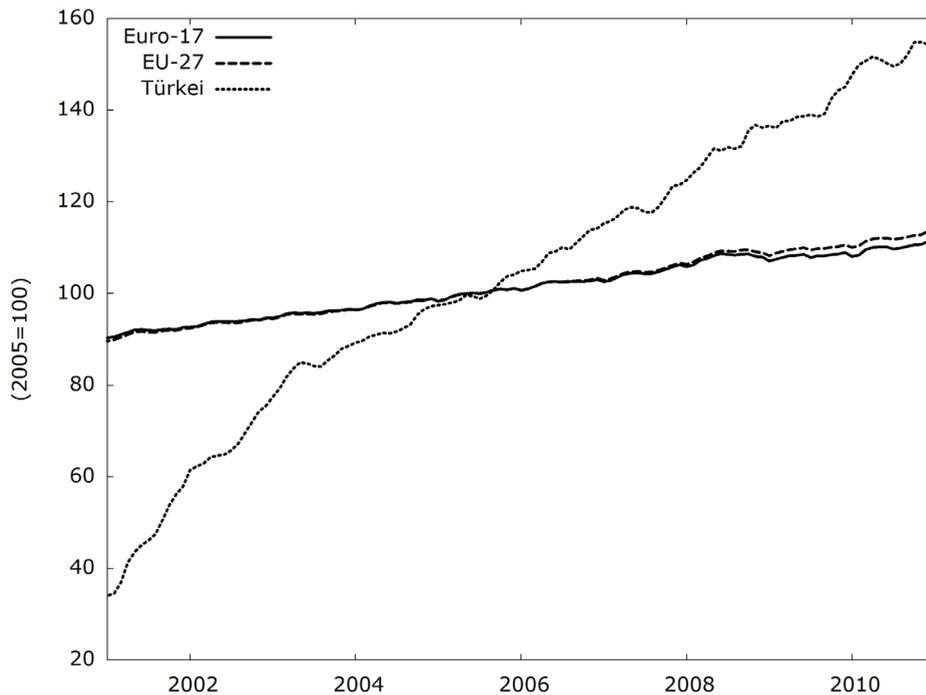


Abbildung 6: Preisindizes im EU-, Euroraum, und Türkei (2001–2011),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: EZB, CBRT-EDDS

und die Beschäftigung wäre (vgl. BSB 2006: 16 ff.). Diese Prognose bezieht sich auf eine Forschungsstudie von Pollin und Zhu, die in einer umfangreichen historischen Analyse herausgefunden haben, dass in Schwellenländern Wirtschaftswachstum mit einer Inflation von 8–12 positiv korreliert. Von einer Inflation unter 5 Prozent bzw. über 20 Prozent gehen nach dieser Studie hingegen negative Effekte auf Wachstum und Beschäftigung aus (vgl. Pollin/Zhu 2005).

<sup>223</sup> Vgl. [http://www.tuik.gov.tr/PrefIstatistikTablo.do?istab\\_id=650](http://www.tuik.gov.tr/PrefIstatistikTablo.do?istab_id=650), aufgerufen am 16.8.2013.

In dieser Betrachtung wurden die Preisindizes für die EU (2005/6) und die Türkei (2005/9) auf das Jahr 2005 normiert. Wir können hieraus schlussfolgern, dass trotz eines allgemeinen und rapiden Rückgangs der Inflation in der Türkei die monatliche Preisänderung bis Ende 2010 deutlich über dem Durchschnitt aller EU-Länder (samt Euroraum) lag. Im folgenden Abschnitt diskutieren wir die Rolle der Fiskalpolitik auf die Inflationsentwicklung nach 2001.

## 5.4 Fiskalpolitische Dimension

Das staatliche Budgetdefizit wurde im Stabilitätsprogramm von 2001 als Hauptursache der Inflation in der Türkei identifiziert und als nicht marktkonform betrachtet. Die zweite Säule der Disinflationsstrategie der 2000er Jahre bildete daher die Reglementierung des öffentlichen Haushalts. Um der Verschuldungsdynamik ein Ende zu setzen, sollten daher die Schulden- und Zinszahlungen unter Kontrolle gebracht werden. Um dies zu bewerkstelligen, wurden Kürzungen und Beschränkung der öffentlichen Ausgaben beschlossen, die das Ziel hatten, Primärüberschüsse im öffentlichen Haushalt zu erzielen (vgl. LoI 2002: § 22). Durch Privatisierungen, den Abbau von Subventionen, der Kürzung von Transfer- und Sozialausgaben sowie durch institutionelle Reformen hoffte man, den Staatshaushalt zu konsolidieren. Ausgabenkürzungen sollten den Inflationsdruck mindern und die hohen Realzinssätze senken, die die Unternehmen behinderten neue Investitionen zu tätigen. Um auch die EU-Konvergenzkriterien zu erfüllen, wurde ein jährlicher primärer Haushaltsüberschuss von 6,5 Prozent des BIP als Ziel gesetzt.

Die Beschränkung der öffentlichen Ausgaben war im Grunde kein neuer Schritt, ein umfangreicher Sparkurs wurde bereits im Stabilitätsprogramm von 1999/2000 von der damaligen Koalitionsregierung verkündet, die sich aus der sozialdemokratischen DSP, der rechtsliberalen ANAP und der rechts-nationalistischen MHP zusammensetzte (vgl. Şener 2003: 79). Die AKP-Regierung setzte diesen Kurs nach ihrer Wahl (Anfang 2003) im Rahmen der Fortführung des IWF-gestützten Stabilitätsprogramms (2005 bis 2007) lediglich fort (vgl. Özatay 2007: 149, 162).<sup>224</sup> Die empirischen Daten lassen darauf schließen, dass die AKP

---

<sup>224</sup> So wurde beispielsweise die Schließung bzw. Verkleinerung der Haushalts- und außerbudgetären Fonds beschlossen und umgesetzt. Zusätzlich wurden mit dem neuen Verschul-

wie die Vorgängerregierung eine passive Fiskalpolitik relativ konsequent umsetzte. Im Durchschnitt wurde zwischen 1999 und 2007 ein Primärbudgetüberschuss (vor Zins- und Schuldenzahlungen) von 5,1 Prozent am BIP erzielt.<sup>225</sup> Dieser Wert sank in der Periode 2008 bis 2012 auf 1,5 Prozent. Das Budgetdefizit inklusive Schuldenzahlungen hingegen lag 1999 bis 2004 bei einem Durchschnitt von -11,9 Prozent/BIP. Ursache hierfür war die hohe Zinslast: 43,3 Prozent der gesamten Staatsausgaben wurden in dieser Periode für Zinszahlungen aufgewendet, was durchschnittlich 12,9 Prozent des BIP ausmachte.

Die Zinsverpflichtung des türkischen Staates wurde ab 2005 verringert. Zwischen 2005 und 2008 reduzierte sich der Durchschnittsanteil der Zinsen an den Gesamtausgaben auf 25,9 Prozent und in den Folgejahren 2009 bis 2012 auf 15,8 Prozent. Die Zinslast wurde zunächst auf 6,1 und anschließend auf 4,2 Prozent des BIPs gesenkt. Allerdings führten Maßnahmen im Zuge des Konjunkturerinbruchs und die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 zu einem erneuten Anstieg der öffentlichen Budgetdefizite, wie in Tabelle 4 zu sehen ist. Die Zinslast nahm hingegen aufgrund der sinkenden Zinsen weiter ab.

---

dungsverhinderungsgesetz von 2001 und dem Gesetz zur Kontrolle der öffentlichen Finanzen 2003 neue gesetzliche Regelungen und transparentere Rahmenbedingungen geschaffen (vgl. Ataç 2013: 131 ff.).

<sup>225</sup> Es gibt mehrere unterschiedliche Berechnungsverfahren. In der ursprünglichen Berechnungsmethode des türkischen Schatzamtes und des Finanzministeriums liegen die Werte höher (5,6 Prozent für 2002–2007). Niedrigere Werte ergeben sich, wenn der Berechnungsgrundlage des IMF-Programms gefolgt wird, nach der sich mittlerweile die türkischen Statistiken richten. Der Unterschied resultiert daraus, dass der IWF bestimmte Budgeteinnahmen und -ausgaben nicht als solche definiert. Beispielsweise werden Zins- und Gewinnbeteiligungen aus Staatsbanken, sowie Einnahmen aus dem Gelddruck der Staatsnotendruckerei aus der Bilanz ausgeschlossen. In der hiesigen Betrachtung wurden die aktuellsten Werte zu Grunde gelegt.

Tabelle 4: Haushaltsindikatoren in der Türkei in Prozent (1999–2012)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Zinsausgaben an Gesamtausgaben	38,2	43,8	51,0	44,8	41,7	40,1	31,6	25,8	23,9	22,3	19,8	16,4	13,4	13,4
Zinsausgaben am BIP	10,2	12,3	17,1	14,8	12,9	10,1	7,0	6,1	5,8	5,3	5,6	4,4	3,3	3,4
Primärbudget am BIP	2,0	5,7	6,8	4,3	5,2	6,1	5,8	5,4	4,2	3,5	0,0	0,7	1,9	1,3
Budgetdefizit am BIP	-11,7	-10,6	-16,5	-14,6	-11,3	-7,1	-1,3	-0,6	-1,6	-1,8	-5,5	-3,6	-1,4	-2,1

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS, TSI

Die konsequente Umsetzung des Sparprogramms hat dazu beigetragen, die öffentliche Verschuldung zurückzufahren. Mit einer einfachen Finanzarithmetik (vgl. Heine/Herr 2006a: 208 f.) lässt sich zeigen, dass die Primärüberschüsse in der Türkei ab 2004 zu einer Verminderung der öffentlichen Verschuldungsquote beigetragen haben. Wir definieren folgende Parameter:

- $\Delta b$  Veränderung des Schuldenstandes
- $i_{real}$  Realzins (Jahresdurchschnitt)
- $y$  Wachstumsrate des realen Einkommens
- $b$  Schuldenstand in Prozent am BIP
- $x$  Primärer Haushaltsüberschuss
- $q$  Kehrwert der Wachstumsrate des BIP

Aus der Formel  $\Delta b = q[(i_{real} - y)b - x]$  lässt sich ableiten, dass ein Primärüberschuss den Schuldenbestand reduziert, wenn die Bedingung  $\Delta b < 0$  erfüllt wird. Hierfür wird  $x$  isoliert, so dass sich die Bedingung  $x_{realisiert} > (i_{real} - y)b$  ergibt. Wenn der realisierte Haushaltsüberschuss  $x_{realisiert}$  den rechten Term in der Ungleichung übersteigt, verringert sich der Schuldenstand. Dies war seit 2004 durchgehend der Fall, mit Ausnahme des Jahres 2009, als die Konjunktur mit -4,8 Prozent einbrach (siehe Tabelle 5).

Tabelle 5: Fiskalpolitische Parameter (2002–2012)<sup>226</sup>

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
$y$	0,062	0,053	0,094	0,084	0,069	0,047	0,007	-0,048	0,092	0,088	0,022
$i_{real}$	0,243	0,194	0,135	0,064	0,078	0,090	0,087	0,056	0,020	-0,016	0,026
$b$	0,737	0,674	0,592	0,511	0,455	0,396	0,400	0,463	0,431	0,399	0,376
$x_{realisiert}$	0,032	0,048	0,055	0,058	0,054	0,042	0,035	0,000	0,007	0,019	0,013
$(i_{real} - y)b$	0,134	0,095	0,025	-0,010	0,004	0,017	0,032	0,048	-0,031	-0,041	0,002
Differenz	-0,102	-0,047	0,030	0,068	0,051	0,025	0,003	-0,048	0,038	0,060	0,012

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS, TSI

Den oben präsentierten Daten können wir entnehmen, dass der türkische Staat seine öffentliche Verschuldungslast spürbar senken konnte. Einer der zentralen Faktoren war dafür der Rückgang der Zinslast, die von zweistelligen auf einstelligen Werte gesenkt wurde. Während zu Beginn der 2000er Dekade der Zinsanteil an den Gesamtausgaben bei über 40 Prozent lag – zum Höhepunkt der Krise 2001 lag er sogar bei 51 Prozent – sank dieser Anteil bis 2012 auf 13,4 Prozent der Ausgaben und 3,4 Prozent des BIP. Die ab 2007/08 erneut angestiegenen Budgetdefizite signalisieren jedoch, dass der Staat vermehrt Transferzahlungen und sonstige finanzielle Mittel der Ökonomie zugeführt hat. Dies wurde von einer Zunahme der Staatseinnahmen in den 2000er Jahren begleitet. Während die Staatseinnahmen 1999 noch bei 18 Prozent des BIPs lagen, stieg dieser Anteil in der Periode 1999 bis 2005 auf durchschnittlich 21 Prozent. Zwischen 2006 und 2012 ist der Anteil weiter angestiegen und seitdem bei 23 Prozent relativ konstant geblieben. Der Anstieg kann mit einem rückläufigen informellen Sektor und der Erweiterung der Steuerbasis erklärt werden. Die Zahlen verdeutlichen jedoch auch, dass die Erhöhung der Einnahmen ins Stocken geraten ist, was auf Fortbestehen eines immer noch hohen Anteils der informellen Ökonomie zurückgeführt werden kann. Hinsichtlich unserer Fragestellung können wir folgendes Fazit ziehen. Der Schuldenstand des türkischen Staates konnte nach der Krise von 2001 sichtlich reduziert werden und hat somit erheblich zur Senkung der Inflation beigetragen.

<sup>226</sup> Der Realzins ist der um den KPI bereinigte Mittelwert der Jahresverzinsung (annual compound rate) für Schatzwechsel und Staatsanleihen, die vom türkischen Schatzamt per Auktionsverfahren veräußert werden. Die detaillierten Auktionsdaten werden auf der CBRT-Webseite veröffentlicht.

Abschließend wollen wir die politökonomische Dimension der Fiskalpolitik kurz erörtern. Zwei Aspekte treten darin hervor. Erstens, hat sich der Anteil der Staatsausgaben am BIP in der Türkei erhöht. Damit weitete sich die Rolle und der Einfluss des Staates in der Ökonomie entgegen aller Forderungen nach einer Entpolitisierung der Wirtschaft aus.<sup>227</sup> Im Rahmen stagnierender Einkommen hat die AKP-Regierung den durch die sinkende Zinslast entstandenen Spielraum genutzt, um die Staatsausgaben zu erhöhen. Trotz stagnierender Einkommenslage stieg der Anteil der Staatsausgaben von 17 Prozent des BIP zwischen 1999 und 2007 auf 21 Prozent im Zeitraum von 2008 bis 2012. Die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise hat hierbei eine Rolle gespielt, wie wir in den Folgekapiteln noch sehen werden. Es zeigt sich darin aber auch ein Wandel der Wirtschaftspolitik: Während die direkte Beteiligung des Staates im Bereich der Produktion durch Privatisierungen zurückgefahren wurde, wurden andere ökonomische Aktivitäten wie etwa das Bauwesen und der Infrastrukturbereich gezielt und direkt gefördert.

Diese Feststellung leitet zum zweiten Punkt über, der die Nichtneutralität der Fiskalpolitik betrifft. Der Staat entscheidet mit der Fiskalpolitik ganz wesentlich über die Verteilung gesellschaftlicher Ressourcen. Aus dem Umfang und der Auswahl der geförderten und vernachlässigten Bereiche können grundlegende Aussagen über politökonomische Verhältnisse in einem Land getroffen werden. Diese Entscheidungen geben Auskunft darüber, welche Wirtschaftssektoren

---

<sup>227</sup> Mit dem Beginn des Neoliberalismus haben sich die Kontroversen um die ökonomische Bedeutung des Staatsbudgets verändert. Das neue an dieser Entwicklung war, dass das Staatsbudget von neoliberalen Politikern und Ökonomen als eine immer weiter zu kürzende Störgröße aufgefasst wurde. Die Ausgabe öffentlicher Gelder bzw. staatliche Verschuldung im Allgemeinen wurden zunehmend als Marktverzerrung dämonisiert oder da wo sie unumgänglich waren als notwendiges Übel hingenommen. Der Grundtenor ist (fast) überall derselbe: der öffentliche Haushalt sei knapp bei der Kasse und der Staat müsse sparen. Die hierfür notwendigen Strategien folgen im Großen und Ganzen ähnlichen Mustern. Für die Kapitalakkumulation nicht direkt relevante Bereiche werden mit unterschiedlichen Geschwindigkeiten Schritt für Schritt von der Förderung ausgeschlossen. Die Krisen der letzten Jahre haben die konstitutionelle Rolle des Staates in der Ökonomie jedoch deutlich vor Augen geführt. In krisengebeutelten Ländern wie Griechenland, Portugal und Spanien hat die Krise zu einer Verschärfung des neoliberalen Austeritätskurses geführt, der staatlich durchgesetzt wird. Im Kontrast dazu wurde in Ländern, die in einer ökonomisch vorteilhafteren Lage waren, ein Anstieg der Staatsausgaben beobachtet, die die negativen Auswirkungen der ökonomischen Krise abfedern sollten. Dies hat sich auch in den geldpolitischen Reaktionen vieler Zentralbanken unmittelbar gezeigt, die unter diesen Umständen nicht einfach zum *business as usual* übergehen konnten. Von einer Entpolitisierung oder gar von einem Rückzug des türkischen Staates aus der Ökonomie und der Geldpolitik kann zu keinem Zeitpunkt die Rede sein.

und gesellschaftliche Gruppen Privilegien erhalten und welche nicht. In den letzten Jahren hat in der Türkei insbesondere der Immobilien- und Bausektor von der Investitionspolitik der Regierung profitiert. In diesem Sektor haben AKP-nahe Bauunternehmen fast ausschließlich alle großen Infrastrukturprojekte der letzten zehn Jahre durchgeführt (den Bau von Autobahnen und Brücken, Schnellzugverbindungen, Staudämmen, Metros sowie Megasidelungen etc.).<sup>228</sup> Diese Praxis hat zu einem angespannten Verhältnis zwischen dem größten türkischen Unternehmerverband TÜSIAD und der Regierung geführt (vgl. Balkan et al. 2015). Im folgenden Abschnitt gehen wir der Frage nach, ob die Entwicklung der Beschäftigung und der Löhne zur Inflationssenkung beigetragen haben.

## 5.5 Die Entwicklung des Arbeitsmarktes und der Löhne

In diesem Abschnitt behandeln wir die Entwicklung des türkischen Arbeitsmarktes und der Löhne nach der Finanz- und Wirtschaftskrise von 2001. Der Kursverfall der türkischen Währung (40 Prozent) führte sektorenübergreifend zu zahlreichen Bankrotten und stürzte die Türkei in ihre bisher tiefste wirtschaftliche Krise (vgl. Şener 2003). Vom zweiten bis zum vierten Quartal 2001 schrumpfte die Wirtschaft um durchschnittlich -7,6 Prozent, und das BIP endete mit einem Jahresdurchschnitt von -5,7 Prozent. Dieser Konjunktursturz hatte umfassende ökonomische und politische Auswirkungen. Die Arbeitslosigkeit stieg an und die Löhne brachen ein.

Im Zuge der Krise 2001 und des folgenden Stabilitätsprogramms wurden zahlreiche Kündigungen im öffentlichen und privaten Sektor ausgesprochen. Diejenigen, die nicht entlassen wurden, mussten drastische Einkommensverluste hinnehmen. Die offizielle Arbeitslosenrate stieg im Krisenjahr 2001 zunächst

---

<sup>228</sup> Zahlreiche Ökonomen sehen in der Türkei seit einigen Jahren die Ausbreitung einer Immobilienblase. Der MIT-Ökonom Daron Acemoğlu warnte bereits Mitte 2012 vor einer solchen (vgl. *Today's Zaman* vom 7.8.2012, <http://www.todayszaman.com/news-288838-renowned-economist-warns-against-Turkish-real-estate-bubble.html>, aufgerufen am 6.1.2014). Ende 2013 sprach Nouriel Roubini eine ähnliche Warnung aus (vgl. *Guardian Online*, <http://www.theguardian.com/business/2013/dec/02/housing-bubble-bust-recession>, aufgerufen am 6.1.2014).

von 6,5 auf 8,4 Prozent und kletterte im Folgejahr 2002 weiter auf 10,3 Prozent. In der unmittelbar nach der Krise folgenden Phase blieb die Arbeitslosenrate zweistellig. Zwischen 2002 und 2007 lag sie bei einem Durchschnitt von 10,5 Prozent. Nachdem Konjunkturunbruch 2008 und 2009 stieg die Arbeitslosigkeit erneut an. Die türkische Gesellschaft verfügt aufgrund des hohen Bevölkerungsanstiegs in den vergangenen Dekaden über ein relativ junges Reservoir an Erwerbspersonen. Deshalb ist die Entwicklung der auf Lohnarbeit angewiesenen jüngeren Erwerbspersonen (15 bis 25 Jahre) von besonderer Bedeutung. Die Jugendarbeitslosigkeit stieg laut dem türkischen Statistikamt mit der Krise 2001 von 13 auf 20 Prozent, was auch den Mittelwert zwischen 2001 und 2012 ausmachte. 2009 stieg die Jugendarbeitslosigkeit binnen kurzer Zeit auf 28,6 Prozent und die Gesamtarbeitslosigkeit auf 16,1 Prozent an. In neueren Statistiken werden diese Werte mit 25,3 bzw. 14 Prozent niedriger angegeben. Die durchschnittliche Gesamtarbeitslosigkeit lag zwischen 2001 und 2012 bei 10,6 Prozent, wobei die offiziellen Statistiken seit 2011 einen Rückgang auf knapp unter 10 Prozent verzeichnen.<sup>229</sup>

Rezessionen und Wirtschaftskrisen führen in der Regel zu steigenden Arbeitslosenzahlen, sinkenden Reallöhnen und einer niedrigeren Lohnquote. Das ist keine neue Erkenntnis. Das türkische Beispiel verdeutlicht jedoch, entgegen der Behauptung traditioneller Theorien, dass niedrige Inflation und ökonomisches Wachstum per se keine Garantie für höhere Beschäftigungsquoten darstellen. Die Daten für die Jahre 2002 bis 2007 zeigen, dass trotz ökonomischem Wachstums, welches durchschnittlich bei 6,8 Prozent lag, die Gesamtarbeitslosenquote von 10 bis 11 Prozent relativ konstant blieb.<sup>230</sup> Aus diesem Grund ist es zutreffend, diese Phase der wirtschaftlichen Entwicklung in der Türkei als *jobless growth* oder *jobless recovery* zu bezeichnen (vgl. Epstein/Yeldan 2007: 6; Onaran 2008). In Folge der weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrise erfuhr die Arbeitslosenquote durch die Rezession 2009 einen weiteren Schub. Zwischen 2008 und 2012 lag das BIP im Durchschnitt nur noch bei 3,2 Prozent und die Arbeitslosig-

---

<sup>229</sup> Hinzu kommt, dass bisher die Mindestlöhne für Jugendliche (im Alter von 16 bis 17 Jahren) im Durchschnitt 15 Prozent niedriger lagen. Diese diskriminierende Regelung wurde kürzlich abgeschafft, so dass es ab 2014 nur noch einen allgemeinen altersunabhängigen Mindestlohn gibt.

<sup>230</sup> Hierzu muss hinzugefügt werden, dass das Arbeitskräfteangebot 2001 bei 23,5 Mio. lag. Während diese Größe bis 2008 leicht rückläufig war, stieg sie zwischen 2008 bis 2013 auf 28,6 Mio. an. Das Erwerbspersonenpotential (Population über 16 Jahren) stieg zwischen 2001 und 2013 aufgrund des Bevölkerungszuwachses von 47,2 auf 55,8 Mio. Menschen an.

keit bei 11,2 Prozent. Ende 2013 lag die Arbeitslosenquote bei knapp unter 10 Prozent.

Ein weiteres Merkmal des türkischen Arbeitsmarktes ist der hohe Grad an informellen und prekären Beschäftigungsverhältnissen. Wie in vielen aufstrebenden Schwellenländern sind die Beschäftigungsregelungen relativ locker und die flexible Auslegung oder Nichtbeachtung bestehender Arbeitsschutzregelungen führt bis heute zu zahlreichen tödlichen Arbeitsunfällen.<sup>231</sup> In der Türkei hat die informelle Beschäftigung bis Mitte der 2000er Jahre bis zu 50 Prozent der arbeitsfähigen Bevölkerung absorbiert. Nach den neusten veröffentlichten Statistiken des Schatzamtes ist sie seit 2001 jedoch von knapp 53 Prozent stetig auf bis zu unter 38 Prozent im Jahr 2013 gesunken. Die AKP-Regierung verfolgt im Zuge ihres Reformkurses eine Strategie der Formalisierung der Arbeitsverhältnisse u. a. um die Steuereinnahmen des Staates zu erweitern. Trotz dieses Kurswechsels sind immer noch über ein-Drittel der Beschäftigungsverhältnisse informeller Natur.<sup>232</sup> Die informelle Beschäftigung ist nicht nur ein Konjunkturindikator, sondern wirkt zudem als Konjunkturregler und ist in diesem Sinne vergleichbar mit dem Leiharbeitsystem in der BRD. Aus Sicht der Arbeitgeber sind kurzfristige Entlassungen von Arbeitnehmern eine effektive Strategie, Rigiditäten im Arbeitsmarkt und bei den Nominallöhnen zu umgehen. Zudem werden in diesen Beschäftigungsverhältnissen oft Löhne unter dem Mindest-

---

<sup>231</sup> Die mittlerweile nicht mehr nur mit Schwellenländern in Verbindung gebrachte unsichere (flexible) Beschäftigungs- und Kündigungsregelungen (Zeit- und Kurzarbeit) wurden in der Türkei mit der Arbeitsmarktreform von 2002 auf eine gesetzliche Grundlage gestellt. Diese institutionellen Regelungen änderten jedoch nichts Grundsätzliches an der Praxis der unsicheren Beschäftigung. Im Privatsektor müssen ausgesprochene Kündigungen lediglich formell begründet werden. Eine Kündigung auszudrucken dürfte jedoch nur eine geringe Schwelle für Entlassungen darstellen.

<sup>232</sup> In der Türkei wird die geschlechtsspezifische Arbeitsteilung durch einen chronischen Mangel an erschwinglichen Kindertagesstätten und niedrigen Arbeitslöhnen produziert (vgl. Onaran 2008: 155). Dieser strukturelle Ausschluss von Frauen aus dem Erwerbsarbeitsleben ist aus den Erwerbspersonenstatistiken deutlich ablesbar. 2001 lag die Frauenerwerbsquote bei 27,1 Prozent und war damit deutlich geringer als die Männererwerbsquote von 72,9 Prozent. An diesem ungleichen Verhältnis hat sich in den letzten Jahren wenig verändert. Die Frauenerwerbsquote hat nach 2002 sogar abgenommen und kam 2007 nur noch auf 23,6 Prozent. Zwischen 2001 und 2012 lag die Erwerbsquote der Frauen bei durchschnittlich 26 Prozent. Während in der ersten Hälfte der Dekade dieser Wert auf bis zu 23 Prozent sank, stieg er ab 2008 wieder an. Ende des dritten Quartals 2013 liegt die Erwerbsquote der Frauen bei 31,2 Prozent. Dem muss jedoch hinzugefügt werden, dass viele Frauen im informellen Dienstleistungssektor arbeiten. Die Männererwerbsquote war bis 2007 ebenfalls rückläufig und sank auf 69,8 Prozent. In den letzten Jahren ist sie wieder leicht angestiegen, hat ihr Niveau von 2001 jedoch noch nicht erreicht. Die allgemeine Beschäftigungsquote liegt nach dem Tief von 2007 (46,2 Prozent) mittlerweile wieder bei knapp unter 51 Prozent.

lohn bezahlt, der ohnehin schon niedrig ist. Viele türkische Unternehmen haben nach der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 Arbeitszeiten verlängert, Lohnauszahlungen verzögert, oder Beurlaubung der Belegschaft und Frühverrentung angeordnet, um Kosten zu senken (vgl. Hoşgör 2015: 216).

Die sektorale Zusammensetzung der Beschäftigung hat sich seit der Krise 2001 deutlich verändert. Die Beschäftigung in der Landwirtschaft ist ab 2001 erheblich zurückgegangen. Der Anteil der Landwirtschaft in der Gesamtbeschäftigung sank von den 37,6 Prozent (2001) auf 24,6 Prozent im Jahr 2012. Diese Freisetzung von Arbeitskräften wurde größtenteils vom Dienstleistungssektor absorbiert, der seinen Anteil im selben Zeitraum von 39,7 auf 49,4 Prozent steigerte. Die Beschäftigungsquote in der Industrie stieg bis 2008 von 17,5 auf 21 Prozent. Nach der Rezession von 2008/09 ist sie jedoch wieder auf 19 Prozent gefallen. Im Bausektor, in den sowohl der Staat als auch Privatinvestoren in der vergangenen Dekade viel investiert haben, stieg der Anteil der Beschäftigung von 5,2 auf 6,9 Prozent.

Die Wettbewerbsfähigkeit der türkischen Exportwirtschaft beruht seit geraumer Zeit auf niedrigen Löhnen. Auch Direktinvestitionen werden oft mit niedrigen Löhnen in Verbindung gebracht.<sup>233</sup> Generell sind die Löhne nach dem Liberalisierungsstart Anfang der 1980er Jahre gesunken, was sich an einem strukturellen Rückgang der Lohnquote zeigt. Wie Özlem Onaran darlegt, ist das Lohnquotenniveau der 1970er Jahre mit Höchstwerten von bis zu 50 Prozent bisher nicht wieder erreicht worden. Die instabile ökonomische und monetäre Entwicklung in den 1980er und 1990er Jahren ging immer wieder mit hohen Schwankungen der Reallöhne einher. Konjunkturerbrüchen folgte unmittelbar eine Senkung der Reallöhne (vgl. Onaran 2008, Ataç/Grünwald 2008). Auch nach der Krise 2001 sind die Reallöhne und die Lohnquote sichtlich gesunken.

---

<sup>233</sup> Löhne sind zentraler Bestandteil der Produktionskosten und fließen in die Investitionsentscheidung unmittelbar mit ein. Direktinvestitionen werden aber nicht nur von niedrigen Löhnen hervorgerufen. In der Außenhandelstheorie werden zahlreiche Merkmale thematisiert, die von Unternehmen berücksichtigt werden, wie beispielsweise institutionelle Regelungen, geographische Merkmale, politökonomische Verhältnisse sowie Markt- und Kapitalstruktur. An der Entwicklung in vielen Schwellenländern zeigt sich insbesondere, dass neben den Löhnen weitere Produktionsfaktoren eine große Rolle spielen. Niedrige Produktionskosten umfassen auch nicht bestehende Umweltstandards und fehlende Regulierung zur Vermeidung von Verschmutzung, einen niedrigen gewerkschaftlichen Organisationsgrad, das Fehlen einer Sozialversicherung etc. Die sichtliche Verschmutzung vieler chinesischer Großstädte ist ein Beleg für diese Entwicklung. Viele *schmutzige* Produktionsprozesse wurden in den vergangenen beiden Dekaden nach China verlegt.

Im unteren Einkommenssegment in der Türkei kommt der staatlich verordnete Mindestlohn zum Tragen. In der folgenden Abbildung 7 ist die Entwicklung des nominellen Nettomindestlohns und des um die KPI bereinigten realen Mindestlohns dargestellt. Trotz eines deutlichen Anstiegs des nominellen Mindestlohnsatzes und eines allgemeinen Rückgangs der Inflation zeigt uns dieses Bild einen relativ flachen Verlauf des realen Mindestlohns.<sup>234</sup> Mit Ausnahme einer Erhöhung zu Anfang 2004 gibt es erst seit 2010 wieder einen leichten Anstieg des realen Mindestlohnes. Von einer nachhaltigen Verbesserung der Einkommenssituation in diesem Beschäftigungssegment kann jedoch nicht die Rede sein.

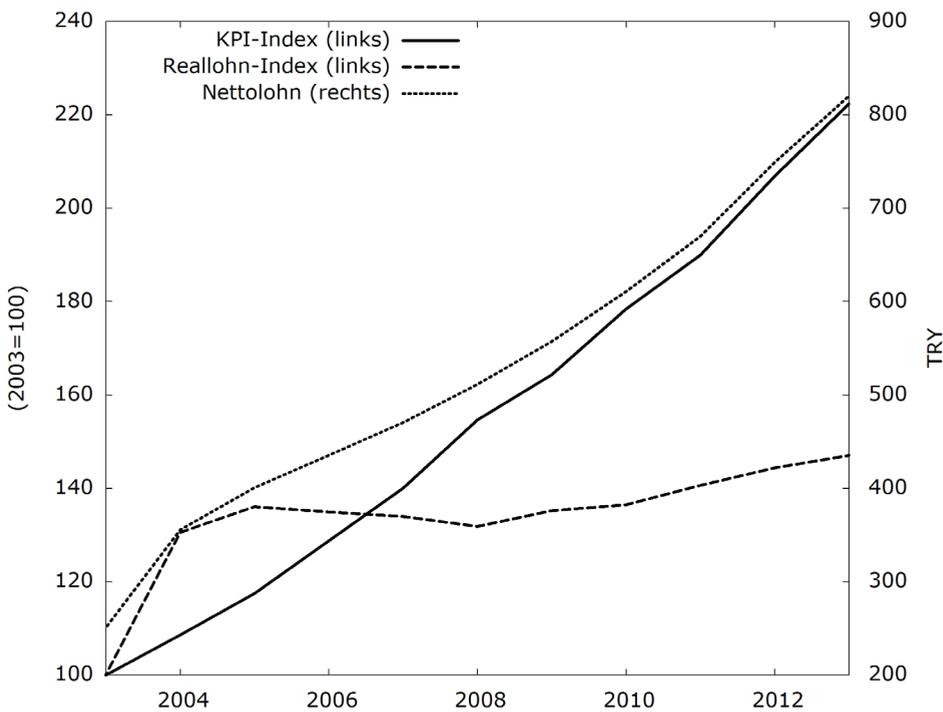


Abbildung 7: Mindestlohnentwicklung in der Türkei (2003–2013),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS, TSI

<sup>234</sup> Der reale Mindestlohn ist der Quotient aus dem Nettomindestlohn und dem Preisniveau. Der Nettomindestlohn wurde aus dem Bruttomindestlohn abzüglich eines 18-prozentigen Abschlags berechnet, der die Steuer- und Abgabenlast widerspiegelt.

Wie in Abbildung 7 zu sehen ist, konnten die jährlichen nominellen Anpassungen gerade einmal den Inflationsverlust ausgleichen.<sup>235</sup> Einen weiteren Eindruck über die Lohnentwicklung in der Türkei erhalten wir anhand der Entwicklung des Reallohns im Verhältnis zur Veränderung der Produktivität im Industriesektor, die in der nächsten Graphik dargestellt ist.<sup>236</sup> Der aus Daten des türkischen Statistikamts generierte Index zeigt, dass der Reallohn im Industriesektor nach der Krise 2001 deutlich gefallen ist. Erst der Anstieg ab 2009/10 führte dazu, dass das Lohnniveau vor der Krise 2001 erreicht wurde. Wenn wir jedoch die Produktivitätsentwicklung mit berücksichtigen (siehe Abbildung 8), dann wird schnell deutlich, dass in der Türkei in den letzten Jahren zwischen den Löhnen und der Produktivität nur eine schwache Korrelation herrscht. Das entspricht einer Tendenz, die in vielen OECD Ländern auch zu beobachten ist.

---

<sup>235</sup> Während in den Wahljahren 1999 und 2002 die Mindestlöhne inflationsbereinigt um 41,2 und 26,2 Prozent angehoben wurden, sanken sie in den Wahljahren 2007 und 2011 knapp um -0,3 und -0,6 Prozent. Die seit Ende 2002 regierende AKP hat also vor den Wahlen die realen Mindestlöhne nicht erhöht, sondern lediglich für einen Inflationsausgleich gesorgt. Aufgrund der Wechselkursschwankungen verändert sich auch der Gegenwert des Mindestlohns in EUR: Während der monatliche Nettomindestlohn Mitte 2013 bei umgerechnet 280 EUR lag, stieg dieser Anfang April 2015 auf 337 EUR.

<sup>236</sup> Aufgrund fehlender aggregierter Werte wurden in dieser Graphik mehrere Quellen der TSI herangezogen und kombiniert. Die Produktivität (pro Industriearbeiter) wurde auf Grundlage des Anteils des Industriesektors am BIP (mit konstanten Preisen auf Grundlage des Jahres 1998) berechnet. Für die Reallöhne wurden Daten aus dem Jahr 2009 und 2013 herangezogen und kombiniert. Die Indexierung wurde auf 2000 festgelegt.

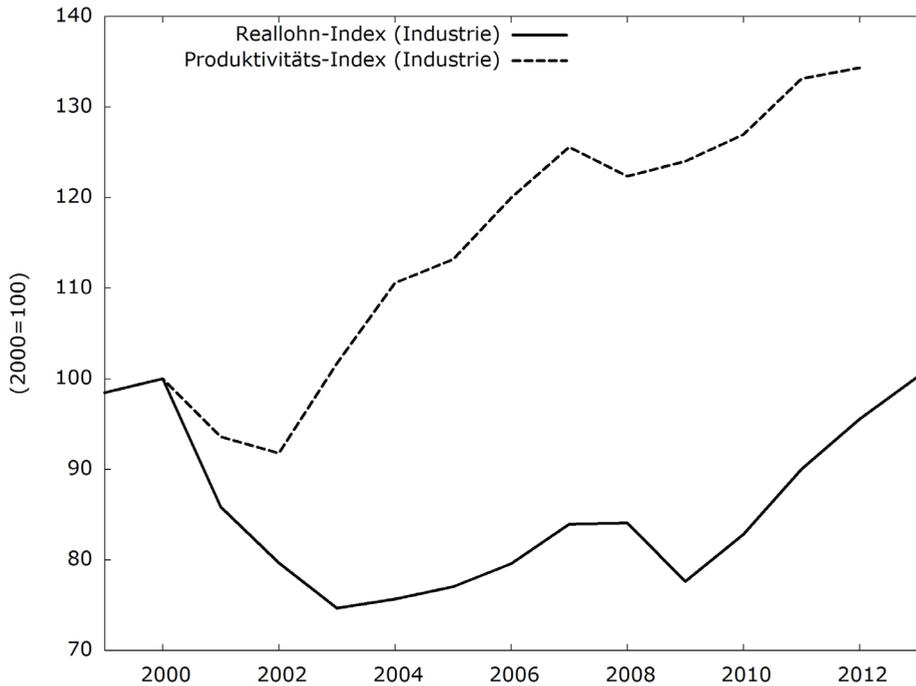


Abbildung 8: Verhältnis von Reallohn und Produktivität in der Türkei (1999–2013),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: TSI

Zwischen dem Reallohn und der Produktivität konnte ein Korrelationskoeffizient von  $k = 0,174$  berechnet werden. Diese Diskrepanz zwischen Löhnen und Produktivität bestätigt die These, dass sich die Ökonomie in der vergangenen Dekade unter der AKP-Regierung zum Nachteil der Arbeitseinkommen entwickelt hat. Während die Produktivität seit 2000 deutlich gestiegen ist, haben die Reallohne Ende 2012 gerade einmal ihr Niveau von 2000 erreichen können. Die aggregierte Lohnquote kann als ein weiterer Indikator diese Beobachtung bestätigen. In Abbildung 9 ist zu sehen, dass die Lohnquote nach 2001 gesunken ist. Trotz eines leichten Anstiegs in den letzten Jahren, lag sie 2012 mit 43 Prozent deutlich unter dem Niveau der 1970er Jahre. Zum Vergleich: in der BRD, wo die Lohnquote in den vergangenen Dekaden auch rückläufig war, liegt sie derzeit bei ca. 66 Prozent.

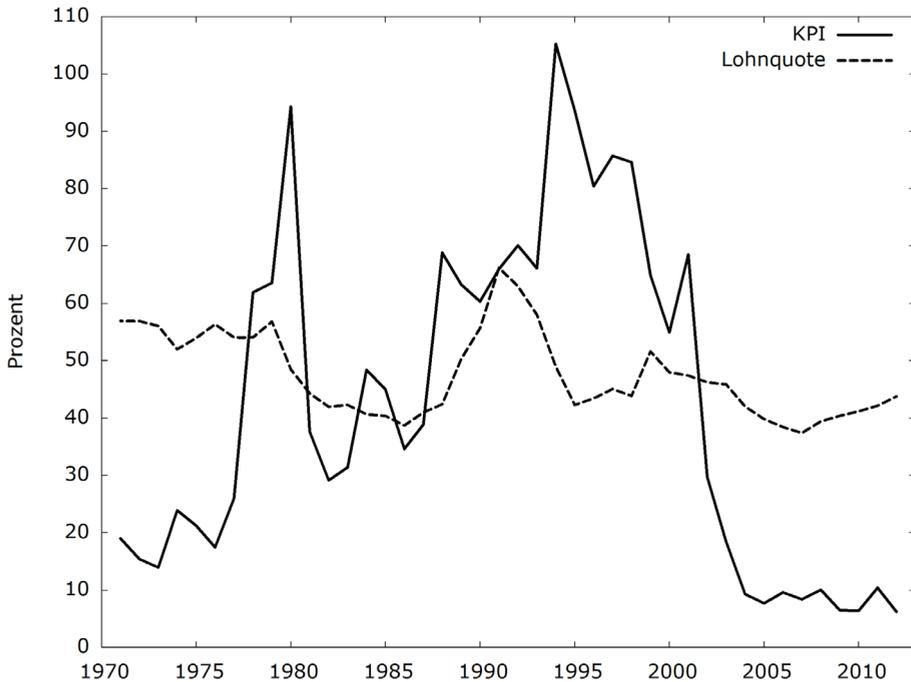


Abbildung 9: Inflation und Lohnquote in der Türkei (1970–2013),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS, TURKSTAT

In der Abbildung 9 wird auch deutlich, dass historisch gesehen zwischen Inflations- und Lohnquotenentwicklung in der Türkei ein Zusammenhang existiert. In den Perioden der Disinflation nach den 1980er Jahren war die Lohnquote oft rückläufig. Auch nach 2001 ist dies zu beobachten. Aus diesen Daten ist aber auch zu sehen, dass der Inflationsrückgang in der vergangenen Dekade nicht zu einer sichtlichen Verbesserung der Arbeitseinkommen geführt hat.<sup>237</sup> Der restriktive geld- und fiskalpolitische Kurs nach der Krise 2001 ging mit einem Rückgang der Löhne einher. Interessanterweise hat sowohl der Mindestlohn als auch die Lohnquote in den vergangenen Jahren einen leichten positiven Anstieg

<sup>237</sup> Ich danke Özlem Onaran für wertvolle Hinweise bei der Berechnung der Lohnquote. In diesem Zusammenhang sei auf ihren Artikel „Is demand wage-led or profit-led? A global mapping“, verwiesen, der 2011 als Diskussionspapier der ILO veröffentlicht wurde. Die hier dargestellte Zeitreihe der Lohnquote wurde auf Grundlage neuester Erhebungen von TURKSTAT und dem „Income and Living Conditions Survey“ für die Jahre 2007 bis 2012 erweitert.

verzeichnet. Von einem nachhaltigen Aufwärtstrend oder einer Verbesserung der Arbeitseinkommen zu sprechen, wäre jedoch verfehlt, weil gerade einmal das Vorkrisenniveau erreicht wurde und die Türkei nach wie vor zu der Gruppe der Billiglohnländer zu zählen ist. Das zeigt sich auch daran, dass die Löhne deutlich hinter der Produktivitätsentwicklung zurückgeblieben sind und die Kaufkraft niedrig ist. Die Frage ob von den Löhnen ein inflationärer Druck ausgegangen ist, kann folglich verneint werden. Wir können daraus den Schluss ziehen, dass die Lohnentwicklung nach 2001 eher zur Senkung der Inflation beigetragen hat.

## 5.6 Wer hat von der türkischen Geldpolitik profitiert?

Um die Frage zu beantworten, welche Sektoren und Bereiche von der Geldpolitik der CBRT profitiert haben, wollen wir in diesem Abschnitt empirische Indikatoren heranziehen. Wir beginnen mit einem Blick auf die Gewinnentwicklung im Banken- und Finanzsektor. Anschließend präsentieren wir eigene Berechnungen zu der relativen Ertragsentwicklung im Manufaktursektor und ziehen ein Fazit.

Die Einnahmen des Bankensektors haben ihren Anteil am BIP größtenteils halten können. Zwar verzeichnen die Banken nach der Krise 2001 und beim Konjunkturunbruch 2009 sinkende Zinseinnahmen, sie konnten aber im Schnitt ihren Anteil am BIP von etwa 8 Prozent halten (siehe Abbildung 10). Bei den Nettogewinnen konnten die Banken ihren Anteil hingegen verdoppeln. Während 2002 der Nettogewinnanteil nach Steuern bei 0,8 Prozent des BIP lag, erhöhte sich dieser im Schnitt auf 1,5 Prozent und lag 2012 bei 1,7 Prozent. Diese Gewinnsteigerung geht vor allem auf den massiven Ausbau des Kreditgeschäftes zurück (siehe Abbildung 23), der die rückläufigen Zinsen kompensierte. Durch die Aufwertung der TRY und die Kapitalflüsse hatten die Banken Zugang zu relativ günstigem internationalem Kapital, was die Kreditvergabe stark begünstigt hat. Folglich ging der Bankensektor als Gewinner des geldpolitischen Kurses der CBRT hervor. Eine Abwertung würde die Auslandsverschuldung der Banken hingegen verschärfen.

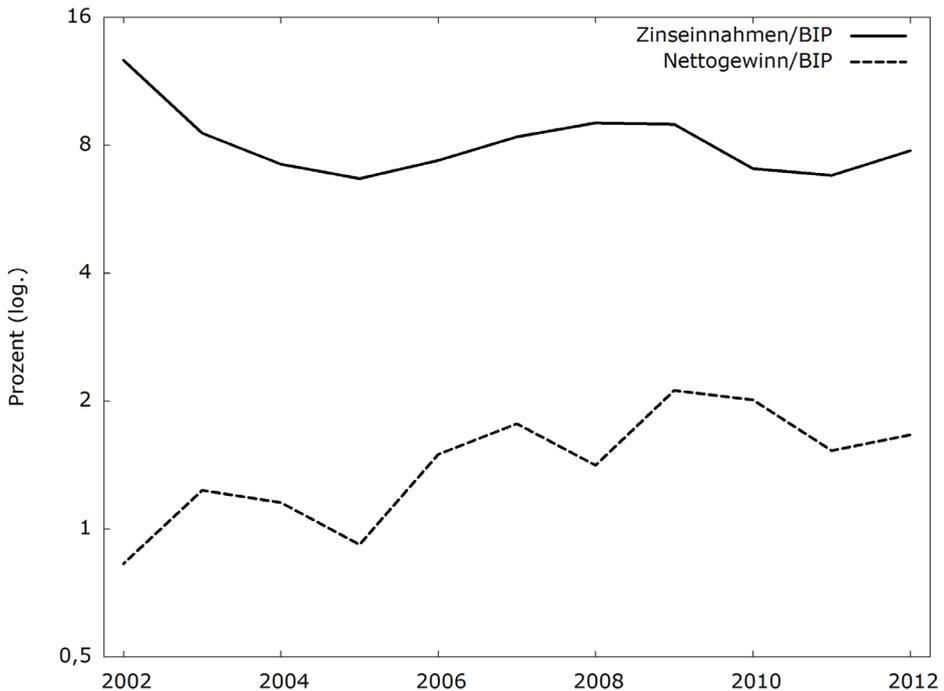


Abbildung 10: Profitabilität des türkischen Bankensektors (2002–2012),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS, TSI

Betrachten wir nun die Gewinnentwicklung der Wertpapieranleger an der Istanbuler Börse und der Anleger, die in türkische Staatsanleihen investierten. Wie in Abbildung 11 deutlich wird, spiegelt der Verlauf der Realgewinne des Istanbuler Börsenindex BIST-100 die Konjunktorentwicklung in der Türkei relativ gut wider. Die Börsenanleger verzeichneten außer in den Krisenjahren 2001 und 2008 QIII, in denen die Konjunktur einbrach, hohe Realgewinne. Ebenso wie die Banken haben auch die Börsenanleger folglich von den hohen Kapitalflüssen und der Aufwertung der TRY in dieser Periode profitiert. Der Börsenindex war jedoch von starken Schwankungen geprägt und Anleger mussten mit hohen Risiken rechnen. Eine weniger riskante Finanzanlage boten die Staatsanleihen. Hier blieben extreme Schwankungen aus. Anleger die in Staatsanleihen haben von den hohen Realzinsen insbesondere zwischen 2002 und 2004, profitiert. Jedoch ist auch hier nicht zu übersehen, dass die realen Erträge mit dem Ende der zweistelligen Inflation sukzessiv abnahmen. Insbesondere nach 2008 fielen die

Erträge mit dem Kurswechsel in der Geldpolitik und den niedrigen Realzinsen. Positive Realzinsen bis 2009/10 spielten hierbei eine zentrale Rolle. In den Jahren 2010 und 2011 waren türkische Staatsanleihen aufgrund der rückläufigen Zinsen finanziell nicht attraktiv und Anleger verbuchten leichte reale Verluste. Wir können also schlussfolgern, dass Anleger die in türkische Finanztitel investierten von der bisherigen Entwicklung profitiert haben. Wie wir noch im achten Kapitel zeigen werden, haben Anleger beim Halten von türkischen TRY durch die Währungsaufwertung profitiert, während ein Investment in USD oder EUR Verluste verzeichnete (vgl. Abbildung 32). Lediglich zu den Zeitpunkten des Konjunkturerinbruchs stiegen die realen Erträge aus Devisen an, weil Kapital in „harte“ internationale Währungen verschoben wurde.

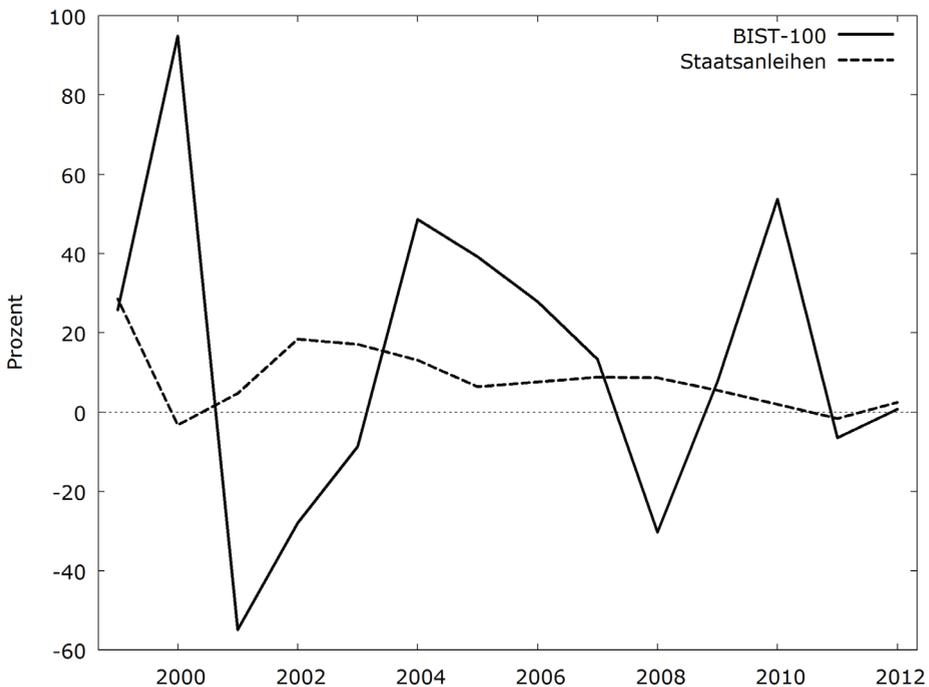


Abbildung 11: Erträge an der Istanbuler Börse und von Staatsanleihen (1999–2012),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

In dieser Periode hatten jedoch nicht nur Anleger das Nachsehen, die in ausländische Währungen investierten, sondern auch Kapitalfraktionen, wie beispiels-

weise der güterproduzierende Exportsektor, der Produktionskosten wie Löhne und Vorprodukte in TRY gelten musste und seine Erträge in Fremdwährungen vereinnahmte. Auch dieser Sektor hat folglich im Zeitraum von 2001 bis 2012 Wettbewerbsnachteile hinnehmen müssen (vgl. Akçay 2009: 278). Aufgrund der Aufwertung der TRY und der schwachen Devisenkurse stiegen die inländischen Produktionskosten bei einer gleichzeitig einsetzenden Ertragsschwäche. Ein letzter Beleg, dass diese Entwicklung sehr unterschiedliche distributive Auswirkungen hat, lässt sich mit der *Markup* Entwicklung im produzierenden Gewerbe veranschaulichen.<sup>238</sup>

Um einen Gesamteindruck der verarbeitenden Industrie zu gewinnen, schauen wir uns Abbildung 12 an. Hier ist zu sehen, dass die Gewinnposition der verarbeitenden Industrie in Relation zu den übrigen Sektoren bis Mitte der 2000er insgesamt geschwächt wurde. Profitiert haben insbesondere der Bau- und der Dienstleistungssektor, die in den 2000er Jahren expandierten. In der zweiten Hälfte der Dekade konnte die verarbeitende Industrie den negativen Trend jedoch stoppen und ihre relative Profitabilität stabilisieren und zuletzt gar erhöhen. Diese Entwicklung könnte in Verbindung mit der Abwertung der TRY in dieser Periode stehen. Ein (differential) Markup um den Wert 1 bedeutet, dass die Unternehmen den gesamt durchschnittlichen Markup aller Sektoren realisieren konnten. Wie wir im Weiteren zeigen werden, ging dies hauptsächlich auf die Wirtschaftsleistung der großen Unternehmen in diesem Sektor zurück. Kleinere und mittlere Betriebe profitierten wenig bis gar nicht von dieser Erholung.

---

<sup>238</sup> Wir folgen hier der methodischen Darstellung von Nitzan und Bichler (siehe 2009: Kapitel 16). Der Markup des verarbeitenden Sektors (Imalat) ist der prozentuale Anteil der jeweiligen Nettoprofite an den Nettoerlösen. Der differential Markup dividiert den Markup des verarbeitenden Sektors durch den Markup aller Sektoren.

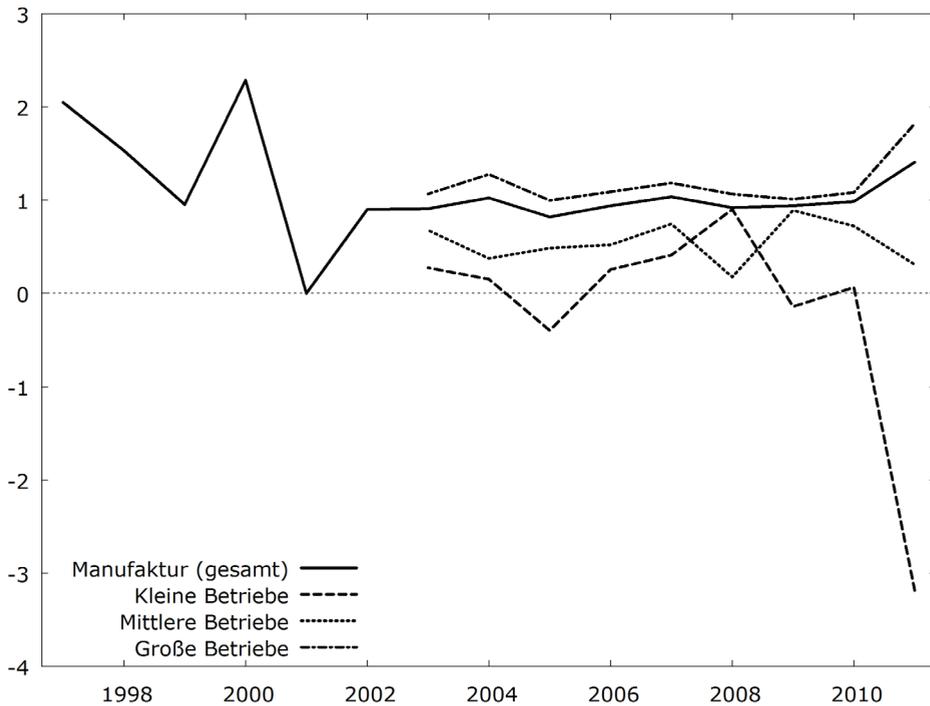


Abbildung 12: Markup Indizes des türkischen Manufaktursektors (1997–2011),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: FortuneTurkey, CBRT

Nitzan und Bichler argumentieren, dass Marktmacht ein entscheidender Faktor in der Durchsetzung von Preisen ist. Große und einflussreiche Unternehmen erzielen, aufgrund ihrer dominanten Stellung in der Produktion und Vermarktung ihrer Produkte, in der Regel höhere Margen als kleinere oder mittlere Konkurrenzunternehmen.<sup>239</sup> Um diesbezüglich eine Aussage für die Türkei zu treffen, haben wir in der Abbildung 12 die verarbeitende Industrie großemäßig in kleine, mittlere und große Betriebe unterteilt. Wir folgen damit der Differenzierung aus den sektoralen Bilanzen, die ab 2001 von der türkischen Zentralbank veröffentlicht werden. Auch hier sind die jeweiligen Markups der Unternehmen ins Verhältnis zu den Markups aller Unternehmen in der Türkei gesetzt worden.

<sup>239</sup> Nitzan und Bichler schließen daraus, dass dominante Kapitalgruppen in der Regel einen überdurchschnittlichen Markup gegenüber Konkurrenzunternehmen realisieren können (vgl. 2009: 374).

Die Entwicklung kann wie folgt interpretiert werden. Erstens erzielten die großen Unternehmen im verarbeitenden Sektor höhere Markups als die mittleren und kleinen Konkurrenzbetriebe. Mittelgroße Betriebe erzielten ein geringeres Profit-Erlös-Verhältnis als die großen Unternehmen im selben Sektor. Ihr Markup war jedoch höheren Schwankungen ausgesetzt und verzeichnet seit 2009 einen sinkenden Trend. Bei den kleinen Betrieben sind hingegen nicht nur die sektoreninternen Markups die niedrigsten, sondern auch die Schwankungen am höchsten. Der Bereich in der negativen Zone drückt die realisierten Verluste aus. Der Trend weist darauf hin, dass vor allem nach 2010 viele kleine Betriebe sinkende Erträge verzeichneten und deshalb in die negative Zone der Markup Graphik gefallen sind. Dies könnte in Zusammenhang mit der Aufwertung der TRY stehen. Es waren vor allem die Arbeitgebervertreter der mittleren und kleinen Betriebe, die die Aufwertung der TRY kritisierten (vgl. Kapitel 8). Diese Daten verweisen darauf, dass die mittleren und kleinen Betriebe zugleich die Verlierer dieser Entwicklung waren. Die großen kapitalstarken Unternehmen hingegen konnten sich in der Konkurrenz behaupten und zuletzt gar ihre Position verbessern.

Dass die Unternehmensgröße bzw. Marktmacht ein wichtiger Indikator der Profitabilität eines Unternehmens ist, verdeutlichen auch folgende Werte. Auf Grundlage der Fortune500 Liste, die die umsatzstärksten Unternehmen der Türkei zusammenfasst<sup>240</sup>, haben wir einen *differential* Markup der 100 umsatzstärksten Unternehmen berechnet und ins Verhältnis aller betrachteten 500 Unternehmen in der Türkei gesetzt. Für die Jahre 2009 bis 2012 lag der durchschnittliche Markup (100/500) bei 1,18. Das bedeutet, dass die größten 100 Unternehmen im Durchschnitt einen 18 Prozent höheren Markup realisieren konnten als der Gesamtdurchschnitt aller 500 Unternehmen.

Die hier vorgetragenen Indikatoren und Beobachtungen sprechen kein abschließendes Urteil über die verteilungspolitische Entwicklung in der Türkei aus. Hierfür müsste eine umfangreichere empirische Untersuchung durchgeführt werden, die die kausalen Zusammenhänge genauer unter die Lupe nimmt. Die hier präsentierten Daten vermitteln jedoch einen ersten Eindruck, wer von der Aufwertungs politik in der Türkei profitiert hat. Zu den Gewinnern können der Banken- und Finanzsektor als auch die großen Kapitalgruppen aus dem produ-

---

<sup>240</sup> Publiziert auf <http://fortuneturkey.com/>, aufgerufen am 27.12.2013.

zierenden Gewerbe gezählt werden. Dies bestätigt, dass Geldpolitik und Inflation immer mit verteilungspolitischen Auswirkungen einhergehen (vgl. Nitzan/Bichler 2009: 369).

## 5.7 Fazit

Die Beendigung der hohen zweistelligen Inflation gilt als einer der größten Erfolge des Stabilitätsprogramms von 2001. Zudem wird sie bis heute als wichtigste wirtschaftspolitische Errungenschaft der AKP-Regierung gesehen, die den wirtschaftspolitischen Konsolidierungskurs nach ihrer Regierungsübernahme 2003 fortsetzte. In diesem Kapitel wurde die geldpolitische Strategie der Zielinflation einer differenzierten Betrachtung unterzogen. Welche Schlüsse können aus der Untersuchung des Zielinflationsregimes in der Türkei gezogen werden? In der ersten Implementierungsphase des Zielinflationsregimes (2002 bis 2005) lagen die Jahresinflationswerte durchgehend unter den Zielwerten. Nach dem Beginn der offiziellen Phase (2006) wurden die Inflationsziele hingegen nicht erreicht. Die Inflation lag in sieben der neun Jahre (2006 bis 2014) über den von der CBRT und der Regierung festgelegten Inflationszielen. Nichtsdestotrotz wird diese Strategie sowohl von der Regierung als auch von der CBRT als erfolgreich gewertet.

Der 2009 amtierende Gouverneur der CBRT, Durmuş Yılmaz, betrachtet das Zielinflationsregime als einen flexiblen Mechanismus, mit dem die Geldpolitik angemessen auf ökonomische Schocks, Konjunkturinbrüche und Beschäftigungsrückgang reagieren und ihren Kurs glaubwürdig vermitteln könne. Die geldpolitischen Maßnahmen nach 2008/09, mit denen konjunkturpolitische Bedenken, die finanzielle Stabilität und die Währungspolitik in den Fokus rückten, werden im Einklang mit der ZIS gesehen (vgl. CBRT 2009: 7). Dies bestätigt unsere Beobachtung, dass das ZIS als ein Modell gesehen wird, das eine begrenzte diskretionäre Geldpolitik ermöglicht. Der historische Rückgang der Inflation in dieser Phase sagt jedoch noch nichts darüber aus, ob die numerischen Zielwerte den rückläufigen Trend der Inflation verursacht haben.<sup>241</sup> In diesem Kontext

<sup>241</sup> Kritiker weisen darauf hin, dass die tatsächliche Inflation in der Türkei (insbesondere für untere Einkommenssegmente) viel höher ausfiel. So berechnet Mustafa Sönmez bei zwei-Dritteln aller Waren und Dienstleistungen, die hauptsächlich von Niedriglohnverdienern in

haben wir den Beitrag der Fiskalpolitik und des Arbeitsmarktes untersucht. Wir konnten feststellen, dass sowohl die Senkung der Staatsschulden als auch die Lohnentwicklung die Inflationsenkung begünstigt haben. Abschließend haben wir anhand von ausgewählten Indikatoren gezeigt, welche Sektoren in der Türkei vom geldpolitischen Kurs der Zentralbank eher profitiert haben.

Nach der Darstellung des geldpolitischen Rahmens und der Inflationsentwicklung wird in den Folgekapiteln der geldpolitische Kurs der türkischen Zentralbank nach 2001 einer detaillierten empirischen Analyse unterzogen. Die Geldpolitik umfasst ein breites Spektrum an Instrumenten und Strategien. Die hiesige Analyse beansprucht nicht, das gesamte Spektrum geldpolitischer Maßnahmen abzubilden. Wir begrenzen uns hier auf die Analyse der zentralen Instrumente und der besonders hervortretenden Maßnahmen der CBRT. In diesem Rahmen sollen zunächst die Zinspolitik und anschließend die Liquiditäts- und die Währungspolitik untersucht werden. Ein besonderes Augenmerk gilt dabei den geldpolitischen Maßnahmen, die nach der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise 2007/08 getroffen wurden. Die Finanzkrise hat Zentralbanken weltweit zu geldpolitischen Interventionen veranlasst, die nach Auffassung vieler Kommentatoren zu einer Re-Politisierung der Geldpolitik geführt hätten.

---

Anspruch genommen werden, eine Preissteigerungsrate von über 20 Prozent für das Jahr 2007 (vgl. [www.bianet.org](http://www.bianet.org), aufgerufen am 10.1.2008). Dieses Problem kann auch in vielen osteuropäischen Staaten beobachtet werden.

## 6 Die Zinspolitik der CBRT

Mit dem Verbot der öffentlichen Kreditvergabe und dem Übergang zu einem Zielinflationssystem ist die Zinspolitik in den Fokus der Geldpolitik der türkischen Zentralbank gerückt. In diesem Kapitel soll die Zinspolitik der CBRT nach der Erlangung der formellen Unabhängigkeit untersucht und erklärt werden. Die forschungsleitende Fragestellung dieses Kapitels lautet, die Kriterien und Maßstäbe herauszuarbeiten, die den zinspolitischen Entscheidungen der CBRT zu Grunde liegen. Damit soll geklärt werden, inwiefern die CBRT entsprechend ihres Mandats unabhängig agierte und die Zinspolitik tatsächlich in erster Instanz auf die Sicherung der Preisstabilität ausgerichtet war.

In der Fachliteratur wird die Geldpolitik entweder als restriktiv oder als expansiv bewertet. Wie wir im dritten Kapitel dargelegt haben, wird die Taylor-Regel als geldpolitisch ideale Handlungsweise einer Zielinflationstrategie bezeichnet. Wir wollen hier deshalb untersuchen, ob die türkische Zinspolitik der Taylor-Regel folgte. In diesem Zuge werden die Zinseingriffe der CBRT unter die Lupe genommen und makroökonomische sowie politische Einflussfaktoren diskutiert. Es soll geklärt werden, ob und in welchen Perioden die Geldpolitik als expansiv bzw. kontraktiv einzuschätzen ist. Dies soll Aufschluss darüber geben, inwiefern die Geldpolitik der CBRT als unabhängig gelten kann. In diesem Kapitel wird die These vertreten, dass der zinspolitische Kurs der CBRT darauf hindeutet, dass die Geldpolitik sich nicht gänzlich gegen politischen Einfluss abschotten ließ.

Im ersten Abschnitt fassen wir die Nominal- und Realzinsentwicklung deskriptiv zusammen. Anschließend widmen wir uns der methodischen Frage, inwiefern die Taylor-Regel die Zinspolitik der CBRT erklären kann und welche Schlüsse daraus zu ziehen sind. Danach wird die Zinspolitik anhand von Fallbeispielen vertieft. In den Folgeabschnitten erörtern wir den Zusammenhang zwischen internationalen Leitzinsen, der Wechselkursentwicklung und der

türkischen Zinsentwicklung. Abschließend betrachten wir das Verhältnis von Politik und Zentralbank. Der letzte Abschnitt fasst die zentralen Erkenntnisse zusammen.

## 6.1 Die Entwicklung der Nominal- und Realzinsen in der Türkei

In der Türkei löste die Finanz- und Wirtschaftskrise von 2000/01 einen starken Anstieg der Leitzinsen aus. Ende 2000 stiegen die Zinsen zwischenzeitlich auf einen Tagesdurchschnitt von 120 Prozent an. Zum eigentlichen Ausbruch und Höhepunkt der Krise, am 21. Februar 2001, explodierte der Tageszinssatz auf über 4000 Prozentpunkte. Der Durchschnitt für den Leitzins im Monat Februar lag bei 435 Prozent. Bis Jahresende sank der Leitzins schließlich auf 59 Prozent. Zu Beginn des Stabilitätsprogramms Anfang 2002 betrug der nächtliche Einlagezins 57 Prozent und die Zinsobergrenze für Darlehen, vergleichbar mit der Spitzenrefinanzierungsfazilität, lag bei 62 Prozent.

Die CBRT hat die Zinsen nach der Krise kontinuierlich senken können. Der Leitzins sank bis Mitte 2006 auf bis zu 15 Prozent. Ab Mitte 2009 ist der Leitzins schließlich in den einstelligen Bereich gesunken. Diese Schwelle wurde bis Anfang 2014 auch nicht mehr überschritten. Dem ist hinzuzufügen, dass die CBRT bis Mitte 2010 die sogenannte *overnight borrowing* Rate als Leitzins (policy-rate) definierte, vergleichbar mit dem täglichen Zinssatz der EZB für Einlagefazilitäten. Dieser Zinssatz wurde ab Juni 2010 durch den Zinssatz für wöchentliche Refinanzierungsgeschäfte (1-week-repo rate) abgelöst (vgl. CBRT 2010c: 8). In Abbildung 13 ist die Entwicklung der nominllen Zinssätze und der Inflation in der Türkei ab 2002 abgebildet.<sup>242</sup>

<sup>242</sup> Der Leitzins in dieser Abbildung setzt sich aus mehreren Datenreihen zusammen. Eine Zusammenstellung war notwendig, weil die Definition der Leitzinsen geändert wurde und die CBRT die Daten separat veröffentlicht. Für die Periode 2000 bis (Mai) 2010 wurde hier der gewichtete Tageszinssatz als Leitzins übernommen. Die hiesigen Werte wurden in Monatsdurchschnitten zusammengefasst. Dieser Overnight Interest Rate Weighted Average setzt sich aus dem niedrigsten und höchsten Zinssatz eines jeden Geschäftstages zusammen, den die CBRT verkündet. Ab 1.7.2002 haben sich diese drei Zinswerte mit dem Tagesangebotszins (dem Central Bank (Interbank) Quotations BID (overnight)) der CBRT angeglichen. Dieser Referenzwert für den Leitzins wurde ab Juli 2010 mit dem wöchentlichen Repo-Zinssatz ersetzt. Die Bankzinsen und Inflationsraten sind die jeweiligen Monatsdurchschnittswerte.

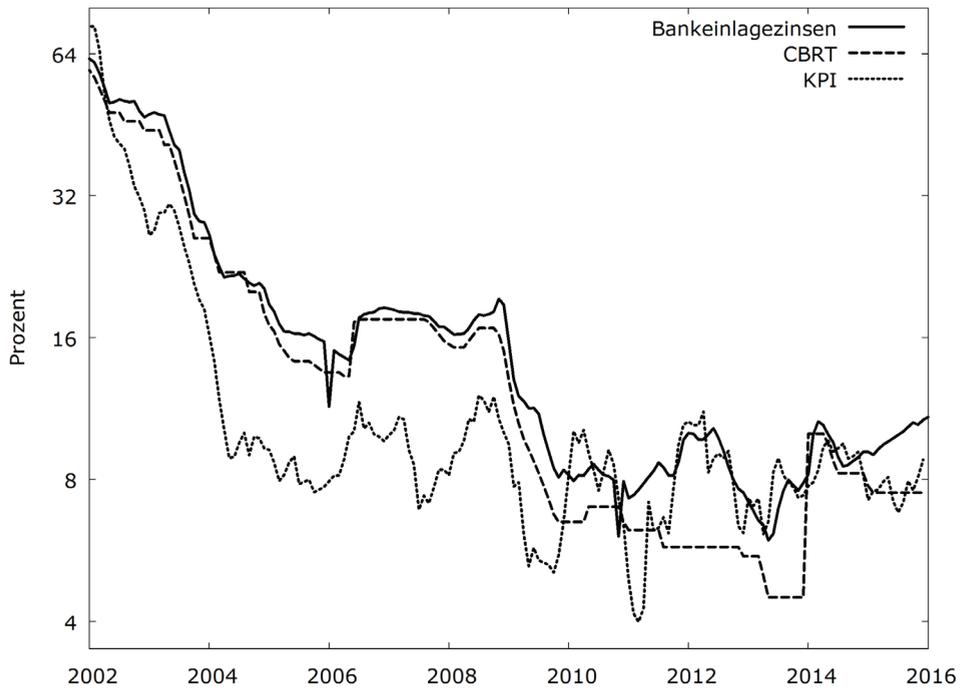


Abbildung 13: Zinsentwicklung in der Türkei (2002–2015),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Unter Einbeziehung der Inflationsentwicklung wird deutlich, dass in der hier betrachteten Periode auch die Realzinsen deutlich gesunken sind. In Abbildung 13 ist diese Entwicklung an der Fläche zwischen der KPI Linie und dem Leitzins zu sehen. Trotzdem waren die türkischen Realzinsen im Zeitraum 2002 bis 2007 im internationalen Vergleich relativ hoch (vgl. Ekzen 2006; Yeldan et al. 2007: 228).<sup>243</sup> Zwischen 2000 und dem dritten Quartal 2007 kam der Realzins auf einen

<sup>243</sup> In der Türkei waren die Realzinsen zwischen den Jahren 2000 und 2007 hohen Schwankungen ausgesetzt. Während zu Beginn der Dekade die Realzinsen bis kurz vor Ende des Jahres 2000 im negativen Bereich waren, kletterten diese aufgrund der Instabilität ab November 2000 auf zweistellige Rekordwerte. Im Februar lag der durchschnittliche Realzins zwischenzeitlich bei 402 Prozent. Zum Ende des Krisenjahres 2001 betrug der jahresdurchschnittliche Realzins 41 Prozent. Für diese Periode haben wir eine Standardabweichung von 45,1 und einen Variationskoeffizienten von 4,2437 für die Realzinsen berechnet. Zudem zeigt ein internationaler Vergleich die Dimension dieser Hochzinspolitik. Als die CBRT Mitte 2008 die Tageszinsen auf 15,75 und den Zinssatz, zu dem sich die Banken Geld ausleihen können, auf 19,75 Prozent erhöhte, stieg die Türkei weltweit vor Island und Brasilien auf Platz eins. Japan

Durchschnitt von 10,7 Prozent. Vor allem 2003 und 2004 wurden zweistellige positive Realzinsen verzeichnet.

In der Zeit nach der Krise lag der Durchschnittsrealzins zwischen 2002 und 2007 bei 7,38 Prozent. Im Zuge der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 fiel der Realzins in der Türkei in den Jahren 2008 bis 2009 weiter auf durchschnittlich 4,03 Prozent. Ab Anfang 2010 wurden erstmals nach der Krise negative Realzinsen erzielt, die in der Folgezeit nahe Null schwankten: Der durchschnittliche Realzins zwischen 2010 und 2012 betrug -1,8 Prozent. In der obigen Abbildung 13 ist dies deutlich an den Abschnitten zu ersehen, in denen ab Januar 2010 der Leitzins unterhalb des Inflationsgraphen liegt. Dieser Trend setzte sich mit Ausnahmen im ersten Quartal von 2011 und 2014 bis Ende 2015 fort. Diese Entwicklung wird als Übergang der CBRT zu einer *Null-Realzinspolitik* interpretiert, die vom damaligen Ministerpräsidenten Tayyip Erdoğan gefordert wurde. Diesen Aspekt werden wir im Abschnitt 6.5 näher erörtern. Eine einfache statistische Auswertung belegt diese Entwicklung der Realzinsen. In Tabelle 6 wurden die Realzinsen in zwei Perioden unterteilt.

Tabelle 6: Grundlegende Statistiken für den Realzins mit zwei Beobachtungsintervallen

	arith. Mittel	Median	Minimum	Maximum	Std.Abw.	Var'koeff.
2001:04 - 2009:12	6,39838	6,72000	-16,0800	32,3700	6,21509	0,971354
2010:01 - 2013:08	-1,93227	-1,86000	-5,39000	2,26000	1,92358	0,995502

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Der Rückgang der Leitzinsen wurde parallel von einem Rückgang der Zinsen im türkischen Geschäftsbankensektor begleitet. In Abbildung 13 sind auch die durchschnittlichen Bankzinsen für alle TRY Einlagen zu sehen. Die in Tabelle 7 dargestellten Daten verdeutlichen, dass die türkischen Geschäftsbanken in diesem Zeitraum zwar rückläufige, aber weiterhin hohe Realzinsen für Geldeinlagen angeboten haben. Der durchschnittliche Zinssatz der Geschäftsbanken für einjährige Einlagen lag zwischen April 2001 und Dezember 2009 bei 30,74 Prozent, der Inflationsdurchschnitt für dieselbe Periode lag bei 19,57 Prozent. Auch

lag mit einem Zinssatz von 0,5 Prozent an letzter Stelle, gefolgt von den USA mit 2 Prozent (vgl. Radikal vom 19.5.2008).

in diesem Bereich kam es nach 2010 zu einem deutlichen Rückgang der Zinsen. So betrug der Zinsdurchschnitt zwischen 2010 bis August 2013 bei 15,19 Prozent. Im selben Zeitraum kamen die Leitzinsen auf 5,96 Prozent und die Inflation lag bei einem Durchschnitt von 7,89 Prozent.

*Tabelle 7: Durchschnittliche Inflation und Nominalzinsentwicklung in Prozent*

	<b>CBRT</b>	<b>Banken (1 Jahr)</b>	<b>Inflation</b>
2001:04–2009:12	25,97	30,74	19,57
2010:01–2013:08	5,96	15,19	7,89

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Die Daten zeigen, dass die Leitzinsen und die Bankzinsen in der Türkei parallel zur Inflation gesunken sind. Positive Realzinsen wurden zuletzt nur im Bankensektor beobachtet. In der Ära der informellen Zielinflation sind die Zinsen zwar gesunken, der Durchschnitt lag aber aufgrund der hohen Anfangswerte immer noch bei 35,69 Prozent. Nach dem Übergang zur formellen Zielinflation (ab 2006) sanken die Zinsen weiter. Der eigentliche Rückgang der Zinsen setzte jedoch ab dem dritten Quartal 2010 ein. Bedingt durch die globale Wirtschafts- und Finanzkrise konnten die Zinsen in dieser Zeit auf einstellige Werte reduziert werden. Die Inflationsrate hingegen blieb auf demselben Niveau.

## 6.2 Kann die Taylor-Regel die Zinspolitik der CBRT erklären?

Wie wir gesehen haben, hat sich die Taylor-Regel in der Literatur als Methodik etabliert, den Stellenwert der Preisstabilität und des Wirtschaftswachstums in den geldpolitischen Entscheidungen einer Zentralbank zu evaluieren. Mit dem Beginn des formellen Zielinflationsregimes (2006) veröffentlichte die CBRT in ihren Jahresberichten einen Index für die Produktionslücke (vgl. CBRT 2006: 27).<sup>244</sup> Dieser Indikator sollte Auskunft über die Entwicklung der aggregierten Nachfrage geben und zur Einschätzung einer nachfragebedingten Inflation die-

<sup>244</sup> Der Index setzt die jährliche prozentuale Veränderung des BIP mit der Ausgabenentwicklung ins Verhältnis (vgl. CBRT 2007: 29).

nen. In den offiziellen Berichten finden sich zu dieser Zeit jedoch keine Indizien dafür, dass die Zentralbank die Taylor-Regel für die Zinspolitik anwendet.<sup>245</sup> Sie wird namentlich weder erwähnt noch taucht ein direkter Hinweis zur entsprechenden Fachliteratur auf. Aufgrund der im dritten Kapitel diskutierten Schwächen ist das auch nicht überraschend. Die Tatsache, dass die beiden zentralen Komponenten der Taylor-Gleichung zur Inflationsprognose herangezogen werden, lässt jedoch vermuten, dass die Taylor-Regel von der CBRT durchaus beachtet wird (vgl. CBRT 2007: 29, 34; 2008b: 38 f.). Wir wollen der Aussagefähigkeit der Taylor-Regel im türkischen Fall anhand mehrerer ökonometrischer Studien nachgehen. Neben der Präsentation der *quantitativen* Auswertungen werden wir den Zusammenhang zwischen Inflations- und Produktionslücke und der Zinspolitik der CBRT *qualitativ* interpretieren.<sup>246</sup>

In den vergangenen Jahren wurden zahlreiche statistische Untersuchungen durchgeführt, die die Geldpolitik der CBRT anhand unterschiedlicher Varianten der Taylor-Regel evaluieren (vgl. z. B. Aklan/Nargelecekenler 2008; Alper/Hatipoğlu 2009; Erdem/Kayhan 2011; Gözgör 2012; Uslu/Özçam 2014). Die Ergebnisse dieser Studien fallen sehr unterschiedlich aus und lassen sich entlang der gezogenen Schlussfolgerungen in zwei Gruppen unterscheiden. Ein Teil dieser ökonometrischen Arbeiten stellen der Taylor-Regel ein positives Zeugnis in der Beschreibung der türkischen Zinspolitik aus. So kommt eine 2008 veröffentlichte Studie von Aklan und Nargelecekenler zu dem Ergebnis, dass die Zinspolitik zwischen 2001 und 2006 im Sinne des Taylor-Modells positiv auf Inflations- und Produktionslücken reagiert hätte, wobei die Zinspolitik stärker auf das Inflationsziel als auf die Produktionsabweichung ausgerichtet war (vgl. 2008: 165). Eine weitere Studie von Alper und Hatipoğlu hat errechnet, dass der Koeffizient, der die Inflationslücke gewichtet, nach 2001 gestiegen ist, was als Beleg für eine hohe Inflationsreagibilität der CBRT und ihrer Unabhängigkeit gewertet

---

<sup>245</sup> Der Taylor-Regel nach soll die Zinsrate erhöht werden, wenn die Inflation über der Zielinflation liegt, und wenn eine positive Produktionslücke beobachtet wird, d. h. die Produktionskapazität über der realisierten Produktion liegt (vgl. Arestis/Sawyer 2005: 237).

<sup>246</sup> Wir verzichten hier auf eine eigene mathematische Berechnung der Reaktionsfunktion. Nicht nur aufgrund der methodischen Probleme die wir im dritten Kapitel dargelegt haben, sondern weil in der Fachliteratur bereits eine Fülle von mathematischen Studien zur Zielfunktionen der CBRT vorliegen. In der qualitativen Analyse werden wir die Richtung des Zinssatzes mit der Richtung der einzelnen Indikatoren diskutieren. Daraus lässt sich die spezifische Aussagekraft der Taylor-Regel bewerten. Ebenso lassen sich Rückschlüsse auf den geldpolitischen Kurs der CBRT ziehen.

wird (vgl. 2009). Eine spätere Studie für den Zeitraum 2003 bis 2012 kommt zu einem vergleichbaren positiven Ergebnis (vgl. Gözgör 2012).

Andere Studien kommen zu differenzierteren Schlussfolgerungen. Die Studie von Erdem und Kayhan wendet ein um den Wechselkurs erweitertes Modell an. In dieser Studie wird der Zeitraum zwischen 2002 und 2009 anhand der Amtszeiten der Gouverneure periodisiert.<sup>247</sup> Den Schätzungen von Erdem und Kayhan zufolge reagierte die CBRT in der ersten Periode bis 2006 positiv auf die Inflationslücke, wohingegen die Produktionslücke und der Wechselkurs keinen signifikanten Einfluss auf die Zinspolitik hatten (vgl. 2011: 12). In der zweiten Periode, in der Ära unter Yılmaz, hätten sich die geldpolitischen Prioritäten verschoben und andere makroökonomischen Aspekte seien in den Vordergrund gerückt. So habe die CBRT nach 2006 die Zinspolitik stärker auf die Produktionslücke und die Wechselkursentwicklung ausgerichtet (vgl. ebd. 13). Die Ergebnisse von Erdem und Kayhan sind insofern interessant, weil Durmuş Yılmaz der erste Zentralbankgouverneur war, der unter der AKP-Regierung ernannt wurde. Ein geldpolitischer Kurswechsel unter seiner Amtszeit könnte auf den Einfluss der AKP-Regierung hindeuten.

Eine aktuelle Studie von Uslu und Özçam kommt zu dem Ergebnis, dass die Taylor-Regel die Reaktionsfunktion der CBRT zwischen 2003 und 2012 nicht adäquat abbilden könne (vgl. 2014).<sup>248</sup> Uslu und Özçam erklären, dass der Ansatz von Taylor, die Inflation- und Produktionsentwicklung gleichzeitig zu beachten, unter bestimmten makroökonomischen Bedingungen zu widersprüchlichen Resultaten führen könnte.<sup>249</sup> Als Lösung empfehlen die Autoren – das ist das

---

<sup>247</sup> Die erste Periode umfasst die Amtszeit des Zentralbankgouverneurs Süreyya Serdengeçti (2002 bis 2006), die zweite Periode die des Gouverneurs Durmuş Yılmaz (2006 bis 2009).

<sup>248</sup> Ihren Berechnungen zufolge, könne die Standard Taylor-Regel lediglich im Zeitraum zwischen dem dritten Quartal 2008 bis Ende 2010, also zur Hochzeit der globalen Finanzkrise, die Zinsentscheidungen der CBRT *qualitativ* erklären, quantitativ seien jedoch Unstimmigkeiten vorhanden (vgl. Uslu/Özçam 2014: 243). Uslu und Özçam weisen darauf hin, dass auch das Doppelziel der Preis- und Finanzstabilität nach der globalen Finanzkrise die Reaktionsfunktion der CBRT nicht adäquat beschreibe, weil sie die reale Wachstumsrate des BIP nicht umfasst, die in der Realität jedoch durchaus berücksichtigt wird (vgl. ebd. 236). Die beiden Autoren unterstreichen, dass die wirtschaftliche Entwicklung in der Türkei insbesondere auf die Zu- und Abflüsse von Kapital reagiere.

<sup>249</sup> Die Taylor-Regel geht von dem Standardfall aus, dass die Zinsen angehoben werden müssen, um die Preisstabilität zu sichern, wenn die Konjunktur durch hohe Wachstumszahlen angeheizt wird und gleichzeitig die Inflation steigt. Im Falle der Türkei könnte jedoch die Inflation aufgrund einer durch Kapitalabflüsse ausgelösten Wechselkursenkung steigen, was auch die Konjunktur negativ beeinträchtigen würde. In diesem Fall würde die Taylor-Regel eine

Innovative an dieser Studie – eine Modifizierung der Taylor-Regel durch die Berücksichtigung eines Leistungsbilanz/BIP Parameters, was eine realistischere Reaktionsfunktion der CBRT liefere. Ihre Ergebnisse fassen sie wie folgt zusammen:

“In contrast with the estimated standard Taylor Rule of increasing the nominal interest rates by 1.23% during 2008–2010, our estimated modified Taylor Rule for Turkey which fit the actual movements of the interest rates quite closely indicated that the nominal interest rates were increased only by 0.49% in practice during 2010–2012. Hence, this indicated a loose monetary policy with respect to the strict Taylor Rule.” (Uslu/Özçam 2014: 243)

Das Urteil von Uslu und Özçam, dass die Geldpolitik zwischen 2010 und 2012 als expansiv gewertet werden müsse, wird durch eine IWF-Studie bestätigt, die für diesen Zeitraum einen Taylorzins berechnet, der oberhalb des Leitzinses liegt (vgl. IMF 2012: 13 f.). Angesichts der positiven Inflationslücke in dieser Periode weist die IWF-Studie darauf hin, dass der Wechselkurs eine Rolle in den Entscheidungen der CBRT gespielt haben könnte, weil die türkische Währung TRY nach 2010 zwischen 10 bis 20 Prozent überbewertet war. Diese Überbewertung könne die Notwendigkeit einer restriktiven Geldpolitik aufgrund der Verfehlung der Inflationsziele aufgehoben haben, wie sie von der Taylor-Regel nahelegt wird (vgl. ebd.).<sup>250</sup>

Diese Ausführungen verdeutlichen, dass eine eindeutige ökonomische Interpretation der Zinspolitik der CBRT anhand der Taylor-Gleichung schwierig ist. Die Resultate der Zielinflationspolitik zeichnen ein ambivalentes Bild. In der informellen Zielinflationsphase zwischen 2002 und 2005 wurden die jährlichen

---

Zinssteigerung nahe legen, um der Inflation entgegenzuwirken. Bezogen auf die Produktionslücke hingegen würde die Regel eine Zinssenkung empfehlen, um auf den Konjunkturabschwung zu reagieren (vgl. Uslu/Özçam 2014: 239).

<sup>250</sup> Die IWF-Studie legt die Zinspolitik der CBRT zwischen 2006 und 2010 hingegen als überzogen restriktiv (*excess tightening*) im Sinne der Taylor-Regel aus, weil der Taylorzins in dieser Periode, mit Ausnahme des dritten Quartals 2008, eindeutig unterhalb des Leitzins lag (vgl. IMF 2012: 13 f.). Wie wir im fünften Kapitel gezeigt haben, hat die CBRT jedoch bereits Ende 2008 als Reaktion auf die globale Wirtschaftskrise einen geldpolitisch expansiven Kurs eingeleitet (vgl. CBRT 2009: 6). Der Übergang zu einer antizyklischen Geld- und Fiskalpolitik wird von dem verwendeten Modell des IWF nicht hinreichend antizipiert, weil die Resultate auf eine restriktive Geldpolitik hinweisen. In der IWF-Studie wird daher die Vermutung geäußert, dass die Standardspezifikation der Taylor-Regel für den türkischen Fall nicht restriktiv genug sei. In diesem Zusammenhang weist die IWF Studie auf grundsätzliche Beschränkungen des Taylor-Modells hin. So sei das geschlossene Taylor-Modell schwierig auf offene Ökonomien wie die Türkei anzuwenden, in denen der Wechselkurs einen starken Einfluss auf die Zinspolitik ausübt (vgl. IMF 2012: 13).

Inflationsziele erreicht und sogar übertroffen. Nach dem Übergang zum formellen Zielinflationsregime wurden die Inflationsziele von 2006 bis 2008 nicht erreicht. Für die beiden Folgejahre 2009 und 2010 gelten die Ziele als erreicht, weil die Zielwerte angesichts des Inflationsdrucks zwischenzeitlich revidiert und erhöht wurden. In den Folgejahren 2011 bis 2014 lag die Inflation wiederum deutlich über dem Zielwert. Die Jahresendwerte für die Inflationslücke sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst.

Tabelle 8: *Inflationslücke in der Türkei (2002–2014)*

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Inflationslücke	-5,3	-1,6	-2,7	-0,3	4,6	4,4	6,1	-1	-0,1	4,9	1,2	2,4	3,17

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Welche Schlüsse lassen sich aus dieser Beobachtung bezogen auf das Reaktionskalkül der CBRT ziehen? Nach dem jährlichen Inflationslücken-Indikator hatte die CBRT von 2002 bis Ende 2005 und zwischen 2009 und 2010 Anlass, die Zinsen zu senken, weil die Inflation unter den Jahreszielwerten lag. Tatsächlich fanden in diesen beiden Perioden zahlreiche Zinssenkungen statt. Das mag erklären, warum einige ökonometrische Studien für diesen Zeitraum zu einem positiven Ergebnis für die Taylor-Regel kommen. In den Perioden 2006 bis 2008 und 2011 bis 2014 hingegen hätte die CBRT nach der Taylor-Regel die Zinsen erhöhen müssen, um den Inflationsanstieg zu vereiteln. In dem Zeitraum 2006 bis 2008 konnten Zinserhöhungen auch tatsächlich beobachtet werden. Nicht jedoch zwischen 2011 bis Ende 2013. Das Vorgehen scheint also nicht einheitlich zu sein. Abbildung 14 veranschaulicht die Entwicklung der Leitzinsen und der Inflationslücke anhand der durchschnittlichen Quartalswerte, die wir uns noch einmal näher anschauen wollen.

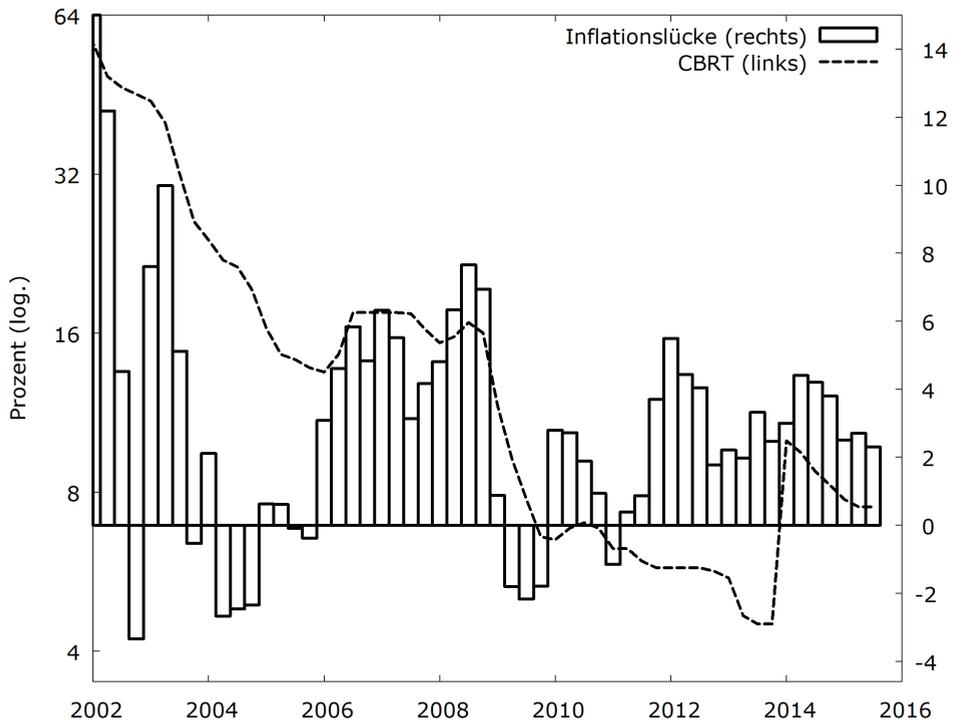


Abbildung 14: Inflationssücke und Leitzinsen in der Türkei (2002–2015 QIII),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Wenn wir die Abbildung 14 von links nach rechts betrachten, können wir sehen, dass in den ersten drei Quartalen des Jahres 2003 die Zwischenjahreswerte für die Inflation über dem Jahreszielwert lagen. Trotzdem wurden die Leitzinsen in mehreren Schritten von 44 Prozent, zu Beginn des Jahres, bis Jahresende auf 26 Prozent gesenkt. Auf den ersten Blick scheint sich daraus kein direkter Rückschluss auf die Zinspolitik zwischen dem ersten und dem dritten Quartal ziehen zu lassen, in dem die Ziele verfehlt wurden.<sup>251</sup> Ex-post betrachtet, las-

<sup>251</sup> Die Abweichung lässt sich allerdings damit erklären, dass zu Jahresbeginn der Zielwert von 35 auf 20 Prozent gesenkt wurde. Die Inflationen waren 2003 fast durchgehend rückläufig und lagen unter der 30 Prozent Marke, also unterhalb des Zielwerts des Vorjahres. Dies erklärt auch die positive Inflationssücke im ersten Quartal 2004 und in den ersten beiden Quartalen 2005 und 2006, nachdem mit Jahreswechsel das Inflationsziel von 20 auf 12 Prozent und im Anschluss auf 8 Prozent gesenkt wurde. Auch Anfang 2010 wurde der Zielwert um 1 Prozent auf 6,5 Prozent gesenkt, die darauffolgende Inflation lag diesmal jedoch über dem Vorjahreszielwert.

sen sich die Zinssenkungen im Jahr 2003 mit der Inflationslücke jedoch wieder rechtfertigen, weil ein eindeutiger Trend zur Disinflation zu beobachten war, der zu einer Jahresendinflation von 18,4 Prozent führte, was wiederum unter dem Jahresziel von 20 Prozent lag.

Nach 2006 werden die Inflationsziele bis 2009 jeweils deutlich verfehlt, was sich an der positiven Inflationslücke zwischen 2006 bis zum ersten Quartal 2009 zeigt (vgl. Tabelle 8 und Abbildung 14). In diesem Zeitraum erhöhte die CBRT den Leitzins jeweils im Juni und Juli der Jahre 2006 und 2008, was prinzipiell im Einklang mit dem Inflationslücken-Indikator wäre. Zudem korrespondierte die Zinssenkung zwischen April und Dezember 2009 mit sinkenden Inflationswerten. Die Aussagefähigkeit der Inflationslücke wird jedoch ab 2010 grundsätzlich dadurch getrübt, dass die Inflationsziele nicht mehr erreicht werden und die Leitzinsen bis Anfang 2014 jedoch nicht erhöht werden.<sup>252</sup> Allerdings intervenierte die CBRT zwischenzeitlich mit Änderungen der Zinskorridor Grenzen.<sup>253</sup> Hier scheint die CBRT einem anderen Kalkül gefolgt zu sein.

---

<sup>252</sup> Eine Ausnahme bildet der Zeitraum zwischen Dezember 2010 und April 2011, indem die Inflationslücke aufgrund eines Rückgangs der Teuerungsrate negativ war. Der leichte Zinsanstieg im Mai 2010 ist hingegen mit der neuen Leitzinsdefinition zu erklären.

<sup>253</sup> Die Zentralbank erhöhte im August 2011 die Zinsuntergrenze auf 5 Prozent, nachdem diese im November 2010 drastisch von 5,75 auf 1,75 gesenkt wurde. Auch die Zinsobergrenze wurde mehrfach geändert. Im Dezember 2010 wurde sie auf 9 Prozent und im Oktober 2011 auf 12,5 Prozent angehoben. Weitere Erhöhungen folgten im Juli und August 2013. Die CBRT erklärte im November 2010, dass die Nachfrageentwicklung für eine lange Zeit niedrige Zinsen begründet erscheinen lassen würde. Gleichzeitig würde der expansive geldpolitische Kurs in den entwickelten Ländern jedoch andere Maßnahmen erfordern, weil dies zu einem rasanten Anstieg der Kapitalflüsse in die Schwellenländer führt. Diese Entwicklung habe negative Konsequenzen, was die finanzielle Stabilität der Türkei betrifft, weil sie zu einem Anstieg des Zahlungsbilanzdefizits führt. Laut der Zentralbank erhöhe eine durch Kapitalzuflüsse ausgelöste rapide Kreditexpansion vor allem die Importnachfrage und weniger die Binnennachfrage. Um auf derartige Entwicklungen zu reagieren, kündigte die CBRT an, notfalls mit Mindestreservesätzen und Liquiditätsfazilitäten zu intervenieren (vgl. CBRT MPC Summary, No. 2010-39: 3, [www.cbirt.gov.tr](http://www.cbirt.gov.tr), aufgerufen am 4.5.2015). Mit den niedrigen Einlagezinsen sollten die Banken dazu veranlasst werden, den Unternehmen weitere Kredite bereit zu stellen. Tatsächlich verdoppelten sich im vierten Quartal 2010 im Vergleich zum Vorquartal die privaten Ausgaben für die Maschinenausrüstung (von 33,8 auf 66,5 Prozent) und der Export erholte sich von -1,6 auf 4,2 Prozent. Aber auch der Import von Waren und Dienstleistungen stieg von 16,3 auf 26,4 Prozent. Interessanterweise haben sich diese Werte nach der Erhöhung der Einlagezinsen im dritten Quartal 2011 (August) erneut negativ entwickelt. Die Ausgaben für Maschinen schrumpften im vierten Quartal 2011 von 19,6 auf -3,7 Prozent und der Wachstumsraten des Exports halbierte sich auf 5,9 Prozent. Auch der Import schrumpfte von 6,2 auf -8,2 Prozent (vgl. TSI).

Schauen wir uns nun die Entwicklung der Produktionslücke an. Die CBRT hat in ihren Jahresberichten bis 2009 gesondert eine Zeitreihe der Produktionslücken publiziert (vgl. CBRT 2009: 34). Ab 2010 wurden diese Schätzungen in den quartalsmäßigen Inflationsberichten gemeinsam mit der Inflationsprognose veröffentlicht. Um eine vollständige Zeitreihe betrachten zu können, wurden in der folgenden Abbildung die Quartalsdaten für die Produktionslücke aus diesen beiden Quellen zusammen getragen.<sup>254</sup>

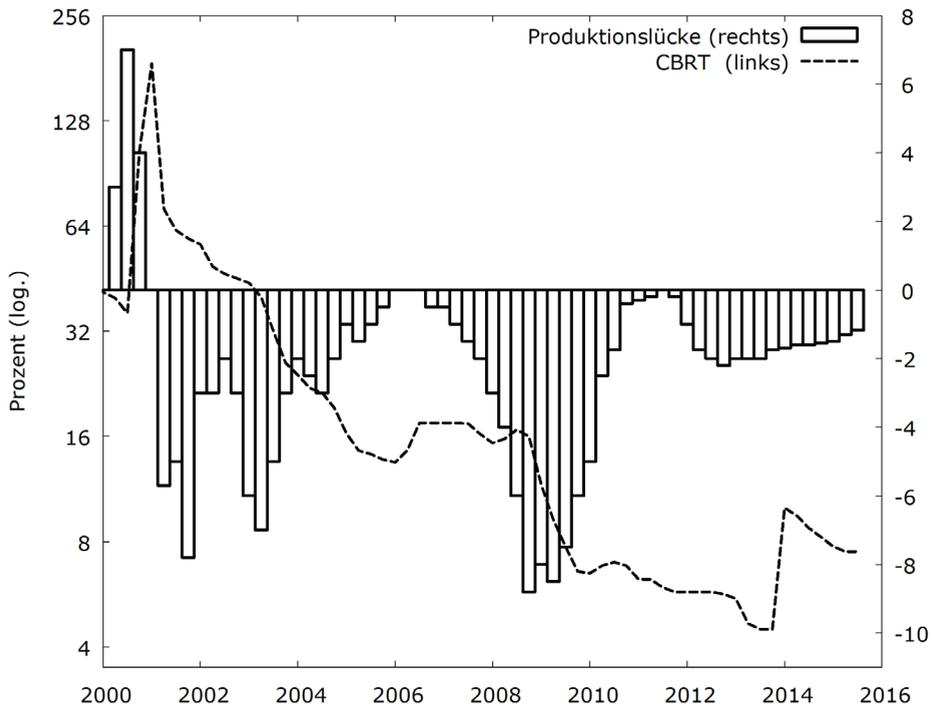


Abbildung 15: Produktionslücke und Leitzinsen in der Türkei (2000–2015 QIII),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Aus Abbildung 15 können wir entnehmen, dass die Produktionslücke nach der Krise im ersten Quartal 2001 (mit Ausnahme des zweiten Quartals 2006) durch-

<sup>254</sup> Es handelt sich bei dieser eigenen Darstellung um aggregierte Schätzungen und keine exakten Werte. Die exakte Methodik der CBRT konnte nicht ermittelt werden. Die Informationsstelle der CBRT hat auf meine Anfrage (2013) nach den exakten Daten für die Produktionslücke nicht reagiert. In der Literatur wird die Produktionslücke u. a. auch als Differenz zwischen dem realen BIP und dem Trend des BIP berechnet.

gehend im negativen Bereich lag (vgl. CBRT 2009: 34). Besonders drastisch ist der Einbruch der Nachfrage in der Krise 2000/01 zu sehen, wo die Produktionslücke binnen eines Jahres von einem Indexwert von +6 auf -8 schrumpfte. Ein negatives Vorzeichen signalisiert, dass die Nachfrage unter ihrem Potenzial geblieben ist und folglich keine nachfragebedingten inflationären Entwicklungen zu erwarten sind. Nach der Logik der Taylor-Regel können die Zinssenkungen zwischen 2001 und 2006 mit der negativen Produktionslücke erklärt werden. Zur Erinnerung: nachfragebedingte Zinssteigerungen sind nur bei einer positiven Produktionslücke vorgesehen.

Bei näherer Betrachtung zeigen sich jedoch auch hier Widersprüche für die Zeit nach 2006. Beispielsweise kann die Produktionslücke streng genommen nicht den Zinsanstieg von 2006 und 2008 erklären. Als Mitte 2006 die Zinsen erhöht wurden, zog die Konjunktur zwar an, wodurch sich die negative Produktionslücke verringerte. Allerdings genügten die Entwicklungen nicht für einen positiven Wert. Im Jahr 2008 hingegen sank der Index drastisch von -2 auf -8 (vgl. ebd.) bei einer Inflation, die 6 Prozent über dem Zielwert abschnitt – dieser Inflationsanstieg konnte demnach nicht nachfragebedingt sein.

Der Rückgang der Leitzinsen ab Ende 2008 könnte wiederum erneut mit der Produktionslücke erklärt werden. Die Konjunktur brach 2008 von 4,7 auf 0,74 Prozent ein und im Folgejahr 2009 schrumpfte das BIP um -4,8 Prozent. Das hohe Wachstum in den Jahren 2010 und 2011 führte erneut zu einer Verringerung und Schließung der Produktionslücke Mitte 2011. Nachdem 2012 das Wirtschaftswachstum erneut um 6,6 Prozent zusammenbrach, vergrößerte sich die Produktionslücke jedoch laut Inflationsbericht (vgl. CBRT 2013c: Inflation Report: 9) erneut. Diese Daten verweisen darauf, dass die türkische Geldpolitik auf extreme Konjunkturschwankungen reagiert hat, denen die türkische Wirtschaft zu dieser Zeit ausgesetzt war. Eine Senkung der Leitzinsen in dieser Periode wäre im Einklang mit der Produktionslücke-Komponente der Taylor-Regel gewesen.

Abschließend wollen wir einen Blick auf die Korrelationskoeffizienten werfen (siehe Tabelle 9). Für den Betrachtungszeitraum von 2000 bis 2013 ergibt sich fol-

gende Korrelationsmatrix, die mit Hilfe des Ökonometrie-Programms *GRET* ermittelt wurde:<sup>255</sup>

Tabelle 9: Korrelationsmatrix für die Parameter der Taylorgleichung (2000–2013)

KPI	CBRT Leitzins	Inflationslücke	Produktionslücke	
1,0000	0,6375	0,9032	0,0432	KPI
	1,0000	0,5738	0,0887	CBRT Leitzins
		1,0000	0,0068	Inflationslücke
			1,0000	Produktionslücke

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Der Korrelationskoeffizient zwischen der Produktionslücke, der Inflation und den Leitzinsen ist verschwindend gering, so dass keine statistische Korrelation zwischen der ersten und den letzten beiden Datenreihen zu existieren scheint. Anders sieht es bei dem Verhältnis der Leitzinsen und der Inflation aus. Mit einem Korrelationskoeffizient von 0,6375 stehen Inflation und Leitzins in einem positiven Zusammenhang. Ein etwas geringerer aber auch positiver Korrelationskoeffizient konnte zwischen dem Leitzins und der Inflationslücke berechnet werden. Eine Zunahme der Inflationslücke um 1 Prozent ging mit einer Zinserhöhung um 0,5738 Prozent einher. Rein statistisch betrachtet, scheint ein positiver Zusammenhang zwischen der Inflation und den Zinsen zu existieren.

Welche Schlussfolgerung kann aus den obigen Ausführungen für die CBRT gezogen werden? Bei einer Betrachtung der gesamten Periode scheinen die Zinsentscheidungen stärker auf die Inflation reagiert zu haben als auf die Konjunktur. Auch die qualitative Analyse hat Indizien geliefert, dass die CBRT eine konservative Zinspolitik verfolgt hat.<sup>256</sup> Dieser Auffassung ist auch der ehemalige Vize-Gouverneurs der CBRT, Fatih Özatay, der die Zinspolitik nach 2001 an die Inflationsentwicklung gekoppelt sieht:

<sup>255</sup> Technische Werte: Korrelationskoeffizienten mit Beobachtungen 2000:1–2013:2 (Quartalswerte, Fehlwerte wurden ausgelassen), 5 Prozent kritischer Wert (zweiseitig)=0,2681 für n=54.

<sup>256</sup> Paul de Grauwe kommt in einem Vergleich der EZB und der FED zu dem Schluss, dass die EZB im Zeitraum 1999–2010 die Zinspolitik stärker auf Preisstabilität als auf die Konjunkturentwicklung ausgerichtet hat. Die EZB habe damit eine konservativere Geldpolitik als die FED verfolgt (vgl. De Grauwe 2012: 156 ff.).

“[G]iven that the main aim of the CBT is to achieve price stability, short term interest rates (the main policy tool of the CBT) have been changed based purely on the inflation outlook.” (Özatay 2005: 137)

Auch in der Studie von Alper und Hatipoğlu wird argumentiert, dass sich die Zinspolitik der CBRT bis 2008 hauptsächlich an der Inflation orientiert hat. Beide Autoren sehen darin ein Indiz der Unabhängigkeit der Zentralbank (vgl. Alper/Hatipoğlu 2009: 21). Der Zeitpunkt und die Häufigkeit von Zinsentscheidungen signalisiert jedoch nicht nur die Bedeutung der Preisstabilität, sondern auch die Bereitschaft der Zentralbank, Wachstum zu fördern (vgl. Simona Talani 2014: 122). Die hier dargestellte Entwicklung weist darauf hin, dass nach 2006 und insbesondere nach dem Konjunkturereinbruch 2008 die Geldpolitik stärker auf die Konjunktur als auf die Preisstabilität reagiert hat. Deutlich wird dies insbesondere an den Zinsentscheidungen nach 2010, in denen trotz Verfehlung der Zielinflationenwerte die Zinsen bis Anfang 2014 nicht erhöht wurden. In dieser Periode wurden die Zinsen weiter gesenkt, was mit der negativen Produktionslücke erklärt werden kann und auf eine expansive Geldpolitik hindeutet.

## 6.3 Zinseingriffe der CBRT nach 2001

Um die Zinspolitik der CBRT nachzuvollziehen, wollen wir in diesem Abschnitt ausgewählte relevante Zinsentscheidungen – im Fokus stehen die Zinsanhebungen – näher erörtern. Das erste Beispiel ist zugleich auch die erste Zinserhöhung nach der türkischen Wirtschafts- und Finanzkrise 2001, die dem Trend der kontinuierlich sinkenden Zinsen ein vorläufiges Ende setzte. Die zweite Zinsanhebung fand zum Höhepunkt der globalen Finanzkrise 2008 statt. Das dritte Beispiel datiert auf der europäischen Staatsschulden- und Eurokrise 2011. Auf weitere Zinserhöhungen im Juli 2013 und Anfang 2014 gehen wir an dieser Stelle nur kurz ein.

### 6.3.1 Der Zinsschock vom Juni 2006

Die erste restriktive Zinsreaktion der CBRT nach 2001 erfolgte Mitte 2006 und bestand in einer zweistufigen und teils außerordentlichen Anhebung der Einla-

gezinsen (deposit facility) um 400 Basispunkte (4 Prozent) auf 17,25 Prozent und des Spitzenrefinanzierungssatzes (marginal lending) um 600 Basispunkte von 16,25 auf 22,25 Prozent. Wie ist diese drastische Zinsreaktion zu erklären? Bleiben wir zunächst im Gedankenmodell der Taylor-Gleichung. Mitte 2006 befand sich die Produktionslücke nahe Null (vgl. Abbildung 15). Konjunkturbedingt gab es folglich keinen zwingenden Anlass, von einer Überhitzung der Wirtschaft und einer nachfrageinduzierten Inflation auszugehen und die Zinsen anzuheben. Nach der Logik des Modells lag der Konjunktur-Indikator quasi im *idealen Gleichgewichtszustand*.

Beim Inflationsindikator sah es anders aus. Vor dem Zinsschritt stieg der KPI-Index im April und Mai 2006 um 1,34 bzw. 1,88 Prozent, was einer Jahresinflation von 8,8 bzw. 9,9 Prozent gleichkam. Diese Werte lagen deutlich über dem Inflationsziel von 5 Prozent für 2006, was wiederum eine Zinsanhebung mit der Taylor-Regel erklären könnte. Fraglich ist allerdings, warum die Zinsentscheidung erst im Juni gefällt wurde, denn die Inflation lag bereits im gesamten ersten Quartal 2006 und auch danach über 8 Prozent. Es zeichnete sich ein deutliches Verfehlen des 5-prozentigen Jahresziels ab. Eine Zinsentscheidung wäre also längst fällig gewesen.

Eine mögliche Erklärung bietet die Wechselkursentwicklung. Die TRY verlor im Mai 2006 gegenüber dem USD und dem EUR 16,5 bzw. 20,3 Prozent an Außenwert. Es stellt sich also die Frage, ob die Entwicklung des KPI oder/und der Währungskursverlust die Zinsentscheidung ausgelöst hat. Wie wir wissen, können Kapitalabflüsse und Wechselkursabwertungen in offenen Schwellenländern zu einer höheren Inflation führen. Wenn der Wechselkurs ein maßgeblicher Einflussfaktor der Inflation ist, dann ist es plausibel anzunehmen, dass eine Zentralbank den Wechselkurs sehr genau beobachtet und darauf reagiert.

Dem Kursverlust der TRY ging eine Zinssteigerung der FED und der EZB voraus, die eine allgemeine Kapitalflucht aus vielen Schwellenländern provozierte. Der mit der Kapitalflucht verbundene Kursverlust der TRY erhöhte auch die Inflationsgefahr in der Türkei.<sup>257</sup> Die Indizien deuten darauf hin, dass die Zinsreaktion der CBRT im Juni 2006 primär auf die Wechselkursentwicklung gerich-

---

<sup>257</sup> Die CBRT intervenierte zu diesem Zeitpunkt nicht nur durch eine Anhebung der Leitzinsen sondern auch per Offenmarktpolitik. Auf diesen Punkt wird im siebten Kapitel noch detailliert eingegangen.

tet war. Hätte die CBRT nicht den Währungskurs, sondern nur die Inflation im Fokus gehabt, hätte sie die Zinsen bereits im April erhöhen müssen, als der KPI anstieg. Ende April hatte die Zentralbank die Leitzinsen jedoch noch um 25 Basispunkte gesenkt. Die Erhöhung der Zinsen war der Versuch der CBRT, dem Abwertungsdruck massiv entgegenzutreten, der aus den zwischenzeitlichen Turbulenzen auf den internationalen Kapitalmärkten entstand (vgl. Onaran 2007; Şener 2008) und eine Kapitalflucht zu unterbinden.<sup>258</sup> Die Höhe der Zinsanhebung signalisierte die Bedeutung, die die Zentralbank dem Wechselkurs und der Gefahr von Kapitalabflüssen beimaß.

### 6.3.2 Die Zinsanhebung Mitte 2008

Eine zweite Zinsanhebung wurde im zweiten Quartal in den Monaten Mai und Juni 2008 durchgeführt. Sie bestand darin, dass die CBRT die Zinsuntergrenze (Einlagezins) innerhalb von zwei Monaten um insgesamt 150 Basispunkte auf 16,75 Prozent, und die Obergrenze (Spitzenrefinanzierungssatz) um 100 Basispunkte auf 20,25 Prozent erhöhte. Betrachten wir erneut die Indikatoren des Taylor-Modells. Aus der Produktionslücke geht hervor, dass die Kapazitätsauslastung ab Anfang 2007 stetig fiel (vgl. Abbildung 15). Die CBRT verfolgte diese Entwicklung über 8 Monate hin, ohne die bei 17,5 Prozent liegenden Leitzinsen zu senken. Erst ab September 2007 wurden Zinssenkungen beschlossen. Der drastische Rückgang der Kapazitätsauslastung setzte sich Anfang 2008 fort. Zum Zeitpunkt der Zinsanhebung Mitte 2008 sank die Produktionslücke auf einen negativen Rekordwert von unter -8. Noch im Juli-Bericht hatte die KfG die rückläufige Binnennachfrage bestätigt. Die Zinsanhebung kann unter diesen Umständen nicht mit dem Produktionslücken-Indikator erklärt werden.<sup>259</sup>

---

<sup>258</sup> Ein Indikator für die Flucht aus der TRY war der Anstieg der Devisenkonten 2006, die den der TRY-Konten übertraf. Während das Volumen der ersteren um 32,7 Prozent zunahm, blieb der Zuwachs der TRY-Konten bei 17,4 Prozent. Diese Umschichtung erfolgte exakt im Mai 2006 (vgl. CBRT).

<sup>259</sup> Es gibt Einschätzungen, die diesen Zinsanstieg mit dem damals drohenden Parteischließungsverfahren des Verfassungsgerichts gegen die AKP politisch in Verbindung bringen. Eine Kapitalflucht, die durch politische Unsicherheit ausgelöst worden wäre, hätte die Finanzierung des Zahlungsbilanzdefizits aus dem Ruder bringen können und die Abwertung hätte die Inflation noch weiter erhöht (vgl. Taraf vom 27.1.2009).

Demgegenüber signalisiert die Inflationslücke, dass die Inflationszielwerte für das gesamte Jahr (außer im Juni 2008 nach der Zinserhöhung) deutlich verfehlt wurden. Eine Zinsanhebung stand wie im vorherigen Beispiel im Einklang mit Taylors Inflationsindikator. Sie konnte durch diesen aber nicht wirklich erklärt werden. Auch in diesem Fall zeigt sich eine direkte Verbindung der Zinspolitik zur Wechselkursentwicklung. Zwischen Januar und April verlor die TRY gegenüber dem USD und dem EUR zwischen 12 und 17 Prozent ihres Außenwertes: Der EUR stieg von 1,71 auf über 2 TRY und der USD von 1,16 auf über 1,3 TRY. Die Zinsanhebung der CBRT stoppte den Kursverlust und die TRY wertete in den folgenden 4 Monaten zwischenzeitlich auf. Die Inflation stieg jedoch trotz der Aufwertung von Mai bis Dezember 2008 weiter und erreichte zweistellige Bereiche. Ab Oktober 2008 begann die TRY erneut an Wert gegenüber dem USD (um 9 Prozent) und gegenüber dem EUR (um 21,5 Prozent) zu verlieren. Eine weitere Zinserhöhung, um die Inflation und die Abwertung der TRY zu stoppen, stand aufgrund des mittlerweile offenen Konjunkturreinbruchs außer Frage. Diese Entwicklung deutet daraufhin, dass im Jahr 2008 eine ernste ökonomische Krise bevorstand, die einen Kurswechsel in der Geldpolitik einleitete.

Nachdem im ersten Quartal 2008 die Konjunktur mit 7 Prozent etwas angezogen hatte, verzeichnete sie in den Folgequartalen einen abnehmenden Trend, wie aus den BIP-Statistiken hervorgeht. Im dritten Quartal 2008 lag das Wachstum nur noch bei 0,9 Prozent und im letzten Jahresquartal schrumpfte die Wirtschaft gar um -7 Prozent. Erst als sich dieser drastische Konjunkturreinbruch abzeichnete, ging die CBRT im Oktober 2008 dazu über, die Zinsen zu senken. Dies zeigt, dass die globale Rezession zu diesem Zeitpunkt auch die Geldpolitik der Türkei erfasst hatte. Nach der Verschärfung der globalen Finanzkrise im Winter 2008, die expansive Eingriffe der EZB und der FED nach sich zogen, setzte die CBRT die Zinssenkungen fort und ergriff neue Liquiditätsmaßnahmen (vgl. CBRT 2010d: 5 f.).<sup>260</sup> Zwischen Oktober 2008 und November 2009 wurden die Leitzinsen stufenweise von 16,75 auf 6,5 Prozent drastisch gesenkt, um der negativen konjunkturellen Entwicklung in der Türkei und der steigenden Arbeitslosigkeit entgegen zu steuern. Die Wirtschaft schrumpfte in den ersten drei Quartalen 2009 im Durchschnitt um -8,4 Prozent. Der damalige Zentralbank-

---

<sup>260</sup> Um Liquiditätsengpässe zu vermeiden, wurden die Mindestreserverate für TRY-Konten von 6 auf 5 Prozent und für Devisenkonten von 11 auf 2 Prozent gesenkt, neue 3-Monats-Repo Geldmarktauktionen eingeführt und zusätzliche Liquidität in den Markt gepumpt.

gouverneur Yılmaz verteidigte den Kurswechsel offen als expansionistischen Schritt, um die negativen Einflüsse der globalen Finanzkrise auf die türkische Ökonomie geldpolitisch abzumildern (vgl. CBRT 2009: 6).

### 6.3.3 Das neue geldpolitische Intermezzo im Spätsommer 2011

Nachdem sich die Konjunktur ab dem vierten Quartal 2009 zu erholen begann, verzichtete die CBRT zunächst auf weitere Zinssenkungen. Ermutigt durch die hohe Liquidität auf den globalen Geldmärkten und den Aufschwung in den ersten zwei Quartalen 2010 (das Durchschnittswachstum lag bei 11,5 Prozent), erklärte die CBRT im April 2010 ihre expansive Geldpolitik für beendet – in der Fachliteratur auch *Exit-Strategie* genannt (vgl. CBRT 2010c: 8). Gleichzeitig wurde ein neuer Policy-mix beschlossen, in dem niedrige Zinsen, der Zinskorridor sowie eine aktive Mindestreservepolitik eine stärkere Rolle in der Bekämpfung von makroökonomischen und finanziellen Instabilitäten einnehmen sollten. Eine Reihe neuer Maßnahmen sollten darüber hinaus überschüssige Liquidität vom Markt abziehen.<sup>261</sup> Im Fokus der Zentralbank stand der massive Kapitalzufluss und die expansive Entwicklung auf den Kreditmärkten (vgl. ebd. 43). Der damalige Zentralbankgouverneur Yılmaz verkündete in diesem Rahmen, dass die einwöchige Repo-Zinsrate (1-Week-Repo Rate) den Tageszinssatz als Leitzins ablöst. Mit dem neuen Leitzinsmodell wurde die Bedeutung des Zinskorridors gestärkt. So konnte die Zentralbank kurzfristige Zinsanpassungen vollziehen, ohne die Leitzinsen zu ändern. Entscheidend für die neue Strategie war die stärkere Betonung von Wechselkursschwankungen zur Beseitigung makroökonomischer Ungleichgewichte und die Hervorhebung der finanziellen Stabilität. Diese Aufgabe wurde auch von Yılmaz' Nachfolger, dem derzeitigen Zentralbankgouverneur, Erdem Başçı, fortgeführt. Başçı kündigte ein stärkeres Eingreifen der Zentralbank in die Stabilität des Finanzsystems und die makroökonomische Entwicklung an, beispielsweise wenn diese durch exzessive Kapitalflüsse und Wechselkursschwankungen sowie eine zu hoch eingeschätzten Kreditvergabe bedroht werden. Mit der Ankündigung dieser Eingriffe stellte Başçı die Geldpolitik auf zwei Achsen: erstens eine Verhinderung der Überbe-

<sup>261</sup> Weitere Maßnahmen, die die CBRT als Reaktion auf die Krise verabschiedete, wurden in dem Dokument „Monetary Policy Exit Strategy“ veröffentlicht. In diesem Dokument wurde auch der neue Leitzins erstmals erwähnt (vgl. CBRT 2010d: § 16).

wertung der türkischen Währung; zweitens eine erhöhete Kontrolle der Kreditentwicklung und Binnennachfrage, um die hohen Leistungsbilanzdefizite zu senken (vgl. CBRT 2011: 8).

Der neue Policy-mix offenbarte sich im Herbst 2011 zur Hochzeit der Europäischen Schuldenkrise. Die Krise löste auf den europäischen Geldmärkten erneut eine allgemeine Kapitalflucht aus den Schwellenländern aus. Um dem Kapitalabfluss entgegenzusteuern, verschob die CBRT den Zinskorridor stufenartig nach oben. Zunächst wurde im August 2011 die Untergrenze des Tageszinses von 1,5 auf 5 Prozent erhöhet. Zwei Monate später folgte eine Anhebung der Zinsobergrenze von 9 auf 12,5 Prozent. Damit wurde zugelassen, dass die Tageszinssatze je nach Liquiditätsnachfrage des Marktes über den Leitzins steigen (vgl. ebd. 9). Parallel zur Einengung des Zinskorridors relativierte die CBRT ihren restriktiven Kurs, indem sie die Mindestreserverate für türkische Banken – wie zum Zeitpunkt der Krise 2008 – senkte, damit die Banken nicht mit Liquiditätsengpässen konfrontiert würden, die aus den höheren Zinsen entstehen könnten. Zusätzlich wurde der Leitzins, der von 2011 bis August bei 6,25 Prozent konstant gehalten wurde, auf 5,75 Prozent gesenkt (vgl. ebd.).<sup>262</sup> Dabei dürfte die Verlangsamung der konjunkturellen Entwicklung eine Rolle gespielt haben. Zwar blieb das Wirtschaftswachstum im positiven Bereich, ein Abschwung war aber deutlich zu sehen, weil das BIP-Wachstum in allen vier Quartalen 2011 abnahm. Dieser rückläufige Trend setzte sich 2012 fort. Während das BIP 2011 noch ein Wachstum von 8,8 Prozent verzeichnete, sank es im Folgejahr auf 2,2 Prozent.<sup>263</sup>

Ähnlich wie in den beiden vorherigen Beispielen war die Wechselkursentwicklung entscheidend für die Zinspolitik. Im August 2011 stieg der TRY/EUR Kurs auf 2,5 – am Anfang 2011 lag der Kurs noch bei knapp 2,07. Um diesem Kursverlust Einhalt zu gebieten, verschob die CBRT den Zinskorridor nach oben.<sup>264</sup> Die jährliche Inflationsrate, die im Vergleich zum Vorjahr auf monatlicher Basis niedriger war, blieb von Juni bis Oktober bei ca. 6 Prozent konstant. Erst da-

---

<sup>262</sup> Eine tabellarische Darstellung der geldpolitischen Entscheidungen findet sich im Jahresbericht der Zentralbank von 2011 (vgl. CBRT 2011: 47).

<sup>263</sup> Diese Entwicklung zeigt sich auch in den Konsumausgaben der türkischen Haushalte, die 2012 mit -0,7 Prozent schrumpften. Während die Nachfrage des Privatsektors 2012 um -4,5 Prozent einbrach, stiegen die Staatsausgaben um 5,7 Prozent, um die Konjunktur zu stützen (Quelle: TSI).

<sup>264</sup> Der Zentralbankgouverneur hebt dabei vor allem auch die Rolle der europäischen Schuldenkrise in den geldpolitischen Entscheidungen der CBRT hervor (vgl. Bacı 2012: 25).

nach fing die Inflation an zu steigen. Folglich hatte der Zinseingriff auch hier primär auf den Wechselkurs abgestellt. Auch die Tatsache, dass die CBRT die Zinsobergrenze im Februar 2012 senkte, nachdem die TRY im ersten Quartal 2012 wieder leicht aufwertete, unterstreicht die These, dass die Zinspolitik sich stärker am Wechselkurs ausrichtete als an der Inflation. Denn die Inflation lag zu diesem Zeitpunkt mittlerweile bei einem Jahreshoch im zweistelligen Bereich. Das bedeutet allerdings nicht, dass es keinen Zusammenhang zwischen der Zinspolitik und der Inflationsentwicklung gab. Zentralbankgouverneur Başçı erklärte den Anstieg der Inflation mit der Abwertung der TRY, die durch ein global verschlechtertes Investitionsklima, abnehmende Risikobereitschaft, und Anpassung von administrierten Preisen im letzten Jahresquartal ausgelöst wurde (vgl. 2012: 25).<sup>265</sup>

Ein weiterer Zinseingriff erfolgte im Juli 2013. Nachdem der EUR auf über 2,5 TRY und der USD auf 1,9 TRY stiegen und parallel dazu die Inflation auf über 8 Prozent kletterte, erweiterte die CBRT im Juli den Zinskorridor, indem sie die Zinsobergrenze in zwei Schritten von 6,5 auf 7,75 anhob. Der Leitzins wurde erneut nicht angehoben. Stattdessen wurde er sogar im Mai weiter auf 4,5 Prozent gesenkt und bis Jahresende konstant gehalten, obwohl die Preis- und Wechselkursentwicklung eine umgekehrte Reaktion nahelegten. Diese Haltung endete im Januar 2014 mit einer drastischen Zinserhöhung, auf die wir in Abschnitt 6.5 noch ausführlich eingehen werden.

Die hier diskutierten Fallbeispiele zeigen, dass die Zinsentscheidungen der CBRT nicht eindeutig mit der Taylor-Regel erklärt werden können. Die obigen Ausführungen weisen auf die Bedeutung des Wechselkurses hin, die eine primäre Rolle in der Geldpolitik einzunehmen scheint. Im Folgenden wollen wir daher näher auf den internationalen Einfluss, d. h. die Entwicklung der Wechselkurse und der internationalen Leitzinsen auf die türkische Geldpolitik eingehen.

---

<sup>265</sup> Neben der Wechselkursentwicklung spielte laut Zentralbank auch eine Anpassung der administrierten Preise eine Rolle für die höhere Inflation. Auch in den Inflationsberichten von 2013 wird der Einfluss der Kapitalflüsse und der Wechselkurse auf die Inflation mehrfach unterstrichen und einkalkuliert: „These developments added 0.8 percentage points to end-2013 forecast and 0.2 points to end-2014 inflation forecast.“ (Inflation Report 2013-III: 7, [www.cbirt.gov.tr](http://www.cbirt.gov.tr), aufgerufen am 4.5.2015)

## 6.4 Der Einfluss des Wechselkurses und der internationalen Leitzinsen

In allen Ländern spielt die Entwicklung der Wechselkurse eine wichtige Rolle in der Geldpolitik. Für Schwellenländer kommt hinzu, dass die internationalen Leitzinsen – vor allem diejenigen der FED und der EZB – eine wichtige Rolle für Kapitalflüsse spielen. Der geldpolitische Handlungsspielraum von Schwellenländern, die besonders stark auf internationale Kapitalflüsse angewiesen sind, kann deshalb von der Entwicklung der Wechselkurse und der internationalen Leitzinsen begrenzt oder je nachdem erweitert werden. Folglich wird hiervon auch die Unabhängigkeit der Zentralbank in geldpolitischen Entscheidungen unmittelbar betroffen sein. Aufgrund der internationalen ökonomischen Verflechtungen und Preisübertragungseffekte nimmt der Wechselkurs auch in der Türkei eine zentrale Rolle bei den geldpolitischen Entscheidungen ein. Ebenso spielt die Zinsentwicklung auf den internationalen Geldmärkten eine große Rolle für die Türkei, weil sie auf Kapitalzuflüsse angewiesen ist. Die Unabhängigkeit der CBRT in zinspolitischen Fragen kann also aufgrund internationaler Entwicklungen beschränkt sein, was eine Relativierung ihre Autonomie in der Geldpolitik impliziert.

Eine Gegenüberstellung der Wechselkursentwicklung und der Zinspolitik der CBRT ist aufschlussreich. Aus der folgenden Abbildung 16 können mehrere Beobachtungen abgeleitet werden. In dem hier abgebildeten Zeitraum ging den Entscheidungen einer Zinsanhebung immer eine Abwertung der TRY voraus, was sich in einem steilen Anstieg des TRY Kurses gegenüber dem USD und dem EUR zeigt. Auffällig ist jedoch, dass nach 2010 die Kursverluste der TRY (bis 2014) nicht zu einer unmittelbaren Anhebung des Leitzinses geführt haben.

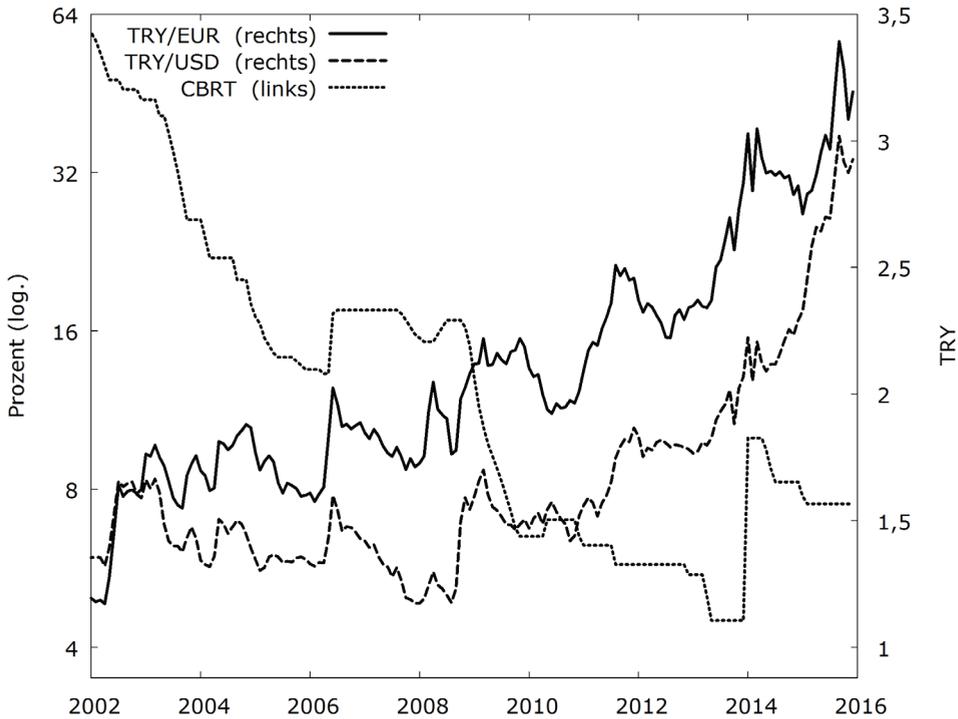


Abbildung 16: Wechselkurs- und Zinsentwicklung in der Türkei (2002–2015),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Abbildung 17, in der der Zinskorridor der CBRT eingezeichnet ist, zeigt, dass im Unterschied zum Leitzins auch Kursverluste nach 2010 mit einer Erhöhung der Zinsen korrespondierten, die mit einer Verschiebung des Zinskorridors nach oben einhergingen. Hier ist deutlich zu sehen, dass in den Jahren 2006, 2008, im August 2011 und zuletzt im Juli 2013, Währungskursverluste der TRY zu einer Anhebung des Zinskorridors geführt haben. Dabei wurde der Spitzenrefinanzierungssatz in allen vier Fällen erhöht. Der Einlagezins blieb jedoch nur im letzten Fall unverändert. Dieses differenzierte Vorgehen wurde mit dem neuen Policy-mix angekündigt (vgl. CBRT 2010d). Es liegt also nahe, dass die CBRT die Währungskursentwicklung im Auge hatte und auf eine Abwertung mit einer differenzierten Zinserhöhung reagiert hat.

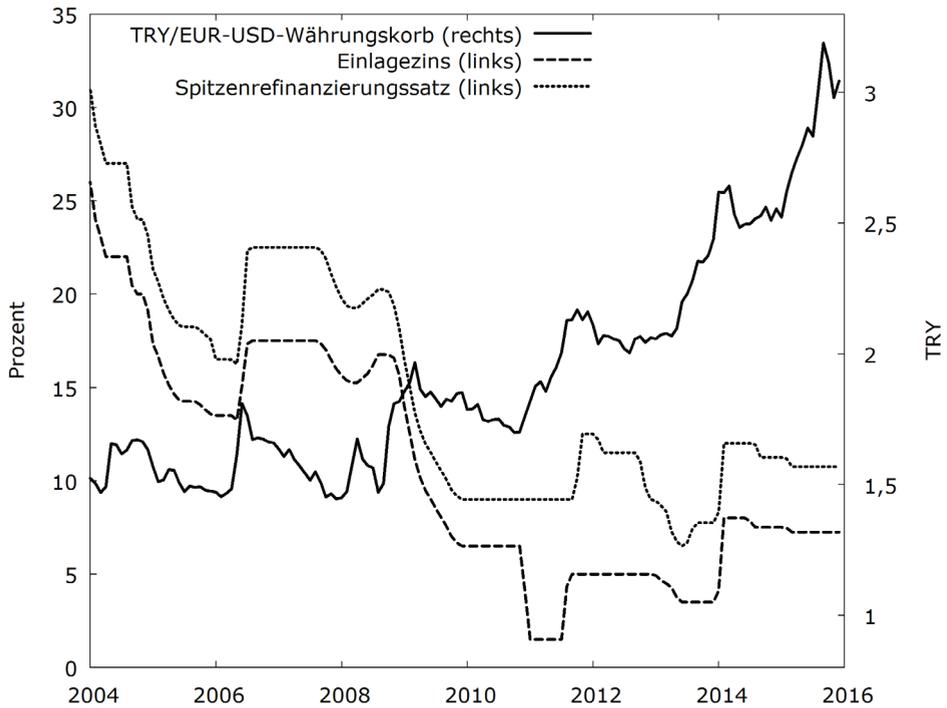


Abbildung 17: Zinskorridor und Wechselkursverlauf (2004–2015),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Wird die Wechselkursentwicklung mit der Inflation verglichen (siehe Abbildung 18), dann wird der pass-through Effekt deutlich. Hier ist zu sehen, dass mit dem Einbruch der türkischen Währung nach der Krise 2001 die Inflation deutlich angestiegen ist. Nach dem Ende der chronischen zweistelligen Inflation ab 2004 zeigt die Inflation immer wieder einen ähnlichen Verlauf wie der Wechselkurs, wie z. B. in den Jahren 2006 und 2007. Während sich dieser Zusammenhang zwischen 2009 und 2010 zu verlieren scheint, tritt er nach 2011 wieder deutlich hervor.

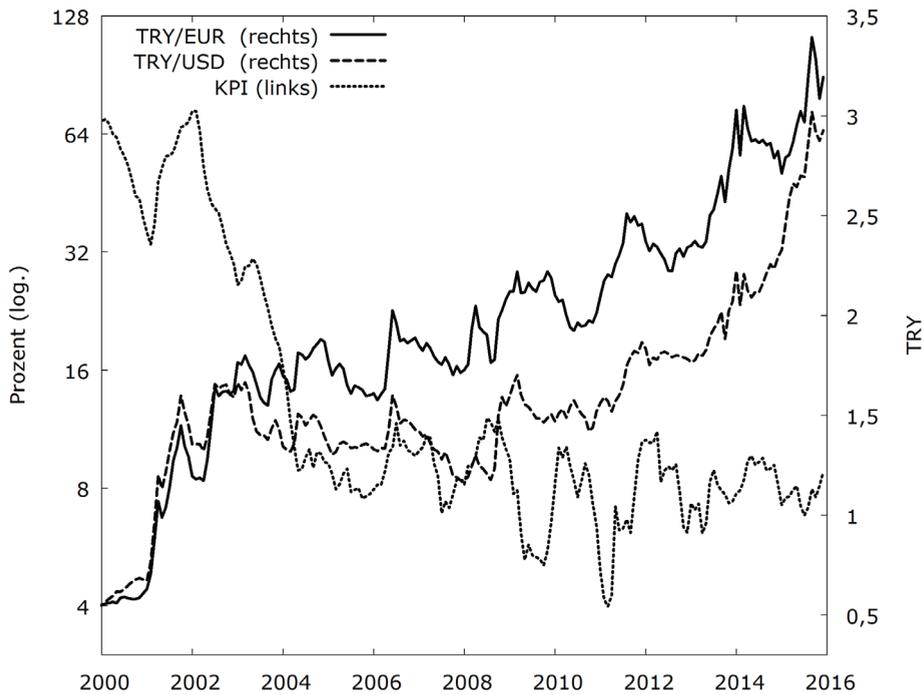


Abbildung 18: Wechselkurs- und Inflationsentwicklung in der Türkei (2000–2015),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Ein Blick auf die Korrelationskoeffizienten belegt diese Beobachtung (siehe Tabelle 10). Aus diesen Berechnungen geht hervor, dass seit dem Ende der hohen Inflationsrate eine schwankende aber positive Korrelation zwischen der Inflation und dem Wechselkurs der TRY mit dem USD und dem EUR existiert. Sinkt der Außenwert der türkischen Lira, steigt auch die Inflation. Mit Ausnahme der Periode von 2009 bis 2010, wo ein negativer Korrelationskoeffizient zwischen KPI und dem EUR und ein nur sehr minimaler positiver Korrelationskoeffizient mit dem USD festgestellt werden kann, existiert generell ein negativer Zusammenhang zwischen der Inflationsentwicklung in der Türkei und der Wechselkursentwicklung. Vor allem nach 2011 ist die Inflation deutlich näher an die Wechselkursentwicklung herangerückt, wie die gestiegenen Korrelationskoeffizienten belegen.

Tabelle 10: Korrelationskoeffizienten der Wechselkurse

Periode	KPI mit TRY/EUR	KPI mit TRY/USD	5% kritischer Wert (zweiseitig)
2004:01 – 2007:12	0,2949	0,3328	0,2845 für n = 48
2004:01 – 2008:12	0,3585	0,1872	0,2542 für n = 60
2009:01 – 2010:12	-0,5427	0,0803	0,4044 für n = 24
2009:01 – 2013:08	0,0819	0,3389	0,2632 für n = 56
2011:01 – 2013:08	0,3917	0,6460	0,3494 für n = 32

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Betrachten wir nun den Einfluss der internationalen Leitzinsen. Zwischen dem Leitzins der CBRT und der Zinspolitik der FED sowie der EZB lässt sich ein empirischer Zusammenhang zeigen. In Abbildung 19 ist die Entwicklung der drei Leitzinsen veranschaulicht. Die Zinsentwicklung der CBRT zeigt – wenn nicht das hohe Ausgangsniveau, sondern die Richtungstendenz betrachtet wird – insbesondere nach 2006 einen ähnlichen Verlauf wie den der EZB und der FED. Dies bestätigen auch die Korrelationskoeffizienten, die in Tabelle 11 zusammengefasst sind<sup>266</sup>.

Tabelle 11: Korrelationsmatrix der Leitzinsen

EZB	FED	CBRT	
1,0000	0,7756 (0,7893)	0,4792 (0,9464)	EZB
	1,0000	0,3447 (0,8682)	FED
		1,0000	CBRT

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: EZB, FED, CBRT

<sup>266</sup> Die Korrelationskoeffizienten für die Beobachtungen 2000:01–2013:08, 5 Prozent kritischer Wert (zweiseitig)=0,1533 für n=164. Die in den Klammern angeführten Korrelationskoeffizienten beziehen sich auf den Zeitraum (Januar) 2006 bis (August) 2013, mit 5 Prozent kritischer Wert (zweiseitig)=0,2050 für n=92.

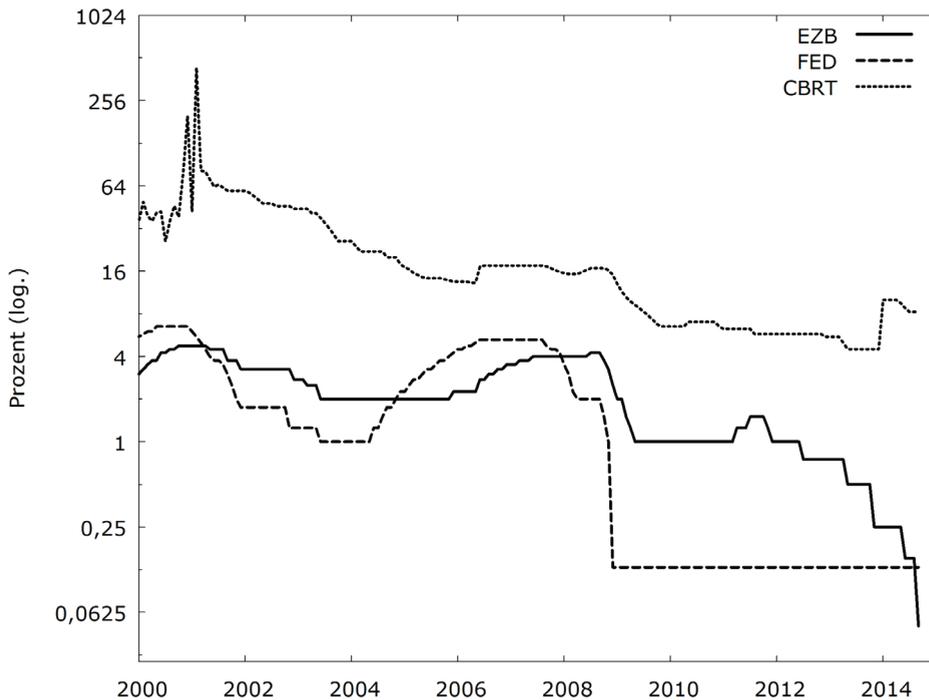


Abbildung 19: Leitzinsentwicklung (2000–2014 QIII),

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: EZB, FED, CBRT

Zwischen 2000 und August 2013 ging eine einprozentige Veränderung des EZB Leitzinses mit einer 0,4792 prozentigen Veränderung der CBRT Zinsen einher. Zwischen der FED und der CBRT hingegen betrug der Korrelationskoeffizient 0,3447. Eine noch höhere Korrelation mit einem Wert von 0,7756 existierte in diesem Zeitraum zwischen den zinspolitischen Entscheidungen der FED und der EZB. Nach 2006 steigt die Korrelation zwischen dem Leitzins der CBRT und der FED (0,8682) und in noch höherem Maße mit der EZB (0,9464). Die Entwicklung der Spanne (spread) zwischen den Leitzinsen bestätigt die Annäherung der Zinsen. In den Jahren 2000 und 2001 lagen die durchschnittlichen Spreads der Leitzinsen zwischen der CBRT und der EZB bei 51,63 bzw. 90,59 Prozent und zwischen der CBRT und der FED bei 49,45 bzw. 91,09 Prozent. Zwischen 2002 und 2007 lag der durchschnittliche Spread zwischen den jeweiligen Leitzinsen bei 23,03 Prozent (CBRT/EZB) und 22,80 Prozent (CBRT/FED). Zwischen 2008 und August 2013 hingegen sank der Spread auf durchschnittliche 6,71 bzw. 7,78

Prozent, wobei die Spreads mit der EZB und der FED zuletzt im August 2013 nur noch bei 4 bzw. 4,37 Prozent lagen (Quelle: EZB, FED, CBRT).

Daraus können wir schließen, dass die Niedrigzinspolitik der FED und der EZB nach der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 es der CBRT ermöglichten, ihren Leitzins zu senken. Diese Entwicklung erhöhte den Handlungsspielraum der CBRT. Auch in anderen Schwellenländern verzeichneten die Leitzinsen einen deutlichen Rückgang ab Ende 2008. Ein Vergleich der Türkei mit der Entwicklung in anderen Schwellenländern, die ein Zielinflationsregime verfolgen, belegt eine Annäherung der internationalen Leitzinsen (vgl. CBRT 2011c: 33). Eine Besonderheit zeigt sich darin, dass sich der türkische Leitzins in dieser Periode fast parallel zum Leitzins der EZB entwickelt hat. Auf die zwischenzeitliche Leitzinsanhebung der EZB 2011 reagierte die CBRT zwar ähnlich wie die FED mit unveränderten Leitzinsen, jedoch mit einer Verschiebung des Zinskorridors (wie zuvor gezeigt wurde). Hingegen weitete die CBRT im Juli und August 2013 erneut den Zinskorridor nach oben aus, ohne dass dem eine Änderung der Leitzinsen der FED oder der EZB vorausgegangen wäre. Dies wiederum deutet darauf hin, dass noch weitere Faktoren eine Rolle bei der Zinsentscheidung gespielt haben. Nachdem wir nun auf makroökonomische Indikatoren und auf internationale Einflussfaktoren der Zinspolitik eingegangen sind, soll im letzten Abschnitt das Verhältnis zwischen Regierung und Zinspolitik erörtert werden.

## 6.5 Der politische Einfluss auf die Zinspolitik

„Auch wir werden diese [Realzinsen] senken. Sie werden sinken, sie müssen gesenkt werden.“ (Tayyip Erdoğan 2011)

Die bisherigen Überlegungen galten dem Nachweis, dass die Zinspolitik nicht ausschließlich dem Ziel der Preisstabilität untergeordnet war. In diesem Abschnitt soll der politische Einfluss auf die Zinspolitik skizziert und erörtert werden. Zugleich wird auch der geldpolitische Standpunkt der AKP-Regierung verdeutlicht, der sich nach der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise änderte. Die Ausgangshypothese lautet, dass die Aussagen führender Regierungsmitglieder Rückschlüsse auf die faktische Unabhängigkeit der CBRT und den geldpolitischen Kurs erlauben.

Wie wir in den vorherigen Ausführungen gezeigt haben, sind die Inflationswerte und die Nominalzinsen in der Türkei in der Zeit nach der Krise von 2001 deutlich gesunken. Die Realzinsen blieben jedoch im internationalen Vergleich bis 2007 weiterhin hoch. Diese Hochzinspolitik begünstigte Kapitalzuflüsse in die Türkei und eine Aufwertung der türkischen Währung. Dieser geldpolitische Kurs war jedoch nicht unumstritten. Die politischen Reaktionen auf die Zinsentscheidungen der CBRT haben sich in den vergangenen Jahren deutlich verändert und eine Kontroverse ausgelöst. Beispielsweise stieß die Zinserhöhung von 2006 zunächst auf relativ wenig Kritik von Seiten der Politik. Zu diesem Zeitpunkt gab es fast keine Stimmen, die die Unabhängigkeit der Zentralbank offen kritisierten oder zur Disposition stellten. Im Gegenteil, die Zinsanhebung wurde sowohl von inländischen als auch von ausländischen Wirtschaftsakteuren als Bestätigung der Zentralbankunabhängigkeit gewertet.<sup>267</sup> Einer der wenigen, die offen Kritik an dem Vorgehen der Zentralbank ausübten, war der damalige Vorstandsvorsitzende der Industriekammer von Ankara, Zafer Çağlayan, der die Senkung des Inflationsziels von 8 auf 5 Prozent für 2006 als übertrieben ambitioniert und verfrüht ansah und die Reaktionen der CBRT als verspätet kritisierte.<sup>268</sup> Dieses auf den ersten Blick relativ harmonische Bild änderte sich jedoch drastisch in der Folgeperiode und nach der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08.

Der Konjunkturunbruch von 2008 entfachte eine scharfe Kontroverse über zu hohe Zinssätze. Kritiker monierten ein zögerliches und verspätetes Reaktionsverhalten der Zentralbank in der Zinspolitik. In diesen Disput mischten sich auch zunehmend Regierungskreise ein, wodurch die politische Dimension und der Machtkampf zwischen der Politik und der Zentralbank sichtbar wurde. Als populäre Kritikerstimme trat erneut der inzwischen zum Wirtschafts- und Handelsminister ernannte Zafer Çağlayan hervor, der sich durch seine Kritik an der Geldpolitik der CBRT profiliert hatte.<sup>269</sup> Der Minister kritisierte im März

---

<sup>267</sup> Zu diesem Ergebnis kommt ein Bericht der Forschungsabteilung der Handelskammer von Izmir, der die nationalen und internationalen Reaktionen auf die Zinserhöhung zusammenfasst (vgl. [http://www.izto.org.tr/portals/0/iztogenel/dokumanlar/5\\_yil\\_aradan\\_sonra\\_yine\\_faiz\\_artirimi\\_b\\_budanur\\_26.04.2012%2022-18-51.pdf](http://www.izto.org.tr/portals/0/iztogenel/dokumanlar/5_yil_aradan_sonra_yine_faiz_artirimi_b_budanur_26.04.2012%2022-18-51.pdf), aufgerufen am 31.3.2015).

<sup>268</sup> Vgl. [http://www.aso.org.tr/kurumsal/index.php?sayfa\\_no=154](http://www.aso.org.tr/kurumsal/index.php?sayfa_no=154), aufgerufen am 31.3.2015.

<sup>269</sup> Çağlayan hatte bereits vor Amtsantritt in der Öffentlichkeit immer wieder hohe Leitzinsen und eine aufgewertete Währung angeprangert. Er gilt als traditioneller Fürsprecher der türkischen Exportindustrie und Kritiker der billigen Importe. In zahlreichen Reden und Interviews kritisierte er insbesondere den Import von Zwischenkomponenten, die in der Binnenproduktion zum Einsatz kommen. Sein Plädoyer enthält Elemente der Importsubstitutionsstrategie wie beispielsweise die Forderung, importierte Zwischenkomponenten

2009 öffentlich die Zentralbank dafür, die Zinsen nicht vorher gesenkt zu haben, um der starken Aufwertung der TRY entgegenzusteuern. Çağlayan sah eine Mitverantwortung der Geldpolitik für den Konjunkturerinbruch und die sinkende Kapazitätsauslastung gegeben, die anhand der steigenden negativen Produktionslücke sichtbar wurde. Trotz der negativen ökonomischen Aussichten und zunehmenden Kritik an den niedrigen Zielwerten hielt die CBRT bis Ende 2008 grundlegend an ihrer Politik fest. Die Zentralbank beharrte auf ihrer institutionellen Unabhängigkeit und verteidigte diesen Kurs mit der Begründung, ihre Glaubwürdigkeit und Stabilitätsorientierung bewahren zu wollen. Es wurde argumentiert, dass eine übereilte Änderung der Zielwerte dem internationalen Ansehen und der Unabhängigkeit der Bank geschadet hätten (vgl. CBRT 2006: 35 f.).<sup>270</sup>

Diese Kontroverse bekam jedoch Auftrieb, nachdem der damalige türkische Ministerpräsident Tayyip Erdoğan begann, sich direkt und offen in der Sache zu Wort zu melden. Auf der Eröffnungsrede einer Konferenz des türkischen Textilindustrieverbandes Anfang Mai 2011 in Istanbul bekräftigte Erdoğan, dass die Inflation nur gesenkt werden könne, wenn auch die Zinsen sinken. Er widersprach damit der monetaristischen Auffassung, dass die Inflation durch Zinssteigerungen bekämpft werden sollte und kritisierte die hohen Zinsen mit offenen Worten:

„Auch wir werden diese [Realzinsen] senken. Sie werden sinken, sie müssen gesenkt werden. Ich habe keine Befugnis, in die Zentralbank einzugreifen. Aber die Zentralbank ist nicht auf dem Feld, ich schon. Vor dem Volk stehe ich. Wenn die Zinsen jemand schaden, dann geht dieser nicht zu den Verantwortlichen der Zentralbank, sondern findet mich. Beschimpft werde ich, nicht sie [Zentralbank]. Ich teile lediglich meine Gedanken mit euch. In der Geschäftswelt seid ihr diejenigen, die für Kredite zu den Banken gehen. Zur Zeit der globalen Finanzkrise haben wir alle gesehen, wie ihr unter der Kreditklemme gelitten habt.“ [Eigene Übersetzung]<sup>271</sup>

---

durch türkische Produkte zu ersetzen. (Fernsehinterview zitiert in Sabah vom 10.3.2009). Um die Binnennachfrage zu erhöhen, forderte der Minister eine Zinssenkung und eine Abkehr vom Ziel des Primärbudgetüberschusses und der Maastrichter EU-Fiskalpolitik, die mit dem globalen Konjunkturerinbruch legitimierbar sei.

<sup>270</sup> Die Effektivität der institutionellen Informations- und Legitimierungspolitik ist zweifelhaft. Auch Befürworter einer unabhängigen Zentralbank postulieren, dass flache Zinskurven vielmehr zur Glaubwürdigkeit und Vertrauen einer Zentralbank beitragen würden als institutionelle Bestimmungen (vgl. BSB 2008: 111). Die hohen Zinsraten in der Türkei und das Zögern diese zu senken, erwecken den Eindruck, dass die CBRT eine sogenannte Zinsratenglättung im Auge hatte.

<sup>271</sup> Das Originalzitat stammt aus dem Online-Nachrichtenportal t24 (vgl. <http://t24.com.tr/haber/erdogan-reel-faiz-dusecek-dusmeli-istanbul-aa/143247>, aufgerufen am 25.10.2013).

Erdoğan moniert in diesem Zusammenhang die hohen Realzinsen in der Türkei (7 bis 9 Prozent), die im internationalen Vergleich mit den USA, Japan (0,25 Prozent) und Israel (2 bis 3 Prozent) deutlich höher lagen. Bei weiteren Anlässen forderte Erdoğan offen eine Null-Realzinspolitik, um die Wirtschaft anzukurbeln.<sup>272</sup> Diese Stellungnahmen sind ein deutlicher Hinweis darauf, dass die Regierung die Geldpolitik nicht einfach der Zentralbank überlassen will, sondern politischen Druck ausübt. Der Selbstverweis des Ministerpräsidenten, dass er über keine direkten Befugnisse verfüge, der Zentralbank Anweisungen zu geben, bedeutet nicht, dass es keine anderen Einflusskanäle gibt, über die eine *politische Koordination* stattfindet. Und so verwundert es nicht, dass der Ministerpräsident Erdoğan nur einen Tag später den Zentralbankgouverneur Başçı empfing, der den Posten zu dieser Zeit neu übernommen hatte. Auf der anschließenden Pressekonferenz kündigte Başçı monatliche Konsultationsgespräche mit dem Ministerpräsidenten an, um Antiinflationsmaßnahmen mit der Regierung zu koordinieren.<sup>273</sup>

Das angespannte Verhältnis zwischen Regierungsvertretern und der Zentralbank trat nach dem Konjunkturinbruch 2012 erneut zum Vorschein. Das Wirtschaftswachstum sank nach Angaben des türkischen Statistikamts von 8,8 im Jahr 2011 auf 2,2 Prozent. In diesem Zeitraum ließ das Komitee für Geldpolitik den Leitzins (den einwöchigen Repo-Zinssatz) in 11 aufeinanderfolgenden Sitzungen unverändert bei 5,75 Prozent. Und wieder war es der türkische Wirtschaftsminister, der im Oktober 2012 auf mehreren öffentlichen Veranstaltungen diese Zinspolitik kritisierte und ein Absenken der Zinsen forderte. Angesichts des Konjunkturinbruchs bezeichnete Çağlayan die hohen Zinsen als Wachstumsbremse für die türkische Wirtschaft.<sup>274</sup> Ende 2012 lenkte die CBRT

---

<sup>272</sup> Vgl. hierzu einen Kommentar des ehemaligen Zentralbankgouverneurs Durmuş Yılmaz (<http://www.bloomberght.com/haberler/haber/876102-durmus-yilmazdan-sifir-reel-faiz-degerlendirmesi>, aufgerufen am 2.4.2014).

<sup>273</sup> Auf Nachfragen von Journalisten zu den Zinsäußerungen des Ministerpräsidenten antwortete Başçı, dass ein Realzins von Null ein Ideal des Ministerpräsidenten sei, dieses Thema jedoch im Gespräch nicht spezifisch behandelt wurde und er zu diesem Thema nichts weiteres sagen könne. Auf Nachfragen, ob ein Realzins von Null realisierbar sei, wird Başçı zitiert, dass dies eine technische Frage sei, die man nicht spontan beantworten könne (vgl. <http://www.taraf.com.tr/haber/basci-sifir-faiz-basbakanimizin-ideali.htm>; <http://arsiv.gercekgundem.com/?p=369537>, aufgerufen am 31.10.2013).

<sup>274</sup> Vgl. <http://www.posta.com.tr/ekonomi/haberdetay/caglayan--merkez-bankasi-faizi-indirmelidir.htm?articleid=143536>, aufgerufen am 24.4.2013.

schließlich ein und senkte in ihrer letzten Jahressitzung am 18. Dezember 2012 den Leitzins von 5,75 auf 5,5 Prozent (vgl. CBRT 2012a: PR Nr. 2012-57).

Wie wir vorher gezeigt haben, reduzierte die CBRT in den Folgemonaten des ersten Quartals 2013 schrittweise den Zinskorridor, ließ jedoch den Leitzins unverändert bei 5,5 Prozent.<sup>275</sup> Am 8. April 2013 behauptete Wirtschaftsminister Çağlayan in einem Fernsehinterview, dass die CBRT den Zinskorridor nach der Kritik der Regierung gesenkt hätte.<sup>276</sup> Çağlayan hob in dem Interview weiter hervor, dass ökonomisches Wachstum vom politischen Willen abhängt und ein koordiniertes Vorgehen voraussetzt. Er forderte eine Synchronisierung bzw. Abstimmung der wirtschaftspolitischen Maßnahmen. Für die Geldpolitik bedeute dies, dass die Zentralbank mit niedrigen Zinsen ihren Beitrag zum Wachstumskurs der Regierung leisten müsse. Çağlayan vermeidet es in dem oben erwähnten Interview, die institutionelle Stellung der Zentralbank direkt anzusprechen. Aus seinen Ausführungen wird jedoch deutlich, dass seine Kritik indirekt auf die Unabhängigkeit der CBRT zielt. Zudem versuchte der Minister die Bedeutung und Tragweite seiner Kritik zu bekräftigen, indem er mehrfach betonte, dass der Ministerpräsident Erdoğan seinen Standpunkt unterstütze. Dieser hatte zuvor auf der Neueröffnung der Istanbuler Börse am 5. April 2013 die Zinsen erneut als zu hoch angeprangert und eine Senkung nahegelegt.

Die geldpolitische Kontroverse zog jedoch nicht einfach eine Linie zwischen Regierung und Zentralbank. Eine Replik des Staatsministers und des stellvertretenden Ministerpräsidenten Ali Babacan auf Äußerungen des Wirtschaftsministers offenbarte, wie umkämpft dieses Thema auch innerhalb der Regierung

---

<sup>275</sup> Am 22. Januar 2013 wurde der Sollzinssatz von 5 auf 4,75 (borrowing) und die Obergrenze des Zinssatzes von 9 auf 8,75 Prozent (lending) gesenkt (Press Release, Nr. 2013-01). Am 19. Februar 2013 folgte eine weitere Senkung des Sollzinssatzes von 4,75 auf 4,5 und des Zinssatzes von 8,75 auf 8,5 Prozent (Press Release, Nr. 2013-07). Auf der Sitzung vom 26. März 2013 wurde der Sollzinssatz nicht geändert, die CBRT senkte aber die Obergrenze weiter von 8,5 auf 7,5 (vgl. Press Release, Nr. 2013-11).

<sup>276</sup> In dem Interview kritisiert er jedoch weiterhin die hohen Leitzinsen und warf der CBRT eine *reaktive* Geldpolitik vor. Çağlayan führt aus, dass er die hohen Leitzinsen als Hindernis für Investitionen und für die Modernisierung der türkischen Wirtschaft ansieht. Insbesondere kleine und mittelständische Unternehmen, die für den Wachstumskurs der Türkei eine bedeutende Rolle spielten, würden durch die hohen Kreditzinsen gehemmt, in neue Technologien zu investieren und ihre Produktionsstrukturen zu modernisieren. Deshalb sprach sich der Minister für eine *proaktive* Geldpolitik aus, die mit niedrigen Zinsen die Investitionsfähigkeit der Unternehmen fördern soll (vgl. <http://www.cnbc.com/cnbc-e-tv/video/zafer-caglayan-ozel-roportaj>, aufgerufen am 24.4.2013).

ist. Babacan unterstrich auf einer Tagung Anfang März 2013, dass die Unabhängigkeit der CBRT gewahrt werden müsse.<sup>277</sup>

Knapp eine Woche nach dem Çağlayan Interview senkte die CBRT am 16. April 2013 jedoch den Leitzins von 5,5 auf 5 Prozent (vgl. CBRT 2013b: MPC PR Nr. 2013-16). Kommentatoren stuften die makroökonomische Erklärung für diesen Zinsschritt als nicht eindeutig ein (vgl. Özatay, Radikal vom 16.4.2013). Dies lässt vermuten, dass weitere Faktoren bei der Entscheidung eine Rolle gespielt haben. Sicherlich ist dieses Beispiel nur ein Indiz für den politischen Einfluss auf die Zentralbank. Die zeitliche Nähe der Kritik und der Zinsschritte deuten jedoch darauf hin, dass politischer Druck auf die Entscheidungen der CBRT durchaus wirksam sein kann. Das Wirtschaftsressort der Tageszeitung Milliyet kommentierte die Zinssenkung damit, dass die CBRT das *Signal verstanden* habe (vgl. Milliyet vom 17.4.2013). Dieser Fall ist aber auch deshalb interessant, weil sich auch die türkische Zentralbank in die Debatte einschaltete und ihren Standpunkt zu verteidigen versuchte. So veröffentlichte die CBRT Anfang 2013 die bereits erwähnte Broschüre mit dem Titel „Zentralbankunabhängigkeit“ (CBRT 2012c). In der Broschüre wird die Bedeutung und Relevanz der Unabhängigkeit unterstrichen und auf theoretische Argumente eingegangen, die im zweiten Kapitel erörtert wurden. In der türkischen und internationalen Presse wurde dieser Schritt als defensive Antwort auf die zunehmende Kritik an der ZBU gewertet.<sup>278</sup>

An dieser Stelle wollen wir den Aspekt der *blaming* Strategie für den vorliegenden Fall erörtern. Wie zuvor im zweiten Kapitel diskutiert wurde, stellt die ZBU eine politökonomische Strategie dar, mit der eine Regierung die geldpolitische Verantwortung formell an eine unabhängige Behörde übergibt. In den kritischen politökonomischen Debatten wird diese Delegation jedoch bezweifelt. Die Beispiele haben gezeigt, dass der türkische Ministerpräsident in den vergangenen vier bis fünf Jahren auf zahlreichen Veranstaltungen Kritik an den zu dieser Zeit bestehenden hohen Zinsen geäußert hat. Diese Stellungnahmen waren eine

---

<sup>277</sup> Vgl. <http://ekonomi.haber7.com/ekonomi/haber/997493-babacan-merkez-bankasi-bagimsiz-kalacak>, aufgerufen am 28.4.2013.

<sup>278</sup> Vgl. Turkish Daily News vom 12.2.2013, <http://www.hurriyetdailynews.com/central-bank-tries-to-defend-independency.aspx?pageID=238&nid=40902>, aufgerufen am 14.05.2013. Auch die internationale Nachrichtenagentur Reuters widmete diesem Thema einen Artikel, <http://www.reuters.com/article/2013/02/13/turkey-economy-growth-idUSL5N0B-D1UR20130213>, aufgerufen am 14.5.2013.

Reaktion auf die Kritik an den geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbank, die insbesondere von den politisch der AKP nahestehenden Interessen- und Industrieverbänden vorgebracht wurden. In Erdoğan's Reden tritt jedoch ein Aspekt hervor, der auf die Besonderheit der für die Türkei gegebenen Situation hinweist und die apologetische Haltung relativiert, die in der Literatur mit dem *blaming* Argument adressiert wird. Ministerpräsident Erdoğan hat zwar immer wieder beteuert, dass er nicht direkt für die Zinspolitik der Zentralbank verantwortlich ist, dennoch hat er die politische Verantwortung für die Geldpolitik nicht vollkommen von sich gewiesen. Wie etwa aus der bereits erwähnten Rede vom Mai 2011 herausgelesen werden kann, belässt Erdoğan es beim Thema Geldpolitik nicht einfach damit, die Unabhängigkeit der Zentralbank zu erwähnen, sondern verspricht mit starken Worten eine Senkung der Zinsen. Dass dies keine bloße Rhetorik war und Wirkung hatte, legte der Umstand nahe, dass die Zinsen in Folge auch tatsächlich gesenkt und niedrig gehalten wurden, obwohl die CBRT die Inflationsziele deutlich verfehlte.

Der Druck der Regierung auf die Zentralbank lässt sich noch anhand weiterer Beispiele belegen. Nachdem die CBRT die Zinsen bis Mitte 2013 weiter gesenkt hatte, hielt sie den Leitzins konstant, obwohl in der zweiten Hälfte 2013 eine Kapitalflucht einsetzte und der Kurs der TRY zu sinken begann. Als deutlichstes Zeichen des politischen Eingriffs in die Geldpolitik kann die Entscheidung des MPC am 21. Januar 2014 herangezogen werden, die Leitzinsen weiterhin konstant zu halten, obwohl der Kursverlust weiter anhielt. Bis zu diesem Zeitpunkt hatte die TRY seit Anfang 2013 bis zu 30 Prozent an Außenwert verloren.<sup>279</sup> Auch diese Zinsentscheidung vom 21. Januar 2014 muss teilweise mit dem grundsätzlichen Versprechen der Regierung in Verbindung gesehen werden, die Zinsen niedrig zu halten. Die Regierung wollte damit vor den anstehenden Regionalwahlen 2014 zeigen, dass sie ihr Versprechen hält. Gleichzeitig wollte sie aufgrund der hohen Kreditverschuldung im Immobiliensektor ihr Wählerklientel

---

<sup>279</sup> Hinzu kommt, dass die politische Lage sich sehr angespannt hatte und sich die ersten Zeichen einer Staatskrise einstellten. Der *Gezi* Aufstand im Sommer 2013, der zunächst gegen die Privatisierung des öffentlichen städtischen Raumes und anschließend gegen das repressive Vorgehen der Regierung gegenüber den landesweiten Demonstrationen gerichtet war, sowie die Korruptionsvorwürfe, die im Dezember 2013 zum Rücktritt mehrerer Minister geführt hatten, darunter auch der Wirtschaftsminister Zafer Çağlayan, haben zu einem Vertrauensverlust der Regierung geführt.

vor höheren Kreditkosten schützen.<sup>280</sup> Premierminister Erdoğan hat nach der Zinsentscheidung am 21. Januar 2014 bei mehreren Anlässen versucht der CBRT *den Rücken* zu stärken. Einer dieser Anlässe war eine Pressekonferenz in Brüssel Ende 2014, als die türkische Delegation Verhandlungsgespräche mit der EU geführt hat. Auf die Frage, ob seine Regierung Druck auf die CBRT ausübe, antwortete der Ministerpräsident wie folgt:

„Die Zentralbank ist weder an mich noch an einen Minister gebunden. Mein Tätigkeitsbereich ist die Ökonomie. Gleichzeitig bin ich der Ministerpräsident der Türkischen Republik. Ich sehe die heutige Entscheidung der Zentralbank als richtige Entscheidung. Aus diesem Grund möchte ich sie hierzu besonders beglückwünschen.“ [Eigene Übersetzung]<sup>281</sup>

In dem Interview zeigt sich, dass Erdoğan Fragen nach der Ausübung politischen Drucks auf die Zentralbank nicht direkt widerspricht. Vielmehr unterstreicht dieses Beispiel, dass der Ministerpräsident die Verantwortung der Geldpolitik bei sich sieht. In diesem Sinne können die politischen Aussagen als deutliches Zeichen einer grundsätzlichen Initiativbereitschaft der Regierung in der Geldpolitik interpretiert werden. Das *blaming* Argument scheint hier also nicht vollkommen zu greifen. Ganz im Gegenteil, Erdoğan sieht sich hier offensichtlich in der politischen (und persönlichen) Verantwortung für den geldpolitischen Kurs. Welchen Stellenwert hat dann die Referenz auf die ZBU? Es besteht ein starker Anlass zu der Vermutung, dass eine offene Missachtung der ZBU internationale Reaktionen bei den Gläubigern hervorrufen und Kapitalabflüsse auslösen würde. Die Äußerungen des Ministerpräsidenten offenbaren jedoch, was dieser von der ZBU hält, wenn die Zentralbankführung nicht das tut, was die Regierung für richtig hält.

---

<sup>280</sup> Flächendeckende Immobilieninvestitionen, die von der staatlichen Wohnungsbaubehörde TOKI (Toplu Konut İdaresi Başkanlığı) durchgeführt wurden, und erleichterte Immobilienkredite waren Teil der Regierungsstrategie, bestehende und neue Wählergruppen zu gewinnen und an sich zu binden. Die im englischen als *Housing Development Administration of Turkey* bezeichnete Behörde erfüllt eine zentrale Rolle in der Hegemonie der AKP. Mit dem Motto *Building Turkey of the Future* führt die TOKI zahlreiche städtische Erneuerungen und Umstrukturierung in den alten Stadtzentren durch. Gleichzeitig werden neue urbane Siedlungen am Rande der Städte in ganz Anatolien aufgebaut. Die zahlreichen Erdbeben in der nahen Vergangenheit der Türkei dienten der Regierung als Anlass, große Immobilieninvestitionen anzustoßen. Besonders der AKP nahestehende Schichten bekamen bisher privilegierten Zugang zu diesen neuen Siedlungen, zumeist unter günstigen Konditionen. Aus diesem Grund ist die TOKI Teil eines klientelistischen Staatsapparats, der Wählerstimmen gewinnen und deren Erhalt sicherstellen soll.

<sup>281</sup> Vgl. <http://m.haberturk.com/para/haber/914579-hukumet-atesi-boyle-sondurecek>, aufgerufen am 8.2.2014.

Allerdings stößt dieser politische Einfluss auch auf äußere Grenzen. Die Zinssenkungen in der Türkei wurden zu einem Zeitpunkt durchgeführt, als die Zinsen weltweit aufgrund der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise und der expansionistischen Geldpolitik der FED rückläufig waren. Die Initiative der Regierung, für eine Zinssenkung zu werben, und ihr Einfluss kann also nicht unabhängig von den globalen geldpolitischen Konjunkturen erklärt werden. Diese Feststellung wird durch die Ereignisse Anfang 2014 bestätigt. Als Ende Januar 2014 der Druck der Währungsmärkte anstieg und der Kursverlust der TRY nicht zu stoppen war, ging die CBRT schlussendlich zu einem radikalen Zinsschritt über und erhöhte die Leitzinsen in einer außerordentlichen Ratssitzung von 4,5 auf 10 Prozent.<sup>282</sup> Dem war ein vergeblicher Versuch der Zentralbank vorausgegangen, den Druck auf die Währung durch direkte Devisenkäufe in Höhe von 3 Mrd. USD zu senken.<sup>283</sup> Auch die Regierung hatte zuvor versucht den Kursabsturz zu stoppen. So unternahmen die beiden für ökonomische Fragen zuständigen Minister, Mehmet Şimşek und Ali Babacan, im Januar mehrere Initiativen auf der internationalen Wirtschafts- und Finanzbühne, um das Vertrauen der Kapitalmärkte zu gewinnen.<sup>284</sup> Diese Initiativen haben aber nicht ausgereicht, um den Kursverfall zu stoppen, wie die Entwicklung gezeigt hat.

Der Nachhall des spektakulären Zinseingriffs der CBRT konnte unterschiedlicher nicht sein. Auf der Seite der Befürworter standen großen Kapitalfraktionen. Der größte türkische Unternehmerverband TÜSIAD begrüßte ausdrücklich den Zinsschritt als vertrauensbildende Maßnahme. Der IWF kommentierte den Zinsschritt als richtige, aber längst hinfällige Maßnahme, um internationales Investorenvertrauen wiederherzustellen.<sup>285</sup> Ebenso hatten zahlreiche türkische

<sup>282</sup> Der neue Wirtschaftsminister Nihat Zeybekçi versicherte der Presse, dass die Zinserhöhung eine vorübergehende Maßnahme sei (vgl. <http://www.aa.com.tr/tr/manset/282614--hic-kimse-faiz-artisinin-ekonomiye-faydali-olacagini-beklemiyor>, aufgerufen am 3.2.2014).

<sup>283</sup> Vgl. [http://www.bbc.co.uk/turkce/ekonomi/2014/01/140129\\_faiz\\_analiz.shtml](http://www.bbc.co.uk/turkce/ekonomi/2014/01/140129_faiz_analiz.shtml), aufgerufen am 8.2.2014.

<sup>284</sup> Der Finanzminister Şimşek hatte Anfang 2014 Gespräche mit institutionellen Investoren in London und New York geführt. Zudem konferierte er mehrfach per Telekonferenz mit hundert Investoren und versicherte, dass die politische Lage stabil sei. Er warb um weiteres Vertrauen der internationalen Kapitalgeber. Der stellvertretende Ministerpräsident und Staatsminister Babacan konferierte mit internationalen Investoren und warb auf dem Weltwirtschaftsforum Ende Januar in Davos ebenfalls um deren Vertrauen (vgl. <http://www.aa.com.tr/tr/haberler/270909--300-yatirimciya-son-gelismeleri-anlattik>; <http://www.mehmetismsek.org/index.php/tr/etkinlikler/yurtici/84>, aufgerufen am 7.2.2014)

<sup>285</sup> Die TÜSIAT hatte auch 2006 die Zinsanhebung offen verteidigt (vgl. [http://www.tusiad.org/\\_rsc/shared/file/basin-bulteni-2006-45.pdf](http://www.tusiad.org/_rsc/shared/file/basin-bulteni-2006-45.pdf), aufgerufen am 3.2.2014).

Ökonomen im Vorfeld die Entscheidung der CBRT vom 22. Januar, die Zinsen unverändert zu lassen, als falsches Signal an die Geldmärkte gewertet und auf eine Zinserhöhung gedrängt, um den Kursverfall der TRY zu stoppen.<sup>286</sup>

Kritik an der Zinserhöhung hingegen kam aus den Reihen der kleinen und mittleren Kapitalgruppen. Die Interessenvertreter kritisierten die Zinserhöhung der CBRT als wachstumshemmende Maßnahme. Der AKP nahestehende Unternehmerverband MÜSIAD verurteilte die Zinserhöhung scharf und forderte von der Regierung Sondermaßnahmen, um die negativen Auswirkungen auf die kleinen und mittelständischen Unternehmen zu stoppen.<sup>287</sup> Unterschiedliche Stimmen kamen auch von Regierungsvertretern. Während der Premierminister erneut unterstrich, dass er gegen Zinserhöhungen ist, sprach sich der Finanzminister Şimşek zurückhaltender aus und verkündete, dass das Vertrauen der Investoren aus dem In- und Ausland wiederhergestellt sei. Dabei wies der Finanzminister auch auf die internationale Dimension der Zinsentscheidung hin. Şimşek wertet den gestiegenen Druck auf die Schwellenländer als Folge der Entscheidung der FED, die expansionistische Geldpolitik langsam zurückzufahren.<sup>288</sup> Mit einer vergleichbaren Situation waren zum Zeitpunkt dieser Ereignisse auch Argentinien und Südafrika konfrontiert (vgl. FAZ vom 24.1.2014).

Bereits wenige Tage nach dem drastischen Zinsschritt wurde in regierungskritischen Medien spekuliert, dass die Zentralbankführung sich zuerst an den stellvertretenden Ministerpräsidenten Ali Babacan gewendet habe, um Unterstützung für den Zinsschritt zu bekommen. Anschließend habe die Zentralbankführung gemeinsam mit Babacan Premierminister Erdoğan dazu überreden können, dem Zinsschritt zuzustimmen. Ausschlaggebend sei die Warnung der CBRT vor einer ähnlichen Entwicklung wie im Februar 2001 gewesen.<sup>289</sup> Falls diese Berichte zustimmen sollten, würden sie belegen, dass der Zinsschritt

---

<sup>286</sup> Vgl. hierzu den Kommentar des Ökonomen Mahfi Eğinmez (<http://www.mahfieginmez.com/2014/01/merkez-bankas-ne-yapt.html>, aufgerufen am 8.2.2014).

<sup>287</sup> Vgl. <http://www.musiad.org.tr/tr-tr/haberler/baskan-haber/musiadtan-faiz-aciklamasi>, aufgerufen am 8.2.2014. Für eine ausführliche Analyse der Rolle und des Einflusses islamischer Kapitalgruppen siehe Balkan et al. (2015).

<sup>288</sup> Vgl. <http://www.aa.com.tr/tr/manset/280398--yatirimci-kaygilari-giderildi>, aufgerufen am 29.1.2014.

<sup>289</sup> Vgl. <http://www.samanyoluhaber.com/ekonomi/Fatura-Merkez-Bankasina-cikti-yasa-degisikligi-geliyor/1040259/>, aufgerufen am 3.2.2014.

keine alleinige Entscheidung der Zentralbank war, von der die Regierung nichts wusste, sondern von ihr (wider Willen) abgesegnet wurde.<sup>290</sup>

Die Auswirkungen der Zinsentscheidung und die politischen Folgen können zum jetzigen Zeitpunkt nicht vorhergesehen werden. Die Kontroverse setzt sich jedoch fort und es gibt Hinweise, dass die AKP-Regierung weitere Schritte unternehmen könnte, um in die Entwicklung des Wechselkurses und des Zinssatzes einzugreifen. Anhaltspunkte liefern jedenfalls erneut die jüngsten Reaktionen des Ministerpräsidenten. Wie in vorherigen Reden auch, weist Erdoğan zunächst Vorwürfe zurück, dass die Regierung Druck auf die Zentralbank ausübt. Als Beleg für die Unabhängigkeit der Zentralbank sieht er seine Opposition gegen höhere Zinsen. Die entscheidenden Zeilen, in der am 30.1.2014 berichteten Erklärung, sind jedoch diejenigen, in denen Erdoğan darauf hinweist, dass es seine Aufgabe sei, optimistisch zu sein und eine gewisse Zeit die hohen Zinsen zu erdulden. Falls die Entwicklung jedoch nicht in die gewünschte Richtung gehen würde, denke die Regierung über einen Plan B und C nach.<sup>291</sup> Dem sind bisher zwar noch keine konkreten Taten gefolgt, die Kontroverse setzt sich jedoch bis heute fort. Abschließen wollen wir diesen Punkt mit Auszügen aus einer Rede des ehemaligen Zentralbankgouverneurs und derzeitigen Chefberaters des Staatspräsidenten, Durmuş Yılmaz, die auf einer Tagung des Verbandes internationaler Unternehmen am 18. September 2013 in Ankara gehalten wurde:

„Zentralbanken haben die Unabhängigkeit nicht gewalttätig an sich gerissen, sondern sie wurde ihnen von Politikern übertragen. Allerdings darf die Zentralbankführung mit dieser Unabhängigkeit kein mobbing betreiben. Schlussendlich führen die Politiker ein Land, und sie sind es, die dem Volk Rechenschaft ablegen müssen. Aus diesem Grund muss die letzte Entscheidung bei der Regierung liegen. Die Aufgabe der Zentralbank hingegen muss es sein, die Regierung von den langfristigen geldpolitischen Konsequenzen zu überzeugen. (...) Tut sie das nicht, kann das Parlament ihr die Unabhängigkeit auch wieder entziehen. (...) Zentralbanken

---

<sup>290</sup> Zudem wurde in einigen regierungskritischen Medien spekuliert, dass die Regierungspartei AKP eine neue Gesetzesinitiative vorbereite, die eine Reform des Statuts der Zentralbank vorsehe. Demnach sollte Wachstum als Ziel in das Statut der Zentralbank aufgenommen werden. Finanzminister Şimşek wies kurz darauf in einem Interview an die Nachrichtenagentur Anadolu Berichte zurück, wonach eine derartige Reform der Zentralbank oder gar Kapitalverkehrskontrollen in Vorbereitung seien. Konkrete Belege für eine derartige Vorbereitung wurden zum Zeitpunkt der Veröffentlichung nicht bekannt (vgl. <http://www.aa.com.tr/tr/ekonomi/281728--mb-kanunununda-degisiklik-gundemde-degil>, aufgerufen am 3.2.2014).

<sup>291</sup> Vgl. <http://www.samanyoluhaber.com/ekonomi/Erdogandan-faiz-artisi-aciklamasi/1040181/>, aufgerufen am 3.2.2014.

sind nicht gegen den Willen der Regierung unabhängig. (...) Unter Unabhängigkeit muss dies verstanden werden. Jeder sollte seine Grenzen kennen.“ [Eigene Übersetzung]<sup>292</sup>

Yılmaz' Worte bringen die Auffassung zur Unabhängigkeit der Zentralbank hinter den Kulissen der türkischen Wirtschaftsbürokratie exemplarisch zum Ausdruck. Yılmaz warnt seine Nachfolger in der CBRT ausdrücklich davor, die formelle Unabhängigkeit nicht mit einer vollständigen Autonomie der Zentralbank zu verwechseln. Der Zentralbank komme vielmehr die Aufgabe zu, Einfluss auf die Regierung zu nehmen, wenn sie politisch unpopuläre Schritte plane. Dies gehe jedoch nur, wenn sie sich nicht außerhalb, sondern als Teil der Regierung verstehe.<sup>293</sup>

## 6.6 Fazit

Das Verhältnis zwischen der türkischen Regierung und der CBRT ist nicht nur komplex, sondern auch in mehrerer Hinsicht aufschlussreich. Erstens zeigt es uns, dass politischer Einfluss auf die Geldpolitik besteht und taktisch zum Einsatz kommt, wenn die politische Interessenlage der Regierungspartei dies verlangt. Die AKP legitimiert politischen Druck auf die Zentralbank mit dem Hinweis darauf, dass sie die politische Verantwortung für die gesamte türkische Wirtschaftspolitik trage, die auch die Geldpolitik umfasst. Wenn jedoch geldpolitische Entwicklungen eintreten, die dem offiziellen Kurs der Regierung widersprechen, zieht die Regierung es vor, auf die Unabhängigkeit der CBRT zu

<sup>292</sup> Das Originalzitat wurde in der Radikal vom 18.9.2013 veröffentlicht.

<sup>293</sup> Ironischerweise geriet auch Durmuş Yılmaz später in die Kritik von Erdoğan. Nachdem sich Yılmaz im Februar 2015 hinter die Zentralbank stellte und die Hoffnungen auf die makroökonomische Wirksamkeit einer niedrigen Zinspolitik dämpfte, zog Erdoğan dessen Kompetenz mit scharfen Worten in Frage. Erdoğan deutete an, dass es seine persönliche Initiative war, gegen die unter Yılmaz' Amtszeit hohen Zinsen anzugehen. Yılmaz erwiderte darauf, dass niedrige Zinsen zwar wichtig aber nicht die Lösung des Problems seien, weil sie nicht automatisch zu höheren Investitionen und Wachstum führten, wie die Beispiele aus den USA, der EU und Japan belegen würden. In seiner Verteidigungsrede wies Yılmaz zudem Erdoğan's Auffassung zurück, dass Zinsen die Ursache und Inflation das zu erklärende Resultat wären. Wenn dem nicht so wäre, so Yılmaz wortwörtlich, solle man alle Bücher von Keynes und der politischen Ökonomie der letzten 300–400 Jahre auf einem Scheiterhaufen werfen und verbrennen (vgl. [http://www.bbc.co.uk/turkce/ekonomi/2015/02/150204\\_erdogan\\_dolar\\_faiz](http://www.bbc.co.uk/turkce/ekonomi/2015/02/150204_erdogan_dolar_faiz); <http://www.haberler.com/tekrar-durmus-yilmaz-an-erdogan-a-cevap-o-zaman-6937133-haberi/> aufgerufen am 1.4.2015).

verweisen, was im Einklang mit dem in der Literatur diskutierten *blaming* Argument steht. Im Grunde ist die Erkenntnis nicht wirklich überraschend, dass Regierungen versuchen, geldpolitische Erfolge politisch für sich zu verbuchen und Misserfolge von sich zu weisen.

Das Fallbeispiel Türkei ist aber auch deshalb so aufschlussreich, weil es die äußeren Grenzen aufzeigt, die einer (unabhängigen) Zentralbank und Regierung eines Schwellenlandes in der Geldpolitik von internationalen Kapitalmärkten und Finanzinstitutionen gezogen werden. Diese Erkenntnis kann nochmals anhand von zwei Beispielen skizziert werden. Der ehemalige, 2006 amtierende Zentralbankgouverneur Yılmaz erklärte in einem Interview mit dem Wall Street Journal 2013, dass der IWF die CBRT 2006 zu einem radikalen Zinsschritt gedrängt habe, um drohende Kapitalabflüsse zu vereiteln. Nach den Wechselkursschwankungen im Mai und Juni 2006 haben mehrere große institutionelle Fonds signalisiert, ihr Kapital aus der Türkei abziehen zu wollen. Yılmaz zufolge wollte die CBRT direkt mit Devisenverkäufen in die Kursschwankungen intervenieren. Der IWF habe dies jedoch strikt abgelehnt und eine Reserveaufstockung und Zinserhöhung verlangt. Aufgrund des 2006 noch in Kraft stehenden Stand-by Programms zwischen der Türkei und dem IWF, habe der IWF in die geldpolitischen Entscheidungen intervenieren können.<sup>294</sup> Wenn diese Enthüllung stimmten sollte, würde dies bestätigen, dass internationale politökonomische Konstellationen und Akteure je nach Konjunktur in der Lage sind, der unabhängigen Geldpolitik eines Landes Grenzen zu setzen.<sup>295</sup> Die Aussagen von Yılmaz würden zudem auch erklären, warum es 2006 noch keine nennenswerte Kritik von Seiten der Regierung an der ZBU gab, dies sich aber später änderte. Als die Türkei 2008 das auslaufende Stand-by Abkommen mit dem IWF nicht verlängerte und im Mai 2013 ihre Schulden beim IWF vollständig tilgte, verlor dieser seinen direkten Einfluss auf die türkische Geldpolitik. Folglich können diese Entscheidungen als bewusste Strategie der AKP-Regierung gewertet werden, ihren Handlungsspielraum in der nationalen Geldpolitik zu erweitern.

Unsere Ausführungen haben aber gezeigt, dass politischem Einfluss in der Geldpolitik auch weiterhin Grenzen gesetzt sind, wenn keine direkte Kontrolle oder

---

<sup>294</sup> Vgl. <http://realtime.wsj.com/turkey/2013/01/14/yilmazimf-nedeniyle-2006da-faizi-4-puan-artirdik/>, aufgerufen am 31.3.2015.

<sup>295</sup> Vgl. <http://kdk.gov.tr/sayilarla/turkiyenin-imfye-olan-borcu-bitti/18>, aufgerufen am 31.3.2015.

Aufsicht internationaler Institutionen existieren.<sup>296</sup> In diesem Fall üben Kapitalmärkte eine disziplinierende Funktion aus, wie die spektakuläre Zinsanhebung vom Januar 2014 gezeigt hat. Dies kann als Rückschlag für die geldpolitischen Motive und Bemühungen der türkischen Regierung gewertet werden. Dass der Einfluss in der Geldpolitik jedoch dennoch nicht gänzlich verloren gegangen ist, haben die weiteren Entwicklungen im Jahr 2014 gezeigt, die wir abschließend kurz erläutern wollen.

Die AKP-Regierung ging trotz zahlreicher sozialer Proteste, Korruptions- und Manipulationsvorwürfe Ende März 2014 als stärkste politische Partei aus den Lokalwahlen hervor. Gleichzeitig geriet die türkische Regierung auch im Ausland aus politökonomischen Gründen zunehmend unter Druck, die wir hier jedoch nicht weiter erläutern wollen. Obwohl die Regierung nach den Lokalwahlen einen politischen Machtverlust vereiteln konnte, offenbarte sich eine gewisse vorübergehende (politökonomische) Schwäche. Dies lässt sich an der Zinspolitik aufzeigen. Die CBRT konnte die hohen Leitzinsen auch nach der Wahl beibehalten, obwohl sich Premierminister Erdoğan mit Verweis auf die wiederhergestellte politische Stabilität offen für eine erneute Zinssenkung aussprach. Die Zentralbank ignorierte diese Kritik zunächst mit dem Verweis auf den Kursverfall der TRY und den Vertrauensgewinn bei den internationalen Kapitalgebern durch die Zinserhöhung. Nachdem sich jedoch im Laufe des Jahres abzeichnete, dass die AKP ihre politische Macht konsolidiert und Premierminister Erdoğan in der bevorstehenden direkten Wahl im August mit großer Wahrscheinlichkeit zum Staatspräsidenten gewählt werden wird – ging die CBRT ab Mai 2014 erneut dazu über, die Zinsen zu senken, obwohl die Zielinflation von 5 Prozent erneut mit 8,17 Prozent Jahresinflation deutlich verfehlt wurde. Trotz der anhaltenden Inflation wurde im Januar und Februar 2015 die Zinssenkung fortgesetzt – der Leitzins lag im März 2015 bei 7,5 Prozent.

Hieraus können wir schließen, dass der Einfluss der türkischen Regierung in der Geldpolitik einer politökonomischen Diskontinuität unterliegt: Wenn die politische Glaubwürdigkeit einer Regierung Schaden nimmt und die allgemeine Unsicherheit steigt, können Kapitalgeber eine höhere Risikoprämie verlangen. Die Zentralbank und die Regierung müssen sich dann in der Regel diesen

---

<sup>296</sup> Griechenland bildet das Gegenbeispiel und steht für einen vollständigen Autonomieverlust der nationalen Geldpolitik. Die Kontrolle obliegt derzeit fast vollständig den internationalen Gläubigerinstitutionen (EU, IWF und EZB).

Forderungen unterwerfen. Andererseits wird dadurch aber auch bestätigt, dass Schwellenländer unter bestimmten nationalen und internationalen Bedingungen und Umständen politischen Einfluss in der Geldpolitik geltend machen können. Die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 stellte eine derartige historische Situation dar, in der die Türkei einen geldpolitischen Kurswechsel hin zu niedrigen Realzinsen vollzog. Die expansive Geldpolitik wurde durch die krisenbedingte akkommodierende Geldpolitik in den Industrieländern begünstigt. Die türkische Regierung legte in dieser Periode negative Realzinsen als wirtschaftspolitisches Ziel fest, um die Konjunktur anzukurbeln. Die Realzinsen sanken in dieser Periode und gingen ab Ende 2009 in eine Phase der negativen Realzinsen über. Die relativ schwachen politischen Reaktionen auf die Verfehlung der Inflationsziele deuten auf eine Verschiebung der politökonomischen Prioritäten in dieser Periode hin.

Schlussendlich führen die Ausführungen in diesem Kapitel zu der Erkenntnis, dass die türkische Zentralbank weder gegenüber der Regierung noch gegenüber internationalen Kapitalmärkten wirklich autonom agiert. Folglich kann im doppelten Sinne lediglich von einer relativen Autonomie der CBRT gesprochen werden.

## 7 Die Liquiditätspolitik der CBRT und die Geldmengenentwicklung

Eine der Aufgaben einer Zentralbank ist es, Geldmittel für die Banken bereitzustellen und die Zahlungsfähigkeit in einem Land sicherzustellen. In der ökonomischen Literatur werden alle geldpolitischen Maßnahmen, die der Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit dienen, unter dem Begriff Liquiditätspolitik zusammengefasst. Die Zentralbank versucht, über diverse geldpolitische Instrumente die Liquiditäts- und Geldmengenentwicklung zu steuern. Die liquiditätspolitische Regulierung der Geldmenge erfolgt in der Regel durch die Erhöhung oder aber die Verknappung von Zentralbankgeld.

Regierungen haben ein unmittelbares Interesse daran, dass der heimischen Wirtschaft ausreichende Geldmittel zur Verfügung gestellt werden. Der Zugang zur Liquidität entscheidet maßgeblich darüber, ob Investitionsentscheidungen getroffen werden oder nicht. Folglich spielen Liquiditäts- und Geldmengenentwicklung konjunkturpolitisch eine wichtige Rolle. Generell geht die ökonomische Literatur davon aus, dass Zentralbanken die Liquiditätspolitik auch dazu einsetzen können, Einfluss auf die Preis- und Inflationsentwicklung auszuüben. Beispielsweise kann eine Liquiditätsverknappung dazu dienen, eine inflationäre Kreditexpansion zu verhindern und die Konjunktur zu bremsen, weil den Banken dadurch die Kreditvergabe erschwert wird. Eine unabhängige Zentralbank die primär die Inflationsentwicklung zu steuern beabsichtigt, wird die Liquiditätspolitik dann grundsätzlich an die Inflationsentwicklung anpassen.<sup>297</sup> Wenn eine Regierung die wirtschaftspolitischen Prioritäten auf einen Konjunk-

---

<sup>297</sup> Dem liegt die quantitätstheoretische Auffassung zur Grunde, dass es zwischen Geldmenge und Inflation ein unmittelbarer Zusammenhang existiert. Heterodoxe ökonomische Theorien, kritisieren diese vereinfachte Sicht auf das Verhältnis von Geldmenge und Inflation (vgl. Şener 2014).

turaufschwung setzt, kann dies unter Umständen mit der Liquiditätspolitik der Zentralbank konfligieren.

In diesem Kapitel werden die Liquiditätspolitik und die Geldmengenentwicklung in der Türkei untersucht. Wir werden zeigen, dass die Liquiditätspolitik durch die Wirtschaftspolitik der Regierung beeinflusst wurde. Dies wird insbesondere nach der weltweiten Krise 2007/08 deutlich, die zu einem Kurswechsel in der türkischen Geldpolitik führte. Die hier präsentierten Daten deuten darauf hin, dass die Liquiditätspolitik zwischen 2002 und 2008 primär auf die Inflationsenkung gerichtet war. In der Folgeperiode stand hingegen die makroökonomische und finanzielle Stabilität im Vordergrund der Liquiditätspolitik. Das bedeutet nicht, dass die Begrenzung der Inflation kein geldpolitisches Ziel mehr war. Jedoch kann durchaus von einer Prioritätenverschiebung gesprochen werden, mit der der Konjunkturpolitik Vorzug gegeben wurde. Der Befund, dass konjunkturpolitische Aspekte und finanzielle Stabilität nach 2008 eine größere Rolle gespielt haben, unterstützt die Hauptthese der Arbeit, dass die türkische Geldpolitik nicht als entpolitisiert betrachtet werden kann und die Zentralbank über eine relative Autonomie verfügt.

Ein weiterer Aspekt der in diesem Kapitel untersucht wird, ist das Verhältnis zwischen Geldmenge und Inflation. Neben der Frage nach dem politischen Einfluss auf die Geldpolitik wollen wir in diesem Kapitel auch die Frage klären, inwiefern die Neutralitätsthese des Geldes im Fall der Türkei empirisch verifiziert werden kann. Es soll gezeigt werden, dass zwischen Geldmengenentwicklung und Inflation kein starker Zusammenhang existiert.

Wir beginnen das Kapitel mit einer Analyse der liquiditätspolitischen Maßnahmen der Zentralbank. Um die Liquiditätspolitik einzuschätzen, werden zunächst zentrale Aspekte der Zentralbankbilanz vorgestellt. Anschließend wird die Rolle der Offenmarktpolitik erörtert, die nach der Zentralbankreform von 2001 zum wichtigsten liquiditätspolitischen Instrument aufgestiegen ist (vgl. Kapitel 4). Danach wird auf die Mindestreservepolitik eingegangen, die seit dem neuen Policy-mix der CBRT (vgl. Kapitel 5) aktiv zur Liquiditätssteuerung eingesetzt wird. Als Grundlage der Untersuchung dienen die Zentralbankbilanz, die Jahresberichte und die gesonderten Pressemitteilungen der CBRT zur Liquiditätspolitik. Im zweiten Teil wird die Geldmengenentwicklung in der Türkei diskutiert und auf den Aspekt der Dollarisierung eingegangen. Das Kapitel

endet mit einer Diskussion des Zusammenhangs zwischen Geldmenge und Inflation in der Türkei. Dabei wird auch die Entwicklung in der EU zusammengefasst. Am Ende führt ein kurzes Fazit die wichtigsten Erkenntnisse zusammen.

## 7.1 Die türkische Zentralbankbilanz

In der Türkei stand die Geldpolitik nach 2001 im Zeichen der Krise. Dies kann an der Ausweitung der Zentralbankbilanz nachvollzogen werden. Eine Auswertung dieser Daten zeigt, dass die höchsten Jahresdurchschnittswerte der Relation der Zentralbankbilanz zum BIP im Krisenjahr 2001 und im Folgejahr 2002 mit 18 Prozent erreicht wurden (siehe Tabelle 12).<sup>298</sup> In der Zeit nach der Krise ist diese Relation rückläufig gewesen und betrug zwischen 2003 und 2012 durchschnittlich 12 Prozent. Im Gegensatz zur Krise von 2001 hat die globale Finanz- und Wirtschaftskrise relativ geringen Einfluss auf die türkische Zentralbankbilanz gehabt. Zum Vergleich können die Bilanzen anderer Zentralbanken herangezogen werden. Der Anteil des Bilanzvolumens der EZB lag vor 2007/08 bei 10 bis 11 Prozent und stieg im Zuge der Krise auf 30 Prozent des BIPs (2011). Auch die Bilanz der FED verlängerte sich von 6 bis 7 Prozent im Jahr 2007 auf 19,4 Prozent des BIPs im Jahr 2011 (vgl. Kartal 2013: 196 f.).<sup>299</sup> In der Türkei blieb die Relation der Zentralbankbilanz zur Wirtschaftsleistung hingegen unmittelbar nach 2007/08 relativ stabil bei 11 bis 12 Prozent. Erst 2013 und 2014 verzeichnete dieser Wert einen Anstieg auf 15 bzw. 16 Prozent. Daraus könnte geschlossen werden, dass die CBRT als Reaktion auf die Krise eine vergleichsweise weniger expansionistische Geldpolitik betrieben hat als die FED und die EZB.

---

<sup>298</sup> In Tabelle 12 ist eine Auswahl von zentralen Posten aus der analytischen Zentralbankbilanz zusammengefasst, die Auskunft über die Entwicklung des Geldangebots geben. In der Tabelle werden die Originalbezeichnung der Parameter beibehalten und Jahresdurchschnittswerte abgebildet. Nach meinen Berechnungen lag der Geldschöpfungsmultiplikator Anfang 2000 bei 1,11. Für Anfang 2006 betrug er 2,79 und Anfang 2013 1,93. Diesem Indikator zufolge stand Anfang 2013 jeder Einheit Zentralbankgeld ein Geldangebot von 1,9 TRY gegenüber.

<sup>299</sup> Kartal verweist auf Studien, nach der sich in 9 untersuchten asiatischen Schwellenländern die Zentralbankbilanzen ab 2001 versechsfacht haben und durchschnittlich 35 Prozent des Sozialproduktes ausmachen. In den Industrieländern lag dieser Anteil nach der Finanzkrise bei 20 Prozent (vgl. Kartal 2013: 197).

Tabelle 12: Ausschnitt aus der Zentralbankbilanz der CBRT (2000–2014)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Assets/GDP</b>	0,09	0,18	0,18	0,16	0,14	0,12	0,13	0,13	0,12	0,12	0,11	0,11	0,12	0,15	0,16
<b>Assets (Mrd. TRY)</b>	15,4	42,1	64,6	74,4	76,1	78,2	101,2	107,0	110,8	109,7	116,5	142,8	166,5	234,2	274,8
Foreign Assets	17,1	30,3	41,6	50,5	53,7	59,0	86,7	92,2	101,7	112,8	119,4	158,3	183,1	247,9	288,9
Domestic Assets	-1,8	11,8	22,9	23,8	22,4	19,2	14,5	14,8	9,2	-3,1	-2,9	-15,5	-16,5	2,3	6,6
FX Revaluation	-0,6	-0,7	-0,9	0,1	0,9	2,1	-0,7	3,1	-0,9	-6,2	-3,5	-14,2	-14,3	-16,1	-20,7
<b>Liabilities (Mrd. TRY)</b>	15,4	42,1	64,6	74,4	76,1	78,2	101,2	107,0	110,8	109,7	116,5	142,8	166,5	234,2	274,8
<b>Total Foreign Liabilities</b>	12,7	36,8	47,2	50,5	50,0	47,4	56,3	58,7	59,8	56,7	58,6	70,7	111,2	165,9	208,7
- Liabilities to Non-Residents	7,6	25,6	32,4	36,2	33,0	25,8	24,6	22,1	20,9	22,0	20,9	22,2	18,6	15,9	13,4
- Liabilities to Residents	5,1	11,1	14,7	14,4	17,0	21,6	31,6	36,5	38,9	34,6	37,7	48,6	92,6	149,9	195,3
<b>Central Bank Money (CBM)</b>	2,7	5,4	17,4	23,8	26,1	30,8	44,9	48,4	51,0	53,0	57,9	72,0	55,3	68,2	66,1
Reserve Money (RM)	4,7	6,5	9,6	13,4	18,6	24,5	32,9	37,5	46,2	53,4	63,3	107,4	77,7	84,5	95,2
Monetary Base (RM+OM)	2,2	4,4	16,4	22,2	24,5	28,9	42,3	45,4	47,0	47,0	52,5	61,8	45,8	55,2	51,5
Currency Issued (CI)	2,8	4,2	6,4	9,4	13,1	16,8	22,0	24,5	29,8	35,0	42,7	53,8	56,7	67,7	81,5
Deposits of Banks	1,8	2,1	3,0	3,9	5,4	7,6	10,7	12,9	16,3	18,3	20,5	53,5	20,8	16,5	13,3
Other Funds & Deposits	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2
<b>Other Central Bank Money</b>	-2,0	-1,1	7,8	10,4	7,5	6,3	12,0	10,8	4,8	-0,4	-5,4	-35,4	-22,4	-16,3	-29,1
OM-Operations	-2,4	-2,1	6,8	8,8	5,9	4,4	9,4	7,9	0,8	-6,4	-10,8	-45,6	-32,0	-29,3	-43,7
Public Deposits	0,4	1,0	1,0	1,6	1,5	1,8	2,6	3,0	4,0	6,0	5,4	10,2	9,5	12,9	14,7

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Ein aussagekräftigerer Indikator, der das Ausmaß der Krise 2001 in der Türkei zeigt, ist der Aktivposten, der die Staatspapiere abbildet die von der CBRT gehalten werden. In Tabelle 12 ist dieser Posten unter domestic assets, also inländischen Aktiva verbucht. Unter diesem Aktivposten hat die CBRT zwischen 2001 bis Ende 2014 durchschnittlich 16,2 Mrd. TRY an Staatspapieren (treasury debt) gehalten, die die CBRT durch Offenmarktgeschäfte auf dem Primar- und Sekundärmarkt aufkaufte. Ende 2014 betrug dieser Posten noch 9,1 Mrd. TRY. Durchschnittlich lag der Anteil der Staatspapiere am Aktivposten der CBRT im selben Zeitraum bei 19 Prozent. Dieser Durchschnittswert vermittelt aber nicht die tatsächliche Dimension der Krise von 2001 und ihre Auswirkung auf die Geldpolitik. Das tatsächliche Ausmaß wird deutlich, wenn die disaggregierten Daten zum Anteil der Staatspapiere am Aktivposten der CBRT betrachtet werden (vgl. Abbildung 20).

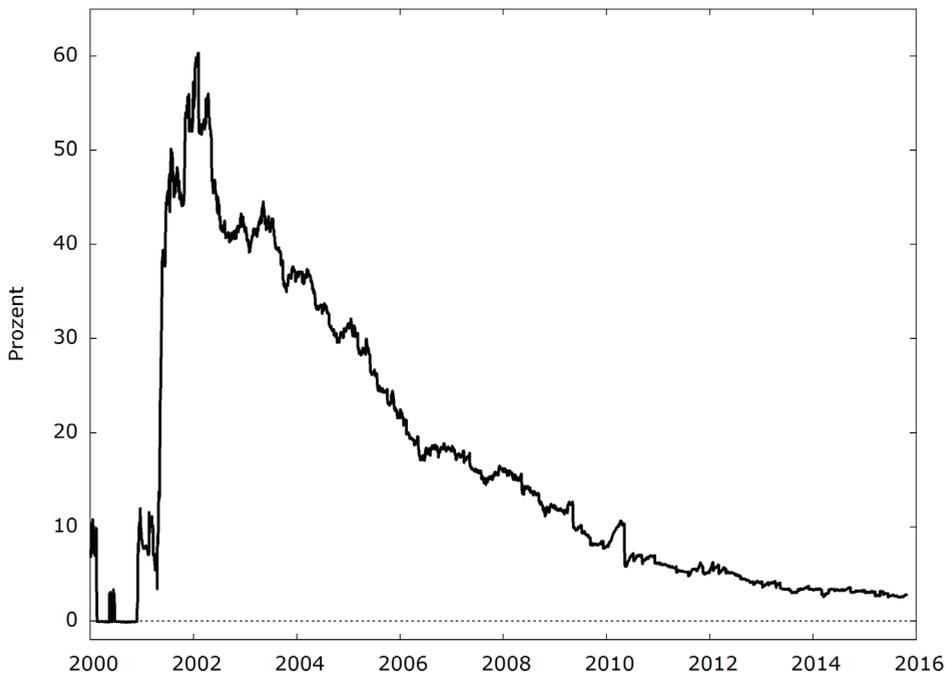


Abbildung 20: Staatsverschuldung am Aktivposten der CBRT (2000–2015 QIII),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Nach der Krise 2001 stieg der Anteil der Staatspapiere am Aktivposten der Zentralbankbilanz binnen kurzer Zeit auf bis zu 60 Prozent, weil die CBRT den Konsolidierungskurs des Finanzsektors flankieren musste und hierfür massiv Staatsanleihen aufkaufte (vgl. Şener 2008: 190). Dieser Anteil sank in der Periode nach der Krise von 2001 jedoch kontinuierlich und betrug Ende 2014 nur noch 3,2 Prozent (vgl. Abbildung 20). In der Zentralbankbilanz verlor dieser Posten damit an Bedeutung. Generell wird diese Entwicklung als Erfolg der türkischen Geldpolitik gesehen. Dies musste jedoch durch harte Sparmaßnahmen begleitet werden, auf die wir an dieser Stelle jedoch nicht weiter eingehen wollen.

Einen weiteren wichtigen Posten in der Zentralbankbilanz bilden die Devisenaktiva. Wie aus Tabelle 12 abgelesen werden kann, wurden die Devisenaktiva in der Zentralbankbilanz stetig ausgeweitet, bei gleichzeitiger Erhöhung der Devisenverbindlichkeiten. Während im Krisenjahr 2001 und in den beiden Folgejahren die Devisenverbindlichkeiten die Devisenaktiva der CBRT noch überstiegen, hat sich dieses Verhältnis nach der Krise umgekehrt. Ende 2014 lagen die FX-Aktiva bei umgerechnet 288,9 Mrd. TRY und die FX-Verbindlichkeiten bei 208,7 Mrd. TRY. Das Verhältnis der Devisenaktiva und der -passiva der CBRT (FX assets/liabilities) ist gesondert in Tabelle 13 aufgeführt. Der Stand von Ende 2014 entspricht einer Relation von 1,38 zugunsten der Aktiva. Im Krisenjahr 2001 lag dieses Verhältnis noch bei 0,83.

Die in Tabelle 13 abgebildeten Werte verweisen darauf, dass die CBRT in den vergangenen Jahren ihre FX-Reserven deutlich erhöhen konnte. In den letzten beiden Jahren 2013 und 2014 sank dieser Wert jedoch wieder aufgrund der in der Zwischenzeit zugenommenen finanziellen Instabilität und der Währungskursverluste der TRY. Die CBRT versuchte in dieser Zeit mit Devisenverkäufen den Kurs der TRY zu stützen, was zu einem Rückgang der Devisenreserven führte. Auf diesen Punkt werde ich im achten Kapitel zur Währungspolitik näher eingehen.

Tabelle 13: Geldmengenindikatoren (2000–2014)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CI/GDP	0,017	0,018	0,018	0,021	0,023	0,026	0,029	0,029	0,031	0,037	0,039	0,041	0,040	0,043	0,047
CI/Liabilities	0,18	0,10	0,10	0,13	0,17	0,21	0,22	0,23	0,27	0,32	0,37	0,38	0,34	0,29	0,30
RM/Liabilities	0,30	0,15	0,15	0,18	0,24	0,31	0,33	0,35	0,42	0,49	0,54	0,75	0,47	0,36	0,35
CBM/Liabilities	0,17	0,13	0,27	0,32	0,34	0,39	0,44	0,45	0,46	0,48	0,50	0,50	0,33	0,29	0,24
FX Liabilities/CBM	4,72	6,86	2,71	2,12	1,92	1,54	1,25	1,21	1,17	1,07	1,01	0,98	2,01	2,43	3,16
FX Assets/Liabilities	1,35	0,83	0,88	1,00	1,07	1,24	1,54	1,57	1,70	1,99	2,04	2,24	1,65	1,49	1,38

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Ein weiteres Strukturmerkmal der Zentralbankbilanz ist, dass der Anteil der Devisenverbindlichkeiten nach der Krise 2001 auf der Passivseite der Zentralbankbilanz stetig zurückgegangen ist. So stieg der Anteil des Zentralbankgeldes an den Gesamtverbindlichkeiten von 13 Prozent im Jahr 2001 auf bis zu 50 Prozent im Jahr 2011 (siehe Tabelle 13). In der Regel wird davon ausgegangen, dass je geringer der Anteil der Devisenverbindlichkeiten in der Bilanz einer Zentralbank ist, desto stärker diese auch geldpolitisch aufgestellt ist, weil die Kontrolle über das inländische Geld einfacher ist als über Devisen. Dieser Trend hat sich ab Ende des dritten Quartals 2011 in der Türkei jedoch wieder umgekehrt, wie in der vorletzten Zeile der Tabelle 13 zu sehen ist. Die Verbindlichkeiten der CBRT in Devisen übertreffen seitdem wieder deutlicher den Anteil des Zentralbankgeldes auf der Passivseite der Zentralbankbilanz. Wie auch aus Tabelle 12 zu ersehen ist, stiegen die Devisenverbindlichkeiten der CBRT zwischen 2011 und Ende 2014 um fast das dreifache von 70,7 auf bis zu 209 Mrd. TRY an, während das Volumen des Zentralbankgeldes stark schwankte und 2014 bei 66,1 Mrd. TRY stagnierte. Der Anteil der FX-Verbindlichkeiten an den Gesamtverbindlichkeiten der CBRT hat sich 2013 und 2014 auf 71 bzw. 76 Prozent erhöht. Dieses Verhältnis war nach der Krise 2001 gesunken, wie in Abbildung 21 ersichtlich ist.

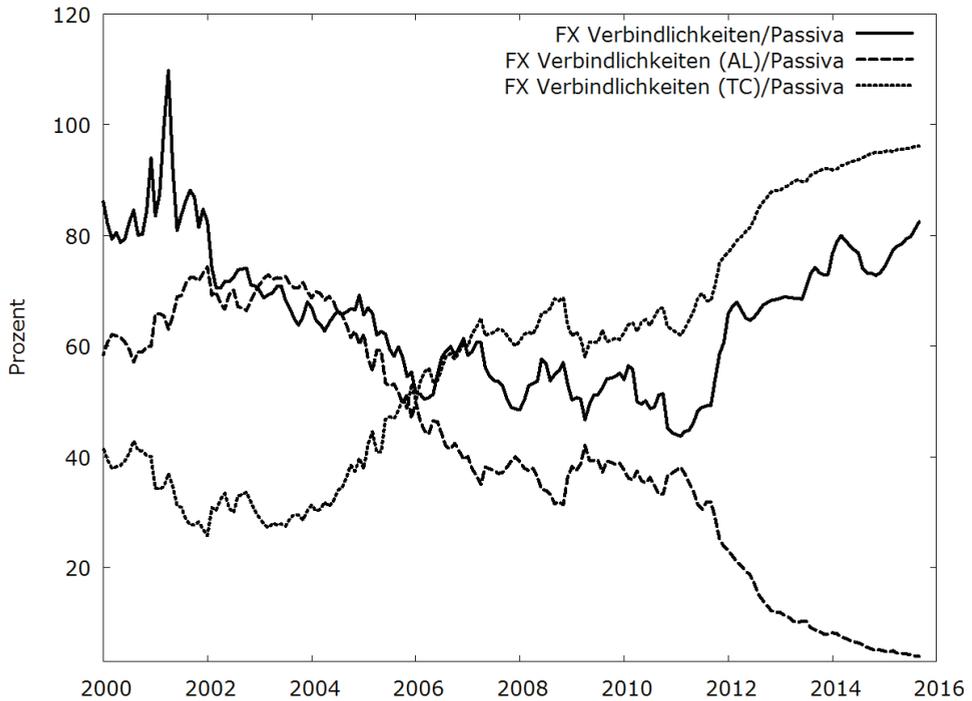


Abbildung 21: Devisenverbindlichkeiten (FX) der CBRT (2000–2015 QIII),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Hier zeigt sich auch eine weitere Entwicklung, die die Gläubigerstruktur der CBRT betrifft. Im Zeitraum zwischen 2000 und 2014 lag der Durchschnittsanteil der FX-Verbindlichkeiten der CBRT bei 64,5 Prozent. 43,1 Prozent davon bestanden gegenüber Ausländern, die restlichen 56,9 Prozent gegenüber Inländern. Diese Durchschnittswerte spiegeln jedoch nicht die Trendentwicklung in dieser Periode wider. Seit 2006 überwiegen die Devisenverbindlichkeiten gegenüber Inländern. Während im Zeitraum von 2000 bis 2006 noch 60 Prozent der FX-Verbindlichkeiten gegenüber Ausländern bestanden, kehrte sich das Verhältnis ab 2006 um. Ende 2014 waren 94,8 Prozent der FX-Verbindlichkeiten Inländern zuzurechnen und nur noch 5,2 Prozent ausländischen Gläubigern (siehe Abbildung 21).

Wie sind diese Zahlen zu interpretieren? Sowohl die Regierung als auch die Zentralbank haben in den letzten Jahren auf einen Reputationsanstieg und eine

zunehmende Bedeutung der türkischen Lira für inländische Ersparnisse hingewiesen. Der Anstieg des Anteils des Zentralbankgeldes an den gesamten Verbindlichkeiten der Zentralbankbilanz scheint diese Aussage zu stützen. Gleichzeitig zeigen die Daten aber auch, dass die globale Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 auch zu geldpolitischen Reaktionen in der Türkei geführt haben. Ein Anstieg der finanziellen Unsicherheit und der Risiken rund um den Globus hat erneut die Nachfrage nach Devisen in der Türkei erhöht und damit die TRY geschwächt. In der Zentralbankbilanz sieht man, dass vor allem das Jahr 2011 krisen geprägt war. Viele Geschäftsbanken parkten ihre Guthaben vorsichtshalber bei der Zentralbank. Dies kann man daran sehen, dass sich der Depositenposten der Geschäftsbanken bei der CBRT 2011 mehr als verdoppelten, was zugleich auch auf eine Kreditklemme hinweist.

Von einer nachhaltigen Schwächung der Rolle der Devisen in der türkischen Geldpolitik kann also nicht die Rede sein. Auch diesen Punkt werden wir im achten Kapitel nochmals im Kontext der Währungspolitik aufgreifen. Gleichzeitig gibt es Einschätzungen, dass die oben beschriebene Bilanzentwicklung für ein Land wie die Türkei, das hohe Leistungsbilanzdefizite verzeichnet, durchaus auch positiv gewertet werden kann (vgl. Kartal 2013: 198), weil die Finanzierung des Außenhandels als sicherer eingeschätzt wird. Als Indikator wird beispielsweise das Verhältnis von Devisenaktiva zu -passiva angeführt, welches in der Türkei seit 2004 nicht mehr unter 1 lag (siehe Tabelle 13). Dem muss jedoch hinzugefügt werden, dass unter den Bedingungen freier Kapitalmärkte auch inländische Gläubiger im Fall einer Krise ihre Devisenguthaben relativ schnell auflösen und ins Ausland transferieren können.

## 7.2 Liquiditätspolitische Maßnahmen

Um die Liquiditäts- und Kreditentwicklung zu steuern, setzt die CBRT ein geldpolitisches Instrumentarium ein, das direkte Geldemission, Offenmarktgeschäfte, den Einsatz der Mindestreserverate und Zins- und Diskontsätze umfasst. Nach der Krise 2001 wurde ein geldpolitischer Leitfadens mit dem IWF ausgehandelt, der auch direkte Geldmengenziele für die Geldbasis einschloss. Wie wir im vierten Kapitel gezeigt haben, sind Offenmarktgeschäfte nach der Reform 2001 zum wichtigsten Instrument erklärt worden. Aber auch die Regu-

lierung durch Mindestreserven wird von der CBRT als aktives geldpolitisches Instrument eingesetzt. Bevor diese beiden Aspekte näher untersucht werden, sollen die Geldmengenziele kurz angesprochen werden, die von 2001 bis Ende 2005 galten.

Die Geldbasis (M0) wird in der traditionellen Geldmengenlehre als die von der Zentralbank am besten kontrollierte Geldmenge aufgefasst. Die Zielwerte sollten dazu beitragen Vertrauen in die Geldpolitik der CBRT herzustellen. Ein Vergleich der Geldbasis mit den in den Jahresberichten der CBRT zwischen 2001 und 2005 veröffentlichten Geldbasisobergrenzen zeigt (vgl. LoI 2001: § 43), dass sich die Geldbasis tatsächlich größtenteils entlang der festgelegten Zielwerte entwickelt hat. Aus den Berichten geht jedoch auch hervor, dass Anpassungen der Zielwerte vorgenommen wurden. Aufgrund einer hohen Liquiditätsnachfrage überstieg die Geldbasis bereits 2001 alle Referenzwerte (vgl. CBRT 2001b: 76), woraufhin die CBRT die Zielwerte nach oben revidierte.<sup>300</sup> Erklärt wird dieser Schritt mit der zusätzlichen Liquidität, die die CBRT im Zuge des Aufkaufs von Staatspapieren nach der Krise im Februar 2001 den Banken zur Verfügung stellte (vgl. CBRT 2002: 73). Weitere Abweichungen gab es im ersten Quartal 2004 und im dritten Quartal 2005.

Die Zielwerte für die Geldbasis wurden allerdings mit dem Übergang zum formellen Zielinflationsregime Anfang 2006 eingestellt. Eine streng monetaristische Politik, die Geldmengenziele vorgibt, wird gegenwärtig in vielen Ländern nicht mehr verfolgt. In der Literatur zum Neuen Konsens wird dies mit dem Übergang zur Zielinflationspolitik erklärt, wodurch die Geldmengenorientierung an Bedeutung verliert. Die FED veröffentlicht keine Referenzwerte mehr zur Geldmengenentwicklung (vgl. Galbraith 2008: 74). Auch die EZB legt heute keinen großen Wert auf die Betonung dieser Säule ihres geldpolitischen Gerüsts. Aus diesem Grund soll dieser Aspekt nicht weiter verfolgt werden. Im Mittelpunkt steht vielmehr die Offenmarkt- und die Mindestreservpolitik auf die im Folgenden eingegangen wird.

---

<sup>300</sup> Meine eigene Kalkulation der Basisgeldwerte aus der CBRT Statistikdatenbank ergab, dass Abweichungen von den Referenzwerten streng genommen eher die Regel als die Ausnahme waren. In den Jahresberichten der CBRT liegen die Quartalswerte jedoch näher beieinander und es wird ein anderes Bild vermittelt.

### 7.2.1 Die Offenmarktpolitik

Die CBRT steuert die Geldmenge neben den bereits im sechsten Kapitel erörterten Zinssätzen primär durch direkte Geldemission und Offenmarktgeschäfte. Ein detaillierteres Bild über die geldpolitischen Interventionen der CBRT können wir aus der Passivseite der Bilanz ableiten.<sup>301</sup> Die emittierte Geldmenge betrug zwischen 2000 und 2006 durchschnittlich 2,2 Prozent des BIP und machte 16 Prozent der Verbindlichkeiten der CBRT aus (siehe Tabelle 13). Diese Relationen stiegen zwischen 2007 und 2012 auf 3,6 Prozent des BIP und 32 Prozent der Verbindlichkeiten der CBRT an. Die Geldmenge in der Türkei verzeichnete nach der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise folglich einen leichten Anstieg im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung.<sup>302</sup> Im gleichen Zeitraum wurde die Liquiditätszufuhr durch Offenmarktinterventionen weiter unterstützt, was an dem negativen Vorzeichen des Postens „open market operations“ zu sehen ist (siehe Tabelle 12). Das Ausmaß dieser Eingriffe wird in der folgenden Abbildung 22 deutlich.

---

<sup>301</sup> Auf der Passivseite der Zentralbankbilanz sind die Devisenverpflichtungen und das Zentralbankgeld (central bank money) aufgelistet. Das Zentralbankgeld setzt sich aus der Summe der Posten Reservegeld (reserve money) und anderes Zentralbankgeld (other central bank money) zusammen. Die Summe aus dem emittierten Bargeld (currency issued), den Einlagen des Bankensektors (deposits of the banking sector), den außerbudgetären Fonds (extra budgetary funds) und Einlagen des Nichtbankensektors (deposits of non-bank sector) ergibt das Reservegeld. Der Posten *anderes Zentralbankgeld* hingegen ergibt sich aus der Summe der Offenmarktgeschäfte (open market operations) und der Einlagen des öffentlichen Sektors (deposits of public sector). Wenn die Zentralbank beispielsweise Wertpapiere von den Geschäftsbanken kauft, wird dadurch die den Banken zur Verfügung stehende Geldmenge erhöht. Folglich ist die Zentralbankbilanz ein direkter Indikator der Geldmengenentwicklung.

<sup>302</sup> Fikret Kartal stellt die gleiche Entwicklung fest, kommt jedoch auf etwas geringere Anteile, weil er die Jahresendwerte als Referenz nimmt (vgl. 2013). Für meine Berechnung wurden die Jahresdurchschnittswerte zu Grunde gelegt.

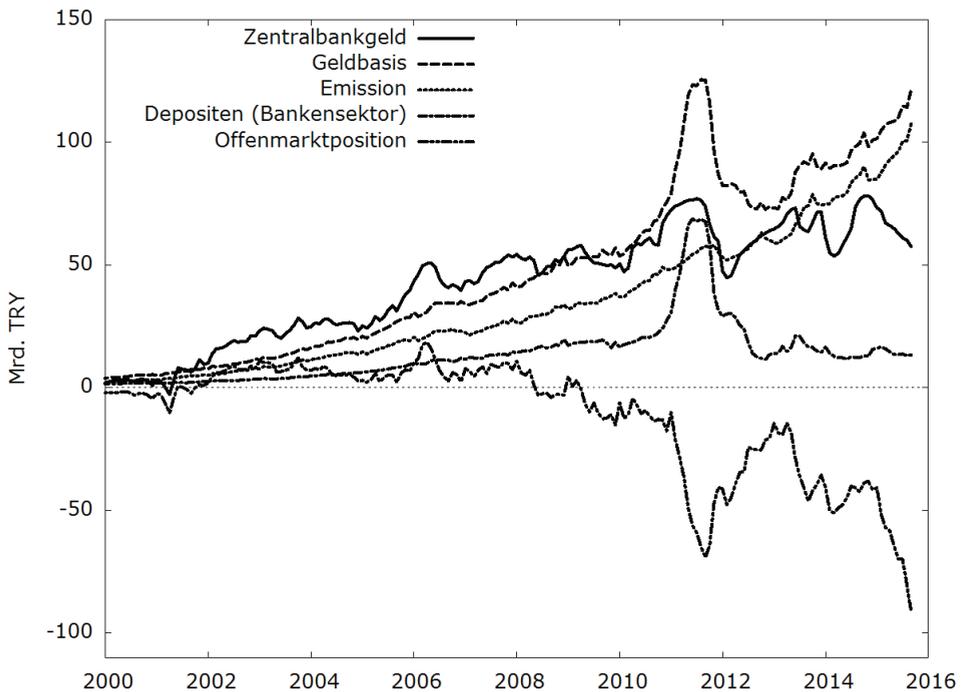


Abbildung 22: Entwicklung ausgewählter Geldmengenindikatoren (2000–2015),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Die CBRT hat in dem hier betrachteten Zeitraum mehrfach und signifikant durch Offenmarktinterventionen in die Geldmärkte eingegriffen. In Abbildung 22 fallen zwei Trends auf. Zwischen 2002 und 2008 verknappte die CBRT die Liquidität auf dem türkischen Geldmarkt durch restriktive Offenmarktinterventionen, insbesondere 2006 als die türkische Lira aufgrund von Kapitalabflüssen unter Druck geriet und sich ein Kursverlust abzeichnete. Hintergrund war der starke Anstieg der Liquidität, die zum einen aus dem Aufkauf der Staatsanleihen im Zuge der Konsolidierung des Bankensektors entstand und zum anderen durch die Aufstockung der Devisenreserven verstärkt wurde. Die Geldbasis stieg zwischen 2001 und 2004 von 4,4 Mrd. auf 22,2 Mrd. TRY. Dies deutet darauf hin, dass die Geldpolitik nach der Krise 2001 nicht primär auf Geldmengenlimitierung ausgerichtet war – was die Banken in Bedrängnis gebracht hätte – ,

um das Ziel der Disinflation zu verfolgen (vgl. BSB 2008: 114).<sup>303</sup> Das Geldmengewachstum hatte laut CBRT keinen negativen Einfluss auf die Preisstabilität und den Wechselkurs, weil die CBRT die überschüssige Liquidität per Offenermarktgeschäften aus dem Verkehr zog. Dies erklärt, warum die OM-Linie in der Abbildung 22 zwischen 2002 und 2008 durchgehend im positiven Bereich liegt. Das könnte als Beleg interpretiert werden, dass die Zentralbank bis 2008 der Inflationsbekämpfung eine gewisse Priorität eingeräumt hat und folglich in ihren geldpolitischen Entscheidungen *unabhängig* agierte. Auf entsprechende Einschätzungen haben wir im sechsten Kapitel hingewiesen.

Mit der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise hat sich dieses Bild jedoch grundsätzlich verändert, was an einem eindeutigen Trendwechsel in der Offenermarktpolitik ab 2008 nachvollzogen werden kann. Die CBRT ging *offen* zu einer expansiven Offenermarktpolitik über, nachdem sich aufgrund der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise Liquiditätsengpässe abzeichneten. In Abbildung 22 zeigt sich dieser Kurswechsel im Absinken der OM-Linie in den negativen Bereich. Dieser neue Kurs erreichte im dritten Quartal 2011 seinen Höhepunkt, als im Rahmen der bereits angesprochenen Exit-Strategie Liquiditätsengpässe entstanden und die CBRT durch Wertpapierkäufe die Liquidität auf dem Geldmarkt erhöhte. Diese Interventionen fanden zu einem Zeitpunkt statt, an dem aufgrund der schwachen Nachfrage die industrielle Kapazitätsauslastung un-

---

<sup>303</sup> Der ehemalige Vize-Gouverneur der CBRT, Fatih Özatay, unterstreicht, dass in einer hoch verschuldeten Ökonomie wie der Türkei eine anfänglich strikte Geldmengenlimitierung die Gefahr mit sich bringen würde, die Inflation weiter zu erhöhen (vgl. 2007). Diese Einsicht geht auf eine Studie von Sargent und Wallace (1981) zurück: Wenn die Interventionsinstrumente einer Zentralbank auf die Wahl zwischen Basisgeld oder An- bzw. Verkauf von Anleihen begrenzt werden und hohe Staatsdefizite bestehen, dann führt eine kontraktive Geldpolitik und eine verminderte *Seigniorage*, d.h. Geldschöpfung, dazu, dass die Fiskalpolitik durch Emission von neuer Anleihen finanziert werden muss, um eine drohende Zahlungsunfähigkeit zu verhindern. Falls eine Zentralbank eine Hochzinspolitik verfolgt, um Kapital anzuziehen und Anleihen zu verkaufen, und der Zinssatz die Wachstumsrate der Wirtschaft übertrifft, dann würde dies zu einer unhaltbaren Schuldenakkumulation führen. Früher oder später müsste die Emission von Basisgeld steigen, weil das Anleihevolumen nicht unendlich über die Wirtschaftsleistung hinaus gesteigert werden kann (vgl. ebd.). Um inflationär wirkende *Seigniorage* zu vermeiden, werden aus diesem Grund die Erzielung von Fiskalüberschüssen als wirtschaftspolitische Maßnahme vorgeschlagen, um für die hohe Zinspolitik und Verschuldung aufzukommen (vgl. Özatay 2007: 131 ff., 163). Dies ist jedoch kein wirtschaftspolitisch neutraler Eingriff. Die Ausgaben, die für die Realisierung eines primären Fiskalüberschusses gekürzt und in die Schuldentilgungen kanalisiert werden, sind Mittel, die in der Regel den öffentlichen Ausgaben und sozialen Leistungen entzogen werden (vgl. Ekzen 2006: 8).

terhalb und die Arbeitslosigkeit über dem Vorkrisenniveau lag (vgl. CBRT 2011a: MPC PR Nr. 2011-03: 3 f.).

In der Zentralbankbilanz sind diese Interventionen an dem negativen Posten bei „open market operations“ deutlich zu erkennen, der die Verbindlichkeiten der CBRT reduziert (vgl. Kartal 2013: 199). Hier ist auch zu sehen, dass die CBRT die Geldemission zwischen 2007 und 2011 um mehr als das Doppelte erhöht hat. Der Schwerpunkt der Intervention lag jedoch im Offenmarktbereich. Ähnlich bewertet dies Fikret Kartal, nach dessen Auffassung die CBRT auf die gestiegene Liquiditätsnachfrage nicht im ausreichenden Maß mit Geldemissionen, sondern bevorzugt mit Offenmarktgeschäften reagierte (vgl. ebd.).<sup>304</sup> Der Jahresdurchschnitt der Offenmarktpositionen belief sich 2011 auf -45,6 Mrd. TRY. Ab dem vierten Quartal 2011 ging das Volumen der Liquiditätszufuhr durch Offenmarktinterventionen zurück, wobei es im Folgejahr 2012 dennoch einen Jahresdurchschnitt von -32 Mrd. TRY erreichte. Wie in der Abbildung 22 deutlich zu sehen ist, wurden die Interventionen 2014 und 2015 jedoch wieder ausgeweitet. Diese Intervention führte dazu, dass die Geldbasis (*reserve money*), die das Volumen des Zentralbankgeldes und der Offenmarktposition zusammenfasst, ab 2011 deutlich über dem Zentralbankgeld Posten lag. Wie können wir diese Zahlen deuten?

Im sechsten Kapitel wurde bereits gezeigt, dass Regierungskreise nach der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise zunehmend den Versuch unternommen haben, Einfluss auf die Zinspolitik zu nehmen. Das übergeordnete Ziel dieser Interventionen war, dem Konjunkturerinbruch entgegen zu steuern. In diesem Sinne können die massiven Offenmarktinterventionen der CBRT 2011 und 2012 als auch 2014 und 2015 als Vorstoß gesehen werden, die angespannte Situation auf den Geld- und Kreditmärkten entgegen zu treten und die Finanzierungsbedingungen der türkischen Unternehmen zu verbessern. Makroökonomische Motive und finanzielle Stabilität spielten in dieser Periode eine wichtige Rolle, um

---

<sup>304</sup> Kartal weist darauf hin, dass der Anteil der Emissionen an den gesamten Verbindlichkeiten um 12 Prozent anstieg. Dennoch fiel im gleichen Zeitraum der Anteil des Zentralbankgeldes an den gesamten Verbindlichkeiten, weil die Offenmarktpositionen stark ausgeweitet wurden (vgl. Kartal 2013: 200). In Abbildung 22 ist dies an der absinkenden Linie zum Ende des Jahres 2011 zu sehen. Diese Entwicklung wirkte sich auch auf die Struktur der Verbindlichkeiten aus, was sich insbesondere 2012 zeigte, als das Zentralbankgeld durchschnittlich nur noch 33 Prozent und die Devisen die übrigen 67 Prozent der Zentralbankverbindlichkeiten ausmachten (vgl. Tabelle 13). In Tabelle 13 ist zu sehen, dass sich die Devisenverbindlichkeiten der CBRT nach 2011 verdoppelten.

die Konjunktur wieder anzukurbeln. Wie wir im fünften Kapitel gezeigt haben, wurden die Inflationsziele zu diesem Zeitpunkt verfehlt. Daraus lässt sich auf eine Prioritätsverschiebung der CBRT schließen. Wie wir ebenfalls im sechsten Kapitel angesprochen haben, wuchs der politische Druck auf die Zentralbank, die Konjunktur zu unterstützen, zu dieser Zeit immens an. Dieser Aspekt wird auch an der Mindestreservpolitik deutlich, die im Folgenden betrachtet wird.

## 7.2.2 Die Mindestreservpolitik

Die in der Abbildung 22 geschilderte Entwicklung lässt Rückschlüsse auf die Mindestreservpolitik der CBRT zu. Nach der weltweiten Finanzkrise 2007/08 begann die CBRT zwecks Liquiditätssteuerung, eine aktive Mindestreservpolitik zu verfolgen. In diesem Rahmen wurde die Rate der Mindestreserven (im folgenden MRR) für TRY als auch für Deviseneinlagen mehrfach geändert. Die Modifikationen beschränkten sich nicht nur auf die Höhe der MRR, sondern umfassten auch Veränderungen der Struktur der Mindestreserven. Im Dezember 2008 wurde die MRR für TRY-Einlagen von 6 auf 5 Prozent und im Oktober 2009 für Deviseneinlagen von 11 auf 9 Prozent gesenkt (vgl. CBRT 2010a: PR Nr. 2010-29). Mit diesem Schritt sollten die Banken mehr Liquidität für Kreditgeschäfte zur Verfügung haben.

Im Rahmen der Exit-Strategie 2010, die eine restriktive Geldpolitik ankündigte, wurden die MRR für TRY-Einlagen 2010 auf 5,5 Prozent erhöht, wodurch laut CBRT eine Summe von 2,1 Mrd. TRY von den Märkten abgezogen (vgl. ebd.). Parallel wurde auch die MRR für Deviseneinlagen 2010 in mehreren Schritten von 9 auf 11 Prozent erhöht. Nach Angaben der CBRT wurden dadurch insgesamt 2,9 Mrd. USD an Liquidität von den Märkten genommen. Der restriktive Eingriff setzte sich im Folgejahr fort. Parallel schaffte die CBRT die Verzinsung der Mindestreserven ab, die im August 2001 für TRY Rücklagen und im Mai 2002 die Deviseneinlagen eingeführt wurden, um dringend benötigtes Kapital anzuziehen. Die Verzinsung der Deviseneinlagen wurde Ende 2008 und die der TRY Rücklagen im September 2010 eingestellt, nachdem die Einlagen der Banken bei der Zentralbank aufgrund der Verunsicherung auf den Geldmärkten stark angestiegen waren (siehe Tabelle 12). Die CBRT begründete diese Liqui-

ditätsmaßnahmen mit dem Ziel, makroökonomische und finanzielle Stabilität herzustellen (vgl. CBRT 2010b: PRRR Nr. 2010-29).

Eine weitere Änderung betraf die Struktur der Mindestreserven. Ende 2010 verkündete die CBRT, dass Banken ihre Mindestreserven entsprechend den Laufzeiten hinterlegen müssen. Die CBRT begründete diesen Schritt mit den relativ kurzen Laufzeiten der Einlagen und folglich der Verbindlichkeiten im türkischen Bankensektor im Vergleich zu den Aktiva. Die Differenzierung der MRR nach Einlagendauer sollte die Einlagenstruktur verlängern und somit existierende Laufzeitinkongruenzen reduzieren, was zur Stärkung der finanziellen Stabilität beitragen sollte (vgl. CBRT 2010b: PRRR Nr. 2010-41). Die MRR für kurzfristige und bis zu 1-monatige Einlagen wurde auf 8 Prozent, für 3–6 monatige Einlagen auf 7 Prozent und für Einlagen zwischen 6 bis 12 Monaten auf 6 Prozent festgelegt. Einlagen mit Laufzeiten von einem Jahr und länger mussten Reserven von 5 Prozent hinterlegen (vgl. ebd.). Zusätzlich wurde die Mindestreservepflicht auf weitere Verbindlichkeiten mit Laufzeiten bis zu 3 Jahren und länger ausgedehnt. Beispielsweise mussten Reserven auch für Repo-Fondspos-ten (außer bei direkten Geschäften mit der CBRT) hinterlegt werden (vgl. ebd.).

Die differenzierte MRR-Politik wurde ab dem zweiten Quartal 2011 auch auf Devisenkonten ausgeweitet.<sup>305</sup> Gleichzeitig fand eine weitere Veränderung statt. Den Banken wurde die Möglichkeit eingeräumt, ihre Mindestreserven partiell mit Devisen und Gold hinterlegen zu können (vgl. CBRT 2011b: PRRR Nr. 2011-35). Dieser Schritt sollte den Banken mehr TRY Liquidität für ihre operativen Geschäfte bereitstellen und förderte gleichzeitig die Kreditaufnahme auf den internationalen Geldmärkten, wo die Zinsen niedrig waren. Die CBRT konnte dadurch ihren Devisenposten erhöhen. Die Obergrenze für den Anteil der Devisenrücklagen (FX facility tranches) wurde zunächst auf 10 Prozent festgelegt, später jedoch auf bis zu 60 Prozent erweitert.<sup>306</sup>

Die MRR für kurzfristige Einlagen wurde Anfang 2011 weiter erhöht, für kurzfristig abrufbare Sichteinlagen von 8 auf 12 Prozent, und für Einlagen bis zu

<sup>305</sup> In einer Mitteilung vom April 2011 werden zum ersten Mal die laufzeitdifferenzierten MRR für Devisenkonten erwähnt (vgl. CBRT 2011b: PRRR Nr. 2011-10).

<sup>306</sup> In einer Pressemitteilung informierte die CBRT, dass Banken einen starken Gebrauch von diesem Mechanismus machen würden: „Banks have been consistently using the facility of holding Turkish lira required reserves in FX and the utilization ratio is 84.1 percent (50.5/60). At present, FX worth USD 30.9 billion is being held for Turkish lira required reserves.“ (CBRT 2013b: PRRR Nr. 2013-22)

einem Monat von 8 auf 10 Prozent. Die MRR für mittel- und längerfristige Einlagen blieben unverändert (vgl. CBRT 2011b: PRRR Nr. 2011-02). Dieser Kurs wurde bis zum dritten Quartal 2011 weiter verschärft. Betroffen waren aber nur die kurz- und mittelfristigen Einlagen und Verbindlichkeiten, für die die Reservepflicht u. a. auf bis zu 16 Prozent erhöht wurde. Durch die Erhöhung der Mindestreserven entzog die CBRT zwischen dem dritten Quartal 2010 und dem dritten Quartal 2011 dem Markt ca. 40 Mrd. TRY an Liquidität. Dies wird in Abbildung 22 am Sprung der Zentralbankeinlagen des Bankensektors deutlich.

Das MPC beschloss in einer Sondersitzung Anfang August 2011 neue Liquiditätsmaßnahmen für den Fall von Turbulenzen auf den Finanzmärkten. Hierunter zählten erneut eine Modifikation der Mindestreservepolitik, nach der die MRR für TRY und Goldkonten teilweise in USD hinterlegt werden konnten, sowie eine Erleichterung und Ausweitung von Exportsicherungskrediten (vgl. CBRT 2011b: PRRR Nr. 2011-35). Hintergrund war die Staatsschuldenkrise in Italien, Spanien, Portugal und Griechenland und die angespannte Lage auf den Finanzmärkten. Dieser Schritt sollte laut CBRT die Finanzierungskosten des türkischen Bankensektors senken und eine kontrollierte und effektive Devisenreservepolitik der Zentralbank sicherstellen (vgl. ebd.). Zunächst wurde im Oktober 2011 die MRR für langfristige sonstige Verbindlichkeiten gesenkt. Diesem Schritt folgte eine Senkung der MRR für kurzfristige Einlagen bis zu einem Monat von 16 auf 11 Prozent. Für langfristige Einlagen und Verbindlichkeiten blieb der Satz bei 5 Prozent. Die CBRT begründete diesen Schritt mit dem globalen Konjunkturabschwung und dem Rückgang der Binnennachfrage (vgl. CBRT 2011: 53).<sup>307</sup>

Die geldpolitischen Reaktionen der CBRT deuten darauf hin, dass restriktive Interventionen auch ohne Änderung des Leitzinses praktiziert wurden. So hat die CBRT beispielsweise Mitte Dezember 2013 ihren restriktiven Kurs verstärkt, indem sie die Obergrenze für einwöchige Repo-Auktionen von 10 auf 6 Mrd. TRY und gleichzeitig die Refinanzierungsfonds von 23 auf 6,5 Mrd. TRY reduzierte (vgl. CBRT 2013a: PRLP Nr. 2013-63). Diese quantitativen Maßnahmen führten zur Erhöhung der Refinanzierungskosten der Geschäftsbanken, die diese dann

---

<sup>307</sup> Die detaillierten Werte können auf der CBRT Seite nachvollzogen werden. Mitte 2013 mussten für kurzfristige Depositen mit Laufzeiten bis zu einem Monat 11,5 Prozent für TRY und 13 Prozent für Devisenkonto sowie für längerfristige Einlagen und Verbindlichkeiten 5 bzw. 6 bis 9 Prozent hinterlegt werden (Stand April 2015).

an die Kreditnehmer in Form höherer Zinsen weitergaben. Der Leitzins und der Zinskorridor wurden bei diesen Maßnahmen nicht angerührt. Dies kann als ein weiterer Beleg für die politische Vorgabe der Regierung gesehen werden, die Zinsen trotz Verfehlung der Inflationsziele nicht zu erhöhen.

## 7.3 Die Geldmengenentwicklung

Um ein Urteil über die Entwicklung der gesamten Geldmenge zu fällen, benötigen wir jedoch noch weitere empirische Daten und Informationen.<sup>308</sup> Die Zentralbankbilanz umfasst nicht die Sicht- und Termineinlagen, die bei den Geschäftsbanken liegen und berücksichtigt daher auch nicht die private Geldschöpfung durch die Banken. Deshalb betrachten wir im Folgenden weitere Geldmengenindikatoren.

### 7.3.1 Die türkischen Geldmengenaggregate

In Tabelle 14 ist die gegenwärtige Geldmengendefinition der CBRT wiedergegeben. Sie stellt die 2006 erneuerte Berechnungsmethode dar, die im Zuge des Harmonisierungsprozesses mit der EZB eingeführt wurde und bei der die Deviseneinlagen und Geldmarktfonds zu den Geldmengen hinzuaddiert werden. Die Geldmenge M1 wird ab 2006 um die Giro-Sichteinlagen (sight deposits) für Devisen erweitert. Die Devisensichteinlagen werden hierfür in TRY umgerechnet und zu M1 addiert. Bei der Geldmenge M2 werden die in TRY ausgewiesenen Deviseneinlagen mit Laufzeit (time deposits) hinzugezählt. Die bisher berechnete Geldmenge M2 wurde hingegen eingestellt. Die Veränderungen bei den Geldmengen M1 und M2 wirken sich definitionsmäßig auch auf M3 aus. Die Geldmenge M3 setzt sich in Folge aus M2, den Repo-Beträgen, den liquiden Geldmarktfonds (B type liquid funds) und zusätzlich ab Anfang 2011, den Schuldverschreibungen (debt securities issued) zusammen.

---

<sup>308</sup> Basisgeld ist die Summe aus Reservegeld, Geldemissionen plus der bei der Zentralbank hinterlegten Barguthaben der Banken und der Repo-Positionen. Basisgeld kann folglich durch die Emissionen, die Offenmarkttransaktionen und die Mindestreservepolitik der Zentralbank gesteuert werden. Die Geldmenge M1 bezeichnet den Bargeldumlauf und die Sichteinlagen inländischer Nichtbanken bei den Geschäftsbanken.

Tabelle 14: Geldmengendefinition der CBRT

**M1 = Currency in Circulation + Sight Deposits (TRY) + Sight Deposits (FX)**

Currency in Circulation = (Banknotes + Coins) – Banks Vaults

Sight Deposits (TRY) = SD Deposits Money Banks (TRY) + SD Participations Banks (TRY) + SD CBRT (TRY)

Sight Deposits (FX) = SD Deposits Money Banks (FX) + SD Participations Banks (FX) + SD CBRT (FX)

**M2 = M1 + Time Deposits (TRY) + Time Deposits (FX)**

Time Deposits (TRY) = TD Deposits Money Banks (TRY) + TD Participations Banks (TRY) + TD CBRT (TRY)

Time Deposits (FX) = TD Deposits Money Banks (FX) + TD Participations Banks (FX) + TD CBRT (FX)

**M3 = M2 + Repos + Money Market Funds (B Type Liquid Funds) + Debt Securities Issued**

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Abbildung 23 stellt die Entwicklung der nominalen Geldmengenaggregate M1 und M3 dar, die sich aus der obigen Definition ergeben. Der Sprung der Geldmengen Anfang 2006 resultiert aus der Umstellung und Erweiterung der Geldmengendefinition. Die Geldmenge M3 ist deutlich stärker gewachsen als M1. In derselben Abbildung ist auch zusätzlich die Kreditentwicklung mit eingezeichnet. Das Kreditvolumen ist nicht nur rasant angestiegen, sondern erreichte 2013 die 900 Mrd. TRY Schwelle und übertraf somit sämtliche Geldmengenaggregate.<sup>309</sup> Dies verweist auf einen starken Anstieg der inländischen privaten Verschuldung in den letzten Jahren. Seit der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 hat sich das türkische Kreditvolumen verdreifacht. Kritiker sehen darin ein Zeichen für eine *Blasenbildung* und instabile ökonomische Entwicklung in der Türkei. Diese Warnung beruht auf der Beobachtung, dass die Wirtschaft und der private Konsum in der Türkei in den letzten Jahren sehr stark kreditfinanziert gewachsen ist. Das hohe Kreditvolumen korrespondiert dabei mit einer für Schwellenländer relativ niedrigen Sparquote von 12,6 Prozent, was auf

<sup>309</sup> Der Anteil der privaten Kredite am Gesamtvolumen lag zwischen 2000 und 2012 im Durchschnitt bei 95,2 Prozent (Quelle: CBRT Statistik). Einen leichten Rückgang verzeichnete der Anteil der privaten Kreditvergabe nach der Krise 2001 und nach der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08.

eine präkere Finanzierungslage des türkischen Banken- und Finanzsektors verweist.<sup>310</sup>

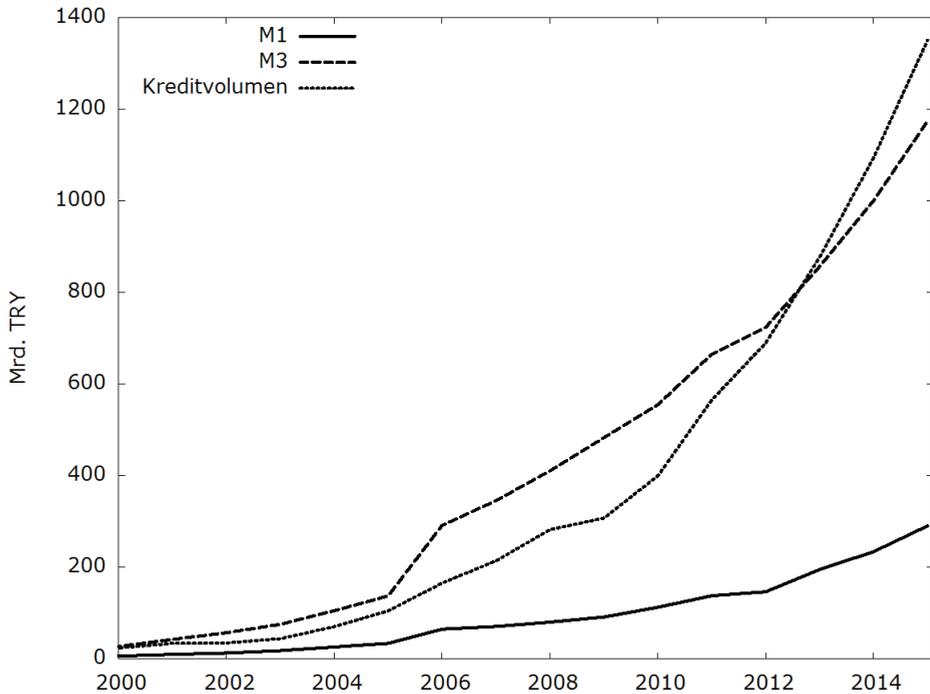


Abbildung 23: Geldmengenaggregate M1-M3 in der Türkei (2000–2015),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Aufschlussreicher als der Anstieg der nominellen Geldmenge ist das Verhältnis zwischen der Geldmengenentwicklung und der Wirtschaftsleistung. In Abbildung 24 ist das im Umlauf befindliche Bargeld, M1 und M3 als auch das Kreditvolumen mit dem BIP ins Verhältnis gesetzt. Zwischen 2000 und 2012 stieg der Anteil des Bargeldbestands im Umlauf (currency in circulation) am BIP von 1,5 Prozent auf 3,7 Prozent. Im selben Zeitraum stieg das Volumen von M1 von 3,5 auf 10,3 Prozent des BIP. Den größten Sprung verzeichnete M3, dessen Anteil von 15,9 auf 51,1 Prozent anstieg.

<sup>310</sup> 2014 mehrten sich kritische Warnungen zur finanziellen Situation der Türkei im In- und Ausland (vgl. <http://www.forbes.com/sites/jessecolombo/2014/03/05/why-the-worst-is-still-ahead-for-turkeys-bubble-economy/#1fddffec7195>, aufgerufen am 8.2.2016).

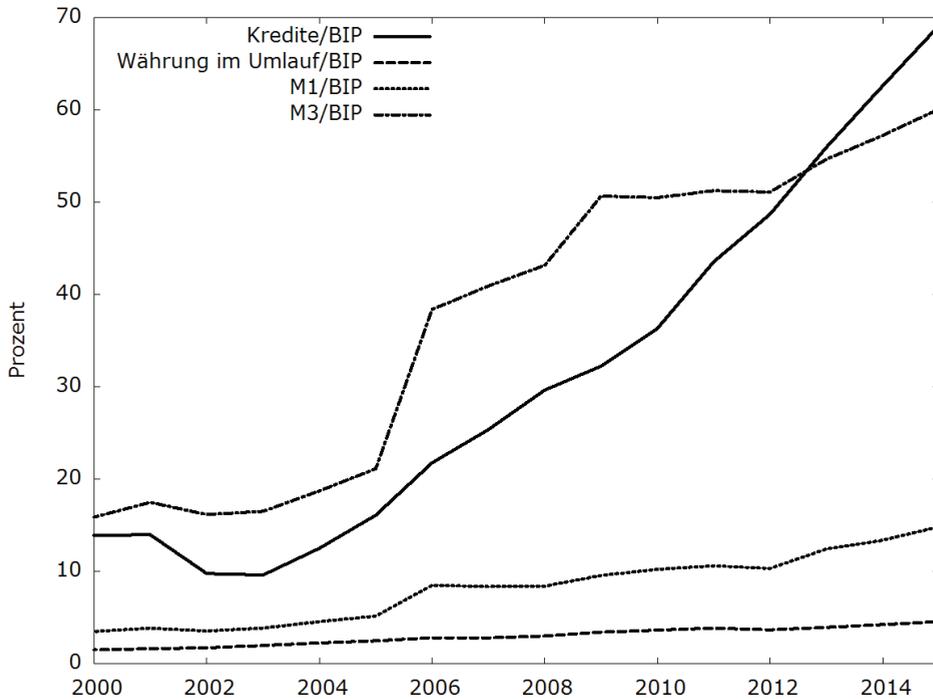


Abbildung 24: Geldmengen in Relation zum BIP in der Türkei (2000–2012),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Aus Abbildung 24 wird deutlich, dass sich die Geldmenge in der Türkei im Vergleich zur Wirtschaftsleistung insgesamt um ein Vielfaches vergrößert hat. Ein Teil dieses Anstiegs geht auf die Einbeziehung der Devisenkonten 2006 zurück, die bei M3 zu einem 17-prozentigen Sprung führte. Aber auch nach 2006 erhöhete sich der Anteil von M3 am BIP. Dieser Anstieg steht in Verbindung mit der starken Kreditexpansion in der Türkei. Die private Kreditvergabe der Banken wuchs bis Ende 2007 auf 42 Prozent der konsolidierten Bankbilanzen und 32 Prozent des BIP (vgl. BSB 2008: 119). Laut dem Bericht der BSB geht dies insbesondere auf einen rasanten Anstieg der Konsumentenkredite zurück, deren Anteil in der gesamten privaten Kreditvergabe von 11 Prozent (1997) auf 43 Prozent (2007) anstieg (vgl. ebd.). Wie aus der obigen Abbildung deutlich wird, stiegen

die Kredite auch nach 2007 stark an und erreichten Ende 2012 fast 50 Prozent des BIP. Die Geldmengen- und Kreditentwicklung belegen die wachsende Bedeutung des Finanz- und Bankensektors in den 2000er Jahren.<sup>311</sup>

Aus dieser Entwicklung wird deutlich, warum die Finanzmarktstabilität nach 2007/08 besonders im Fokus der Regierung und der Zentralbank stand. Der absolute als auch relativ am BIP gemessene rapide Anstieg von M3 und vom gesamten Kreditvolumen heizte Befürchtungen über die finanzielle Stabilität und einer Blase in bestimmten Sektoren, insbesondere im Bau und Immobiliensektor, an. Gleichzeitig forderte die Regierung eine Lockerung der Geldpolitik um die 2008 und 2009 eingebrochene Konjunktur zu stärken. Die oben beschriebenen liquiditätspolitischen Maßnahmen müssen in diesem Kontext verstanden werden. Ein weiteres zentrales geldmengenpolitisches Thema in der Türkei ist die Rolle der Dollarisierung, auf die wir im Folgenden eingehen möchten.

### 7.3.2 Die Rolle der Dollarisierung

Wir haben gesehen, dass die Geldmenge in der Türkei deutlich höher ausfällt, wenn die Deviseneinlagen berücksichtigt werden. Um die Rolle und Bedeutung der Deviseneinlagen einordnen zu können, ist es notwendig sich das Verhältnis der TRY- und der Devisenkonten im Bankensektor anzuschauen. Die hohe Inflation in den 1980er und 1990er Jahren hatte in der Türkei dazu geführt, dass viele ihre Ersparnisse in stabileren Auslandswährungen gehalten haben. Dies führte zu einer partiellen Dollarisierung der türkischen Geldwirtschaft, in der Devisen neben der türkischen Lira quasi als Parallelwährung existierten. In der Alltagsökonomie zeigte sich die Dollarisierung darin, dass mittel- bis langfristige Kontrakte in ausländischen Währungen abgeschlossen wurden. So vermieteten zum Beispiel Wohnungseigentümer ihre Immobilien auf Devisenbasis, um sich vor Inflation zu schützen. Viele Kleinanleger und Sparer, die Geld zur Seite legen wollten, tauschten ihre Ersparnisse in Devisen um und legten diese auf

---

<sup>311</sup> In der Türkei konkurrieren die Banken bei der Kreditvergabe vor allem im unteren und mittleren Kundensegment. Exemplarisch hierfür ist die relativ laxen Kreditkartenvergabe und Kreditwerbung in den Massenmedien. So werben Banken mit diversen Werbespots für Kredite, die per SMS betragt werden können. Zwischen Ende 2005 und Ende 2013 lag der Anteil der Konsumentenkredite (inclusive Kreditkarten) bei durchschnittlich 37 Prozent des gesamten Kreditvolumens. Ein Anstieg der privaten Insolvenzen hat dazu geführt, dass das Thema Kreditverschuldung in der Öffentlichkeit breit diskutiert wird.

Devisenkonto an, wofür die Banken im internationalen Vergleich relativ hohe Zinsen zahlten.

Aus den Einlagenstatistiken geht hervor, dass sich diese Praxis in den letzten 10 Jahren geändert zu haben scheint. Diese Entwicklung wird von Kommentatoren als Entdollarisierung bezeichnet und soll im Folgenden erörtert werden. Wie aus Tabelle 15 hervorgeht, stiegen die Deviseneinlagen (Sicht- und Termineinlagen) in den Krisenjahren 2001 über die TRY-Einlagen bei den Banken. Während Ende 2000 der Anteil der Devisenkonto an den Gesamteinlagen bei 46 Prozent lag, stieg dieser Anteil 2001 auf 57 Prozent und blieb im Folgejahr 2002 bei 56 Prozent. Alleine 2001 erhöhten sich die Devisenkonto im Vergleich zum Vorjahr um 136,9 Prozent.

Tabelle 15: Bankeinlagen in der Türkei in Mrd. TRY und Prozent (2000–2013)

	TRY Termin	TRY Sicht	TRY Insgesamt	FX-Einlagen	Einlagen Insgesamt	FX/Einlagen Insgesamt in %
2000	23,5	4,9	28,4	24,3	52,7	46,1
2001	37,2	6,2	43,4	57,5	100,9	57,0
2002	47,9	8,7	56,6	72,8	129,4	56,2
2003	61,8	13,9	75,7	68,9	144,6	47,7
2004	83,2	20,0	103,2	76,1	179,3	42,4
2005	116,5	28,7	145,2	76,4	221,6	34,5
2006	142,3	28,2	170,5	101,4	271,9	37,3
2007	178,1	31,7	209,8	104,2	314,0	33,2
2008	233,6	35,2	268,8	127,8	396,6	32,2
2009	266,6	41,2	307,8	147,7	455,5	32,4
2010	330,2	59,6	389,8	153,6	543,4	28,3
2011	359,6	65,2	424,9	191,4	616,3	31,1
2012	400,4	75,3	475,7	201,5	677,2	29,8
2013	428,1	75,8	503,9	202,1	706,0	28,6

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Verantwortlich für diesen hohen Anstieg war der rapide Wertverlust der türkischen Währung aufgrund der explodierten Devisennachfrage und der Kapitalflucht im Zuge der Finanzkrise im Februar 2001. Ab März 2003 begann die TRY aufgrund des Inflationsrückgangs und der hohen Realzinsen aufzuwer-

ten. Eine Folge davon waren Veränderungen in der Struktur der Bankeinlagen. Während die Devisenkontoen Ende 2003 noch 47,7 Prozent ausmachten, nahm dieser Anteil in der Zeit nach der Krise von 2001 stetig ab, wie es auch in Abbildung 25 nochmals veranschaulicht wird (vgl. CBRT 2005a: 88). Ende 2012 lag der Anteil der Devisenkontoen nur noch bei 29,8 Prozent und Mitte Mai 2013 bei 28,6 Prozent.

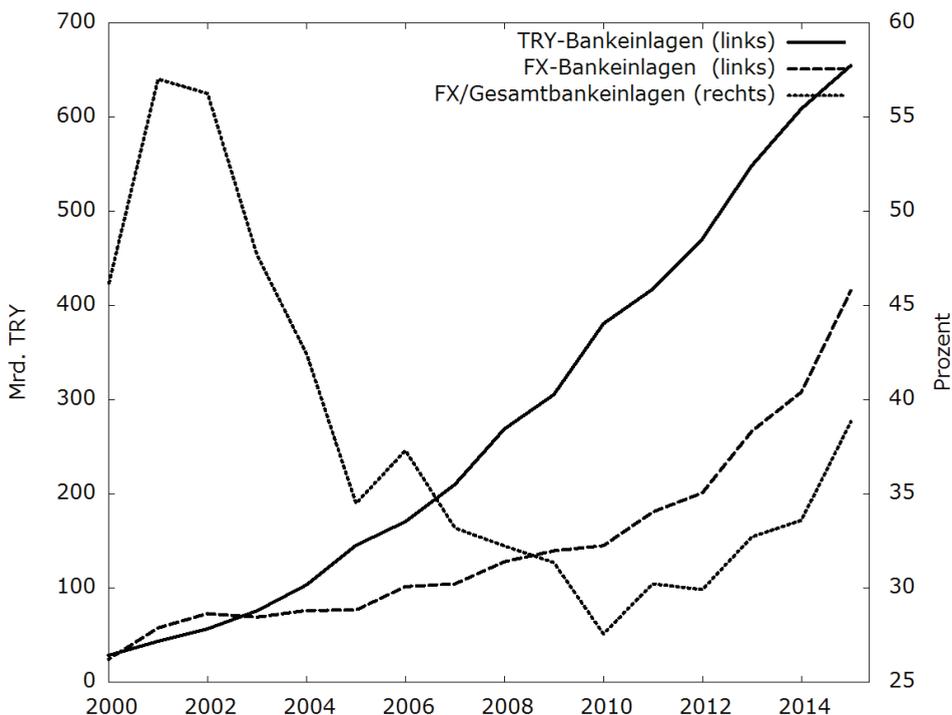


Abbildung 25: TRY- und FX-Bankeinlagen in der Türkei (2000–2015),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: Treasury

Diese Verschiebung spiegelt sich auch in der Struktur der Geldmengenaggregate M1–M3 wider. Aus Tabelle 15 geht hervor, dass vor allem die Termineinlagen in TRY zugenommen haben und den Anstieg von M3 erklären. Aber auch bei M1 ist ein größerer Anteil an Sichteinlagen in TRY zu erkennen. Das Jahr 2003 war ein Wendepunkt für die Struktur der Bankeinlagen, von dem ab der Anteil der Devisenkontoen an den Gesamteinlagen unter 50 Prozent fällt. Die Entwicklung der Zinsen für Bankeinlagen liefert dafür eine Erklärung. Die Realzinsen

für Bankeinlagen in TRY haben ab 2003 die nominellen Zinsen für USD-Konten übertroffen. Dieser Trend setzte sich bis Anfang 2010 fort. In den ersten drei Quartalen 2010 und der Periode zwischen November 2011 bis Oktober 2012 lagen die Realzinsen aufgrund des Inflationsanstiegs unter der Verzinsung der Devisenkonten. Dies mag auch erklären, warum der Anteil der Devisenkonten 2011 zwischenzeitlich wieder leicht auf 31,1 Prozent gestiegen ist. Bezogen auf die Zinsentwicklung im Einlagengeschäft können wir resümieren, dass der nominelle Zins-Spread zwischen TRY und dem USD zwar nach 2001 gesunken ist, aber auch heute nach wie vor hoch ist.<sup>312</sup> Um TRY-Einlagen zu halten müssen die Banken hohe Realzinsen für TRY anbieten. Für Deviseneinlagen hingegen sind die Zinsen nach der Krise 2001 gesunken. Im Zuge der lockeren Geldpolitik der FED sind die Zinsen in der Türkei nach der Krise 2001 und insbesondere nach September 2001 in den einstelligen Bereich gesunken. Mit Ausnahme des letzten Quartals 2008 lagen die kurz- bis langfristigen Zinsen für USD-Einlagen in der Türkei im einstelligen Bereich. Damit blieben sie in der Türkei im Vergleich zu TRY-Einlagen relativ unattraktiv. Auf internationaler Ebene hingegen waren sie angesichts der weltweit niedrigen Zinsen hoch genug, um Kapital aus dem Ausland anzuziehen.

Ob diese Entwicklung tatsächlich als ein Ende der Dollarisierung bezeichnet werden kann, bleibt jedoch fraglich. Die zwischenzeitliche Kapitalflucht von Mitte 2006 hat gezeigt, dass im Fall eines größeren Kapitalabzugs, inländische Bankeinlagen schnell in Devisenkonten getauscht werden und zwar nicht nur von ausländischen Investoren, sondern auch von Inländern. Dies zeigt sich an dem Anstieg der Devisenkonten im Mai 2006 um 32,7 Prozent, während die TRY-Konten lediglich um 17,4 Prozent zunahmen. Von Mai 2006 bis Mai 2007 lag der Anteil der FX-Einlagen an den Gesamteinlagen bei durchschnittlich 38,1 Prozent. Der Anstieg der Zinsen nach 2006 verdeutlicht diese Entwicklung. Auch die Entwicklung der Zentralbankbilanz deutet darauf hin, dass Devisen eine weitaus wichtigere Rolle spielen, als es aus der Entwicklung der privaten FX-Konten hervorgeht.

---

<sup>312</sup> Der Spread zwischen TRY und dem USD lag zwischen Mai 2004 (dem ersten Monat mit einer einstelligen Inflationsrate) bis Juli 2013 bei durchschnittlich 11,67 (für den EUR 12,38). Seit Anfang 2010 beträgt der durchschnittliche Zinsspread der TRY mit dem USD 7,67 und 8,33 mit dem EUR. Der Spread der Zinsen für TRY-Einlagen für die gesamte Dekade ab 2000 kommt auf einen Durchschnitt von 36,04 mit dem USD und 36,77 mit dem EUR. Für die Berechnung der fehlenden Monate beim EUR (zwischen Januar 2000 bis Dezember 2001) wurden die Zinsen für die DM berücksichtigt.

Ein weiterer Risikofaktor bleibt der Außenwert der TRY. Seit 2003 hat die türkische Währung aufgewertet. Diese Aufwertung führte dazu, dass der Anteil der Devisenkonten in der CBRT Statistik geringer ausgefallen ist, weil sie in TRY ausgewiesen sind. Nach dieser Methode würde sich der Anteil der Devisenkonten bei einem möglichen Kursverlust der TRY entsprechend rasch nach oben korrigieren.<sup>313</sup> Würde beispielsweise die TRY 20 Prozent an Wert verlieren, würde der Anteil der Devisenkonten von 28,6 Prozent auf 33 Prozent steigen. In der Krise von 2001 verlor die TRY binnen kurzer Zeit über 40 Prozent an Wert gegenüber dem USD. In einem vergleichbaren Fall würde der Anteil der Devisenkonten allein aufgrund des Kursverlustes auf 36 Prozent steigen. Dieser Anteil würde noch viel höher liegen, wenn aus dem Kursverlust eine Umschichtung der Bankeinlagen folgen würde, wie das bei der Krise von 2001 der Fall war.<sup>314</sup> Wir können daraus folgern, dass der relative Rückgang der Devisenkonten ein irreführendes Bild vermittelt. Die hohe Substitutionsbereitschaft kann dazu führen, dass sich die als Entdollarisierung bezeichnete Entwicklung der letzten Jahre in instabilen Phasen schnell umkehren kann. Der hohe Anteil der Devisenkonten weist auf diese Möglichkeit hin.

## 7.4 Der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation in der Türkei und in der EU

Nachdem wir nun die Geldmengenentwicklung dargestellt haben, wollen wir abschließend das empirische Verhältnis von Geldmenge und Inflation in der Türkei betrachten. In der Mainstreamökonomik herrscht die quantitätstheoretische Auffassung vor, dass die Inflation vor allem ein monetäres Phänomen ist. Der hieraus abgeleiteten Neutralitätstheorie des Geldes zufolge affiziert ein Anstieg der Geldmenge lediglich die Preise. Ökonomisches Wachstum wird hingegen nicht beeinflusst. Folglich konstatiert diese Doktrin zwischen der Ver-

---

<sup>313</sup> Absolut betrachtet stiegen die privaten Deviseneinlagen bei den türkischen Banken von 2005 bis Ende 2008 von 49 auf 63 Mrd. EUR. Dies deutet darauf hin, dass die ‚Dollarisierung‘ auch weiterhin eine Konstante in der türkischen Ökonomie geblieben ist (vgl. BSB 2008: 120). Die gesamten Devisenkonten betragen Mitte 2013 ca. 102,6 Mrd. EUR (ausgewiesen in 257,9 Mrd. TRY). 95 Prozent davon werden bei den Geschäftsbanken und der Rest bei der CBRT gehalten.

<sup>314</sup> Von demselben Problem wären auch die Auslandsschulden der Türkei betroffen. Darauf wollen wir an dieser Stelle jedoch nicht näher eingehen.

änderung der Geldmengenaggregate und der Inflationsrate einen positiven und proportionalen Zusammenhang. Im Idealfall passen sich die Preise exakt der Geldmengenentwicklung an. Heterodoxe Ansätze bezweifeln dies und unterstreichen, dass das Verhältnis zwischen Geldmenge und Inflation komplexer ist und eine differenziertere Betrachtung verdient. In diesem Abschnitt werten wir die empirischen Daten für die Türkei aus und betrachten kurz die Entwicklung im Euroraum.

In der folgenden Tabelle 16 sind die jährlichen prozentualen Veränderungsdaten für die relevanten monetären Größen in der hier betrachteten Periode eingetragen. Welche Erkenntnisse lassen sich aus diesen empirischen Daten ziehen?

Tabelle 16: Geldmengenwachstum in der Türkei (2001–2015)

	M1	M3	KPI	BIP	Überschussgeldmengenwachstum (M1-BIP)	Überschussgeldmengenwachstum (M3-BIP)
2001	58,6	58,7	68,5	-5,7	64,3	64,4
2002	34,4	34,9	29,7	6,2	28,2	28,7
2003	41,1	32,5	18,4	5,3	35,8	27,2
2004	45,4	39,4	9,3	9,4	36,0	30,0
2005	31,5	31,0	7,7	8,4	23,1	22,6
2006	31,7	36,0	9,6	6,9	24,8	29,1
2007	9,2	18,5	8,4	4,7	4,6	13,9
2008	13,4	18,9	10,1	0,7	12,8	18,3
2009	14,0	17,6	6,5	-4,8	18,8	22,5
2010	23,4	15,0	6,4	9,2	14,2	5,8
2011	22,5	19,9	10,4	8,8	13,7	11,1
2012	6,3	8,8	6,2	2,2	4,1	6,7
2013	33,2	18,4	7,4	4,2	29,0	14,2
2014	20,1	16,8	8,2	3,0	17,1	13,8
2015	24,1	17,3	8,8	4,0	20,1	13,4

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS, TSI, Treasury

Als erstes fällt auf, dass das (nominelle) Wachstum von M1 und M3 mit einem Anstieg der Inflation einhergeht, was auf eine positive Korrelation hindeutet. Zwischen M1 und KPI beträgt die Korrelation 0,69 und zwischen M3 und KPI 0,81. Das bedeutet, wenn die M1 um ein Prozent steigt, folgt der KPI um 0,69

Prozent. Wenn die Wachstumswahlen berücksichtigt werden, ergibt sich eine noch engere Korrelation zwischen diesen Größen. In diesem Fall beträgt die Korrelation zwischen M1-BIP und KPI 0,77, und zwischen M3-BIP und KPI 0,86. Diese Ergebnisse weisen auf einen positiven Zusammenhang zwischen Inflations- und Geldmengenentwicklung hin.

Die kurzfristige Betrachtung zeigt jedoch ein differenzierteres Bild. In den folgenden beiden Streudiagrammen ist das Verhältnis zwischen M1-KPI bzw. M3-KPI (monatliche prozentuale Änderung mit Methode der kleinsten Quadrate-Anpassung) für den Zeitraum 2000 bis zum ersten Quartal 2013 abgebildet (siehe Abbildung 26 und 27).

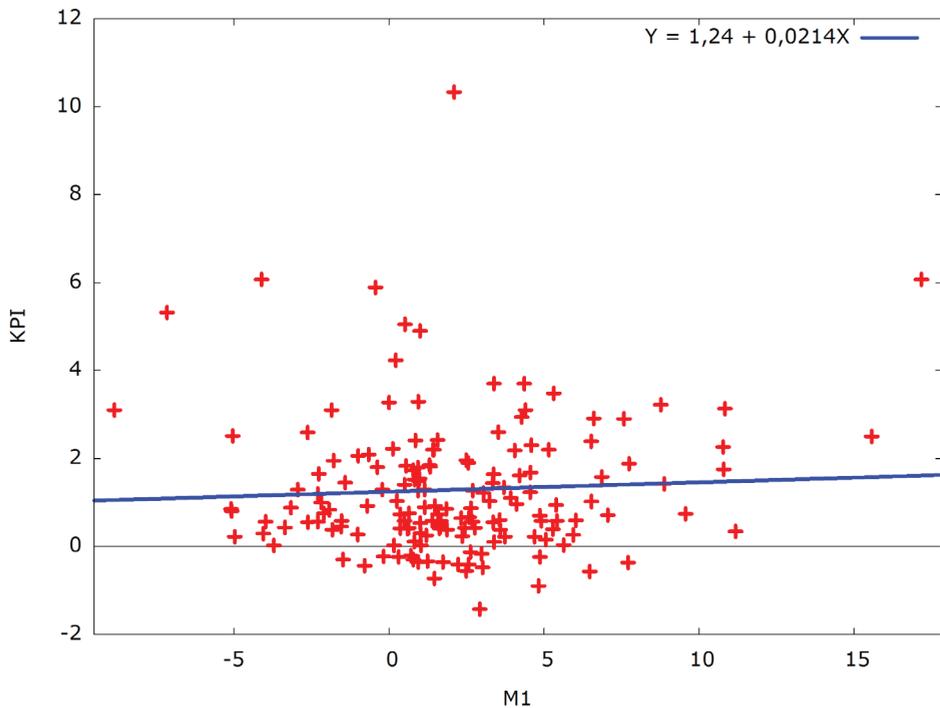


Abbildung 26: Das Verhältnis von M1 und KPI in der Türkei (2000–2013 Q1),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

In Abbildung 26 ist auf der Abszisse die monatliche Veränderungsrate von M1 und auf der Ordinate der KPI eingetragen. Die Trendgerade zwischen Inflation und M1 ist fast horizontal. Das verweist darauf, dass das Verhältnis kurzfristig

nicht eindeutig ist und dem quantitätstheoretischen Zusammenhang nicht entspricht. In Abbildung 27 ist auf der Abszisse die monatliche Veränderungsrate von M3 und auf der Ordinate der KPI zu sehen.

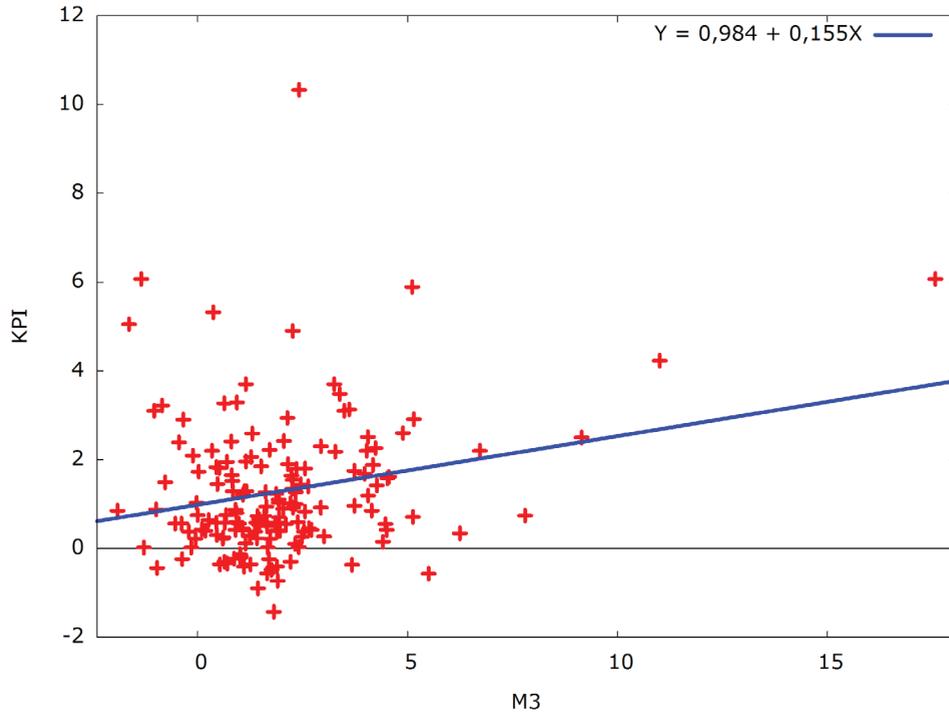


Abbildung 27: Das Verhältnis von M3 und KPI in der Türkei (2000–2013 QI),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Die Trendgerade zwischen Inflation und M3 hat eine deutlichere Steigung als die Trendgerade zwischen Inflation und M1, was auf einen signifikanteren positiven Zusammenhang hindeutet. In der Lehrbuchliteratur werden vergleichbare Resultate auch für andere Fallbeispiele zur Kenntnis genommen. Sie werden damit erklärt, dass die Quantitätstheorie eher langfristige Zusammenhänge beschreibe und kurzfristig nicht zutreffen müsse (vgl. Mankiw 1998: 178).

Eine weitere Beobachtung, die aus Tabelle 16 hervorgeht, betrifft die unterschiedlichen Wachstumsgrößen. Die Wachstumsraten für M1 und M3 lagen außer in dem Krisenjahr 2001 über der Veränderung des KPI. Zwischen 2000 und 2012 lag das Durchschnittswachstum von M1 bei 34,5 Prozent und von M3 bei

28,9 Prozent. Die durchschnittliche Inflation betrug im selben Zeitraum 17,7 Prozent. Diese ungleiche Entwicklung wird noch deutlicher, wenn wir den KPI-Index für das Jahr 2003 auf 100 normieren. Demnach stieg die Inflation bis ins erste Quartal 2013 auf 218,8 Punkte, was einer Verdoppelung gleichkommt. Im selben Zeitraum haben sich das im Umlauf befindliche Geld als auch alle drei Geldmengen M1-M3 mehr als verzehnfacht.<sup>315</sup> Wenn wir das nominale Geldmengenwachstum vom Wirtschaftswachstum bereinigen, ergeben sich Durchschnittswerte, die immer deutlich über der Inflation liegen.

Aus Abbildung 28 geht hervor, dass in der Türkei die Geldmenge (BIP bereinigt) und die Inflation in dem hiesigen Betrachtungszeitraum zwar dieselben Vorzeichen hatten, jedoch nicht gleichmäßig gewachsen sind. Seit dem Ende der hohen Inflation übertrifft die Wachstumsrate der bereinigten Geldmengen M1 und M3 die Inflationsrate. Eine Ausnahme bildet das Jahr 2011. Richtig ist, dass mit dem Ende der hohen Inflation auch die Wachstumsraten der Geldmengen abgenommen haben. Diese Gleichzeitigkeit und die enge Korrelation sagt aber noch nichts über das kausale Verhältnis zwischen Geldmenge und Inflation in der Türkei aus.<sup>316</sup> Welche theoretischen Erkenntnisse können daraus abgeleitet werden?

---

<sup>315</sup> Das im Umlauf befindliche Zentralbankgeld stieg von 4,5 auf 48 Mrd. TRY. Bei den Geldmengen M1, M2 und M3 zeichnet sich ein ähnliches Bild ab. M1 stieg von 14,7 Mrd. TRY auf 160,1 Mrd. TRY, M2 von 46,5 auf 657,8 Mrd. TRY und M3 von 66 auf 784,9 Mrd. TRY (Quelle: CBRT-EDDS).

<sup>316</sup> Eine 2002 von der CBRT veröffentlichte Studie zeigt, dass auch in den 1990er Jahren zwischen der Inflation und der Geldbasis eine hohe Korrelation beobachtet wurde (vgl. Bahmani-Oskooee/Domaç 2002: 15). In der Studie wird jedoch unterstrichen, dass in exogenen Einflüssen auf die Geldbasis nicht die Ursachen für den inflationären Druck in der Türkei gesehen werden können: „The empirical findings show that inflationary pressures in Turkey have their origin in the following factors: (i) the presence of external shocks which engender sharp exchange rate depreciations; (ii) changes in public sector prices; and (iii) inflationary inertia.“ (Bahmani-Oskooee/Domaç 2002: 15 f.)

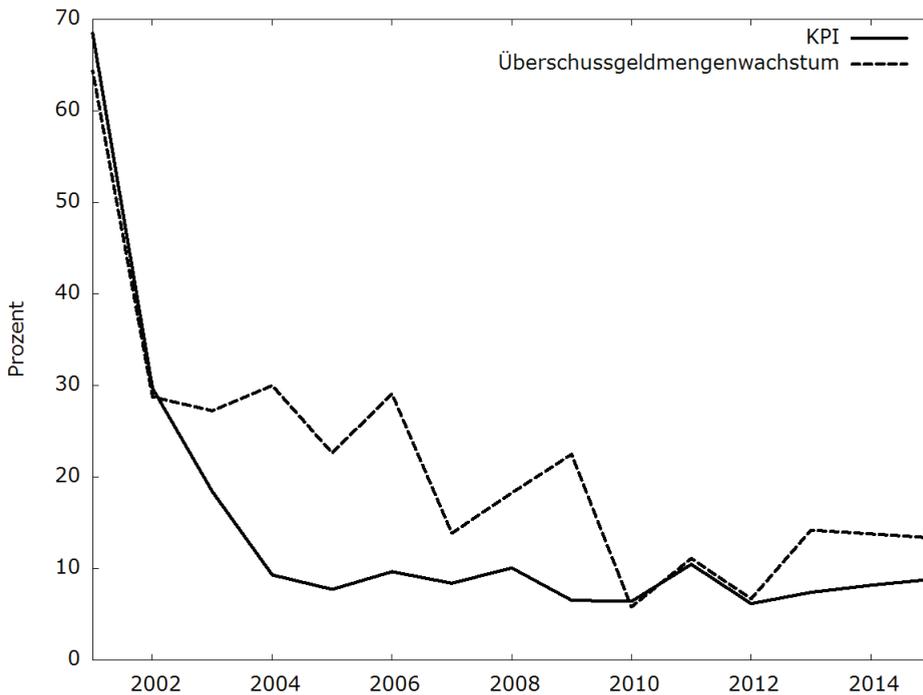


Abbildung 28: Überschussgeldmenge und Inflation in der Türkei (2001–2015),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS, TSI, Treasury

Der monetaristischen Theorie zufolge kann die Ankündigung der erwarteten Geldmengenentwicklung seitens der Zentralbank Inflationserwartungen vorbeugen. Dazu werden Zielwerte für die Geldmengenentwicklung festgelegt, die der Geldpolitik als Interventionsmaß dienen. An anderer Stelle haben wir das monetaristische Experiment in den USA zwischen 1979 und 1985 und dessen Scheitern erörtert (vgl. Şener 2014). Die geldpolitische Ausrichtung der EZB ist ein weiteres Beispiel für die gegenwärtige empirische Schwäche der monetaristischen Theorie. Eine der beiden Säulen der Geldpolitik der EZB bildet der quantitative Referenzwert für das Geldmengenwachstum (vgl. ECB 1999). Die Entwicklung des monetären Aggregats M3 wird als Indikator für Preisstabilität

festgelegt.<sup>317</sup> Der Definition der EZB zufolge entspricht ein jährliches M3 Wachstum von 4,5 Prozent dem Preisstabilitätsziel von 2 Prozent (vgl. ebd. 9).<sup>318</sup>

Diese Geldmengenorientierung steht in der Tradition der monetaristischen Quantitätstheorie, im Rahmen derer Inflation vor allem als monetäres Phänomen verstanden wird (vgl. ECB 2004: 42; Heine/Herr 2006a: 62). Die Veränderungen der Geldmenge korrelieren nicht nur stetig und positiv mit der Inflationsrate, sondern werden auch als dessen Ursache angesehen. Die zweite Säule bildet die Beobachtung verschiedener ökonomischer Parameter, wie z. B. *inter alia* Preisindizes, realwirtschaftliche und fiskalische Indikatoren, sowie Finanzmarktwerte, die zur Inflationsprognose herangezogen werden (vgl. ECB 1999: 49). Während die erste Säule einen quantitativen Richtwert vorsieht, steht die zweite Säule für eine qualitative Analyse und Einschätzung der Inflationsentwicklung.

Im Fall der EZB hat sich mittlerweile herausgestellt, dass der Referenzwert weder die tatsächliche Entwicklung von M3 widerspiegelt noch eine Aussage über die geldpolitischen Entscheidungen der EZB zulässt. Aus den monetären Daten der EZB geht hervor, dass seit 2001 das Volumen und die Wachstumsrate der Geldmenge deutlich über den Referenzwert von 4,5 Prozent angestiegen sind, was auf eine expansive Kreditentwicklung zurückgeführt wird (vgl. Matysik 2007: 39 ff.).<sup>319</sup> Es ist aber nicht zu einer vergleichbaren Erhöhung der Inflation gekommen, wie die monetaristische Doktrin voraussagt. Die Inflationszahlen sind im Gegenteil weiter rückläufig geblieben. Zudem senkte die EZB die Hauptfi-

---

<sup>317</sup> M3 gilt als umfassendes Geldmengenaggregat, das zusätzlich zum im Umlauf befindlichen Zentralbankbargeld und täglichen Bankdepósitos (M1) die Bankeinlagen mit zweijähriger Laufzeit sowie dreimonatiger Kündigungsfrist (M2), Repo, Geldmarktpapiere und Darlehenssicherheiten umfasst (vgl. ECB 2004: 37).

<sup>318</sup> Für den Euroraum wird ein harmonisierter Verbraucherpreisindex (Harmonised Index of Consumer Prices, HICP) von maximal 2 Prozent als kompatibel mit dem Preisstabilitätsziel festgelegt (vgl. ECB 1999: 50 f.). Der HICP setzt sich zu knapp 60 Prozent aus Waren und zu 40 Prozent aus Dienstleistungen zusammen (vgl. ECB 2004: 52).

<sup>319</sup> Betrachtet man etwa statistische Daten für die BRD (Bundesbank und Statistische Bundesamts), stellt sich ein vergleichbares Bild dar. Auch hier ist in den vergangenen zwei Dekaden zwischen der Entwicklung der Inflation und der Geldmengen M1-M3 kein kausaler Zusammenhang erkennbar jedenfalls keiner der die Kernaussage der Quantitätstheorie unterstützt. Der Berliner Bundesbankvertreter Matysik argumentiert, dass unsicherheitsbedingte Umschichtungen der Portfolios nicht als Erklärung ausreichen, weil der Liquiditätsüberhang auch nach dessen Bereinigung stark ansteigt. Plausibler hingegen ist das rasante Wachstum von M3 auf einen starken Anstieg der Kreditnachfrage bzw. der vergebenen Kredite an die Nicht-Banken zurückzuführen. Matysik nennt in diesem Zusammenhang einen starken Anstieg der Hypothekarkredite als Ursache (vgl. 2007: 47).

finanzierungszinsen in dieser Periode. Nach der monetaristischen Logik hätte die EZB die Zinsen erhöhen müssen, um einer Inflationsgefahr vorzubeugen (vgl. Heine/Herr 2006a: 184). Dafür bestand aber schlicht kein Anlass. Das Geldmengenwachstum und die ausgedehnte Liquidität koinzidierten also mit einem rückläufigen Preisindex. Damit wird die lineare Verknüpfung von Inflation und Geldmenge ausgeschlossen. Die EZB erkannte diesen Trend bereits 2003 und verwässerte ihre Zwei-Säulen Strategie, in dem sie die jährliche Überprüfung des Geldmengenziels aufgab (vgl. ECB 2004: 5 ff.). Trotz dieses Eingeständnisses wird offiziell an dem Zwei-Säulen-Konzept weiterhin festgehalten.<sup>320</sup>

Die programmatische Auffassung der EZB ist ein Mix aus wirtschaftspolitischen Beobachtungen und *stilisierten Fakten*, die den nachhaltigen Einfluss der monetaristischen Theorie verdeutlichen. Die Eckpunkte der EZB Geldpolitik, in denen die zeitliche Dimension von ökonomischen Effekten und politischen Rahmenbedingungen betont wird, signalisiert, dass das neoklassische makroökonomische Paradigma auch um neu-keynesianische und neo-institutionelle Ansätze erweitert wurde. Letztere wurden inkorporiert, ohne etwas an dem grundsätzlichen theoretischen Gerüst zu verändern. Ich nenne dies den Neuen Konsens in der Geldpolitik.

Die monetaristische Voraussage, dass Veränderungen im Geldangebot zu proportionalen Preisveränderungen führen, hat sich weder in den USA noch im Euroraum empirisch bewahrheitet. Dies wird von der ökonomischen Mainstreamlehre mittlerweile nicht mehr ignoriert. Es ist also keineswegs so, dass zwischen der Geldmenge, die eben nicht nur mit den von der Zentralbank ausgegebenen Noten beschränkt wird, und der Preisentwicklung eine notwendig positive bzw. strikt monotone Verbindung herrscht. Die zweite Erkenntnis, die sich hieraus

---

<sup>320</sup> Heine und Herr interpretieren die Zwei-Säulen-Strategie als Kompromiss unterschiedlicher Geld- und Inflationstheorien (vgl. 2006a: 64). Hinweis für diese These liefert die Feststellung, dass aus diesem Konzept zwei entgegengesetzte geldpolitische Aussagen resultieren können. Während die erste Säule beispielsweise nach dem monetaristischen Postulat bei einem zu starken Anstieg von M3 eine Zinssteigerung empfehlen müsste, würde die zweite Säule bei einem konjunkturellen Abschwung eine Zinssenkung implizieren (neu-keynesianische Theorie). Diese Problematik trat nach 2001 ein, als M3 deutlich über den Referenzwert anstieg, gleichzeitig aber die Konjunktur sich abzuschwächen begann. Nach dem theoretischem Konzept der EZB gab es somit sowohl Anzeichen für eine restriktive als auch expansive Geldpolitik. Im Endeffekt senkte die EZB die Zinsen, um das schwache Wachstum im Euroraum anzukurbeln.

ableiten lässt, lautet, dass die Zentralbank die Geldmenge nicht einfach exogen festlegen und bestimmen kann, was für die Endogenität der Geldmenge spricht.

## 7.5 Fazit

In diesem Kapitel wurden strukturelle Merkmale der Geldmengenentwicklung in der Türkei erläutert. Es wurde gezeigt, dass die CBRT insbesondere ab 2010 eine akkommodierende Geldpolitik betrieben hat, um das Konjunkturprogramm der Regierung zu stützen. Die Zentralbank griff neben der Zinspolitik mit einer aktiven Mindestreservpolitik und Offenmarktinstrumenten in die Liquiditäts- und Kreditentwicklung ein und versuchte diese konjunkturwirksam zu steuern. Insgesamt schwankte die Geldpolitik dabei zwischen Liquiditätssteuerung und Sicherung der finanziellen Stabilität (vgl. Uslu/Özçam 2014).

In diesem Zeitraum sind die Geldmengen in der Türkei stark angestiegen. Wie gezeigt wurde, sind die Geldmengen M1 und M3 nicht nur absolut stark gestiegen, sondern haben auch in Relation zum BIP deutlich zugenommen. Diese Entwicklung wurde von einem hohen Anstieg des Kreditvolumens begleitet. Diese Geldmengenexpansion deutet auf eine zunehmende Monetarisierung und Finanzialisierung der türkischen Ökonomie hin. Die hier präsentierten und untersuchten monetären Größen haben zudem gezeigt, dass die Inflation nicht proportional mit der Geldmenge gestiegen ist. Zwar konnte ein grundlegender positiver Zusammenhang beobachtet werden, die Inflation blieb aber hinter dem Geldmengenzuwachs zurück. Damit verzeichnete die Türkei eine ähnliche Entwicklung wie andere OECD-Staaten. Im türkischen Fall zeigte sich zudem, dass die Dollarisierung weiterhin eine wichtige Rolle spielt. Wie wir im folgenden Kapitel zeigen werden, bildet der hohe Grad der Dollarisierung im Zusammenhang mit der Währungspolitik eine strukturelle Schwäche für die türkische Wirtschaft.

Bezogen auf unsere Fragestellung können wir zwei Schlussfolgerungen aus der obigen Analyse ziehen. Erstens, nach der Wirtschaftskrise hat die Zentralbank das Konjunkturpaket der Regierung durch eine akkommodierende Geldpolitik unterstützt, obwohl die Inflationsziele nicht erreicht wurden. Dies ist ein starkes Indiz dafür, dass die Geldpolitik trotz institutioneller Unabhängigkeit unter po-

litischem Einfluss steht und nicht wie behauptet entpolitisiert ist. Der Einfluss der Regierung auf die Geldpolitik zeigt sich folglich auch in der Liquiditätspolitik der CBRT. Zweitens, die Neutralitätstheorie des Geldes kann auch für die Entwicklungen in der türkischen Ökonomie empirisch nicht eindeutig verifiziert werden. Die Neutralitätstheorie ist eine zentrale Annahme für die Verfechter einer unabhängigen Zentralbank und einer entpolitisierten Geldpolitik. Mit der Ablehnung dieser Annahme wird auch das Entpolitisierungsparadigma als solches geschwächt. Nachdem wir nun den Einfluss der Wirtschaftspolitik auf die Zinssetzung und Liquiditäts- und Geldmengenpolitik gezeigt haben, wollen wir im folgenden Kapitel auf die Währungspolitik eingehen.



## 8 Die Währungspolitik der CBRT

Freihandelstheoretiker befürworten freie Kapital- und Währungsmärkte, auf denen das internationale Angebot und die Nachfrage die Wechselkursentwicklung bestimmen. Staatliche Eingriffe werden als ineffizient und verzerrend für die ökonomische Entwicklung erklärt. In der globalen Währungskonkurrenz spielt die Währungspolitik jedoch eine entscheidende Rolle und Regierungen überlassen die Wechselkurse nicht einfach den Marktkräften. Das ist auch leicht nachvollziehbar, weil die Stellung in der Währungshierarchie Ausdruck der ökonomischen und politischen Macht eines Staates ist. Die internationale Konkurrenzfähigkeit führender Industrieländer, die sich in hohen Exporten und Handelsbilanzüberschüssen zeigt, manifestiert sich in ihren starken Währungen und ihrer hohen Kaufkraft. Umgekehrt zählen die Währungen aus Ländern, die in der internationalen Konkurrenz das Nachsehen haben und regelmäßige Handelsbilanzdefizite verzeichnen, zu den schwachen und instabilen Zahlungsmitteln.

Wenn schwache Währungen Ausdruck fehlender internationaler Konkurrenzfähigkeit sind, dann werden hiermit konfrontierte Regierungen in der Regel versuchen, Einfluss auf die Kursentwicklung ihrer Währungen zu nehmen. Entscheidend in der Ausrichtung der staatlichen Währungspolitik sind die jeweiligen Interessenlagen der unterschiedlichen sozioökonomischen Akteure eines Landes, denn Währungspolitik ist weder auf internationaler noch auf nationaler Ebene eine neutrale Angelegenheit. Währungspolitische Maßnahmen werden in der politökonomischen Literatur daher seit langem ausführlich behandelt. Der Staat und öffentliche Sektoren profitieren in der Regel von einer starken Währung, ebenso wie der Banken- und Finanzsektor, die Produzenten von nicht-international konkurrierenden Gütern und Dienstleistungen sowie internationale Handels- und Investorengruppen. Hauptsächlich exportorientierte Sektoren und Wirtschaftszweige bevorzugen dagegen eher eine schwache Währung (vgl.

Frieden 1991: 445). Grundsätzlich herrscht die Auffassung, dass alle Sektoren von stabilen Wechselkursen profitieren, weshalb Zentralbanken versuchen, starke Schwankungen zu verhindern. Auch was den Aspekt der nationalen Geldautonomie betrifft, existieren unterschiedliche Interessen. Der öffentliche Sektor profitiert in der Regel von einer hohen Währungsflexibilität und der Autonomie in der Geldpolitik. Der Banken- und Finanzsektor zieht fixe Kurse und eine geringe nationale Geldautonomie vor. Exportorientierte Unternehmen und Internationale Handels- und Investorengruppen sprechen der geldpolitischen Autonomie geringere Bedeutung zu als Produzenten, die für den Binnenmarkt produzieren oder mit nicht international konkurrierenden Gütern und Dienstleistungen handeln (vgl. Simona Talani 2014: 51).

Die Unabhängigkeit der Zentralbank stellt prinzipiell eine Hürde für die wirtschaftspolitische Autonomie einer Regierung dar, weil bestimmte geldpolitische Instrumente, wie wir in dieser Arbeit diskutiert haben, ausgeschlossen werden (vgl. Kapitel 2 und 4). Nichtsdestotrotz versuchen Regierungen ihren währungspolitischen Kurs durchzusetzen, den die Zentralbanken je nach geldpolitischem Mandat und Umsetzung entweder mittragen oder aber begrenzen. In diesem Kapitel wollen wir die Währungspolitik in der Türkei für den Zeitraum diskutieren, nachdem die Zentralbank für unabhängig erklärt wurde. Wir werden untersuchen, welche währungspolitischen Ziele die CBRT in dieser Periode verfolgte, welche Funktionen sie erfüllte und welche ökonomischen Auswirkungen dies beispielsweise auf die Inflation und die Außenverschuldung hatte. Die zentrale Fragestellung wird lauten, inwiefern die währungspolitischen Maßnahmen der CBRT mit dem wirtschaftspolitischen Zielen der Regierung korrespondierten. Diese Untersuchung soll Auskunft über den politischen Einfluss der Regierung auf die Zentralbank geben und die Hauptthese der Arbeit stützen, dass die Zentralbank lediglich über eine relative Autonomie verfügt.

Das Kapitel ist wie folgt gegliedert. Wir beginnen mit den Zielen und Motiven der Währungspolitik. Wir zeigen die Wechselkursentwicklung auf und diskutieren die währungspolitischen Maßnahmen. Hier stehen die Reservepolitik und die Deviseninterventionen der CBRT im Fokus. Im zweiten Abschnitt erläutern wir, warum die CBRT entgegen den offiziellen Verlautbarungen faktisch eine kontrollierte Wechselkurspolitik – ein sogenanntes managed floating – verfolgt hat, wie dies von vielen anderen Zentralbanken auch praktiziert wird. Diese Strategie

gie definiert zwar keine exakten Wechselkurszielwerte, wie es bei einem festen Währungsregime mit Währungsankopplung der Fall ist. Sie zielt jedoch darauf ab, den Wechselkurs zu stabilisieren.<sup>321</sup> Nachdem wir dies festgehalten haben, wollen wir klären, was diese Strategie genau bezweckte, ob sie hauptsächlich zur Inflationsbekämpfung eingesetzt wurde oder andere wirtschaftspolitische Prioritäten eine Rolle spielten. Um diese Frage zu beantworten, erläutern wir das Verhältnis zwischen Währungspolitik und Inflation. Anschließend illustrieren wir den Einfluss der Regierung auf die Währungspolitik und erörtern welche sozioökonomischen Interessen eine Rolle gespielt haben.

Wir werden zeigen, dass in der Türkei dem Wechselkurs aufgrund der voranschreitenden internationalen wirtschaftlichen Eingliederung des Landes ein höherer Stellenwert zukommt als in der Zielinflationsstrategie vorgesehen ist, die den offiziellen geldpolitischen Rahmen bildet. Abschließend werden die Auswirkungen der Währungspolitik auf Kapitalflüsse, Handelsbilanz und Verschuldung erörtert und ein Fazit gezogen. Wir werden zeigen, dass die Währungspolitik in der Türkei nicht einfach entpolitisiert und dem Markt überlassen wurde, sondern sich an der wirtschaftspolitischen Gesamtstrategie der Regierung orientiert hat. Dies zeigte sich insbesondere nach der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08, in der die Stabilisierung des Wechselkurses an Bedeutung gewann.

## 8.1 Die Politik der Aufwertung

In der Türkei wurde nach dem Scheitern des vom IWF gestützten crawling peg Wechselkursregimes 2001 (siehe Kapitel 5) der währungspolitische Kurs der CBRT offiziell auf zwei Säulen gestellt: Erstens wurde der Wechselkurs freigegeben und die Zentralbank verzichtete auf die Verteidigung eines offenen Kursziels. Am freien Kapitalverkehr wurde festgehalten. Zweitens wurde eine stetige Erhöhung der Devisenreserven beschlossen. Die aufzubauenden Reserven sollten als Sicherheit dienen, die Reputation der türkischen Währung aufbauen und den Stabilitätskurs der Geldpolitik stützen. Im Zentrum dieser Strategie stand die Aufwertung der TRY.

---

<sup>321</sup> In der Fachsprache wird dies als Glättung von Wechselkursschwankungen bezeichnet.

Diese Maßnahmen dienten mehreren Zielen: Eine attraktive Währung sollte Kapital anziehen, das in der Türkei dringend benötigt wurde. Der Aufbau von Devisenreserven sollte ebenso die Kaufbereitschaft und Nachfrage nach Devisen signalisieren. Die Aufwertung sollte zugleich das Gewicht der TRY in der türkischen Geldwirtschaft erhöhen, die bisher von einer hohen Dollarisierung geprägt war (vgl. Özatay 2005: 8). Ein weiteres zentrales Motiv bestand darin, mit den durch die Aufwertung billiger gewordenen Importen zur Inflationssenkung beizutragen. Um diese Ziele zu bewerkstelligen, wurden in der Anfangsphase hohe Realzinsen in Kauf genommen (vgl. Abschnitt 6.1). Eine weitere Maßnahme, die das Vertrauen in die türkische Lira erhöhen sollte, war eine Währungsreform, die Anfang 2005 sechs Nullen von der bis dahin von Inflation erschütterten Währung strich (siehe Abbildung 29). Die neue Lira galt fortan als Symbol der neuen stabilitätsorientierten Geldpolitik.



Abbildung 29: Die alte und die neue türkische Lira, Quelle: CBRT<sup>322</sup>

Die Währungsreform gilt bis heute als *der* Erfolg der Geldpolitik, weil sie als Beleg der Attraktivität der TRY und einer erfolgreichen Disinflation gewertet wird. Gleichzeitig verkörpert sie den Erfolg einer regelorientierten Geldpolitik und der Zentralbankunabhängigkeit. In den Folgeabschnitten wollen wir die

<sup>322</sup> [http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+EN/TCMB+EN/Main+Menu/BANK NOTES](http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+EN/TCMB+EN/Main+Menu/BANK+NOTES), aufgerufen am 12.7.2015.

Wechselkursentwicklung analysieren und die währungspolitische Strategie der CBRT diskutieren.

### 8.1.1 Die nominelle und reale Kursentwicklung der türkischen Lira

Die TRY hat in der Zeit nach der Krise von 2001 aufgewertet und ist sowohl für inländische als auch für ausländische Anleger zu einer attraktiven Währung geworden. Dies hat zu einem beachtlichen Anstieg der Kapitalflüsse in die Türkei geführt, wie wir noch sehen werden. Die Wechselkursentwicklung war jedoch Schwankungen ausgesetzt, was sich an der nominalen Kursentwicklung der TRY auch deutlich zeigen lässt. Denn trotz Disinflation verlor die TRY auch nach 2001 sukzessive an Außenwert gegenüber dem EUR und USD. Dafür gibt es mehrere Erklärungen. Zum einen führte der Inflationsrückgang nicht dazu, dass vergleichbare Inflationswerte der Industrieländer erreicht wurden (siehe Abschnitt 5.3), was den Kurswert der TRY schmälerte. Gleichzeitig unterlag der Wechselkurs weiterhin hohen Schwankungen, weil die Kapitalflüsse zwar anstiegen aber auch selbst stark schwankten.

Abbildung 30 zeigt, dass die TRY in mehreren Perioden deutliche Kursverluste erlitt. Zu nennen sind die Kursverluste in den Jahren 2006 bis 2008 (nach der globalen Finanzkrise) sowie in den Jahren 2011, 2013 und zuletzt Anfang 2015. Die Kursverluste der TRY waren vor allem die Folge von krisenhaften Entwicklungen und Unsicherheiten auf den globalen Finanzmärkten, die zu Liquiditätsengpässen und zu einem Abzug von kurzfristigem Portfoliakapital aus der Türkei führten. Der negative Einfluss des kurzfristigen Kapitalabzuges auf die Wechselkurse ist ebenso in Abbildung 30 zu sehen, in der auch die kurzfristigen Portfoliakapitalbewegungen abgebildet sind. Wie sich erkennen lässt, hat die TRY immer dann an Wert gegenüber dem EUR und dem USD eingebüßt, wenn die Portfolioinvestitionen nachgelassen haben.<sup>323</sup>

---

<sup>323</sup> Der EUR reagierte in allen Fällen mit einer unmittelbaren Kursaufwertung gegenüber der TRY. Bei der Kapitalflucht von 2007, bei dem sich das abgezogene Portfoliakapital auf 8,1 Mrd. USD bezifferte, trat der Kursverlust der TRY etwas verzögert Ende November 2007 ein. Der USD verzeichnete 2007 hingegen einen leichten Kursverlust gegenüber der TRY, was jedoch eher mit der zu dieser Zeit sich anbahnenden Finanzkrise in den USA und der Unsicherheit auf den Finanzmärkten in Verbindung steht.

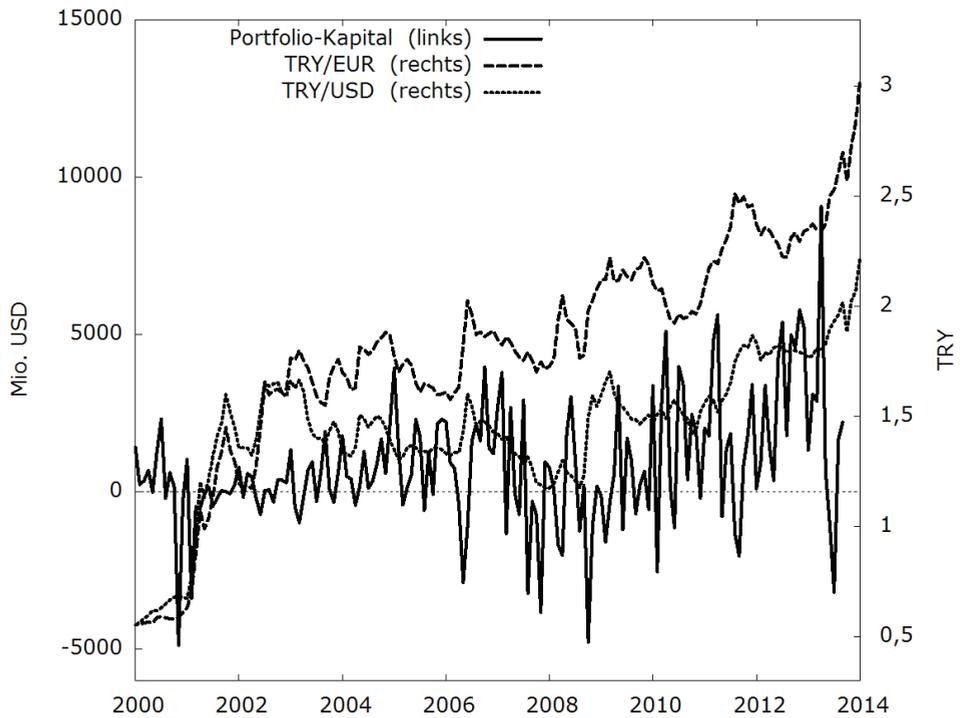


Abbildung 30: Wechselkurs- und Portfoliakapitalbewegungen (2000–2014),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Die nominelle Kursentwicklung spiegelt jedoch nicht die reale Kursentwicklung wider. Denn trotz nominellen Kursverlusten hat die TRY nach 2001 real aufgewertet. In Abbildung 31 ist die Entwicklung des realen Wechselkurses der TRY (KPI basiert auf Mitte 2003) gegenüber den Währungen der Entwicklungs- und Industrieländer aufgeführt. Die Daten verweisen auf einen fluktuierenden aber klaren Aufwertungstrend hin. Im türkischen Fall zeigt sich zudem eine Besonderheit. Während die TRY gegenüber den Währungen aus Industrieländern real aufwertete, verlor sie nach einer Phase der Aufwertung ab 2011 gegenüber den Währungen der Entwicklungsländer deutlich an Wert. Wie die nominellen Wechselkurse unterlagen auch diese beiden realen Wechselkurse deutlichen Schwankungen. Auffällig ist, dass sich insbesondere ab 2005 und 2006 eine Lücke zwischen beiden Wechselkursen etabliert hat.

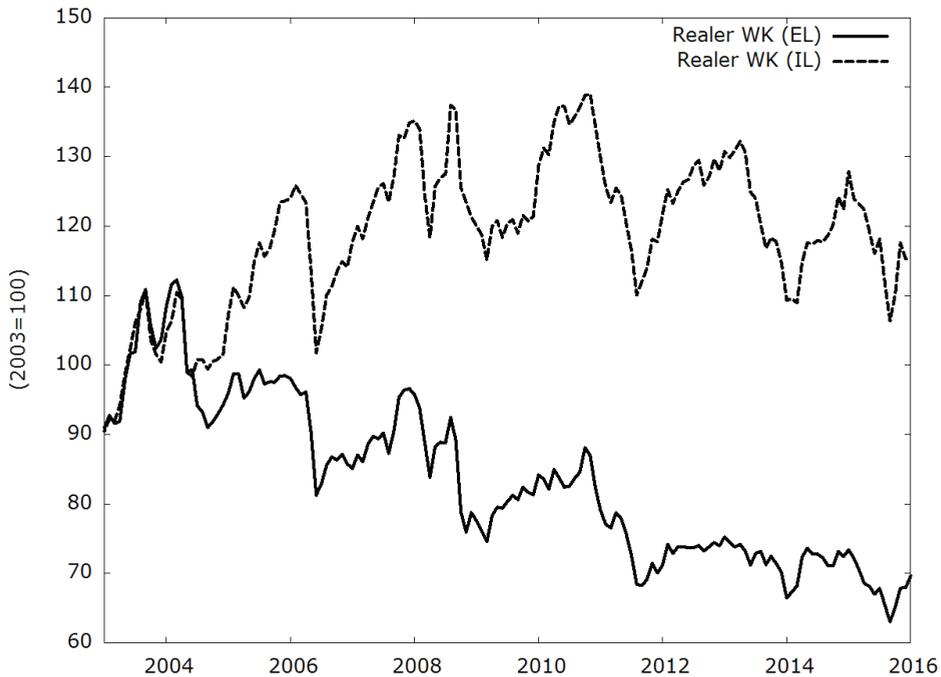


Abbildung 31: Reale Wechselkursentwicklung der TRY (2003–2013),

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Dies bestätigen auch die Ergebnisse der ökonometrischen Auswertung in Tabelle 17, denen zu entnehmen ist, dass die TRY im gesamten Betrachtungszeitraum gegenüber den Währungen der Entwicklungsländer nur leicht aufgewertet hat – nämlich um 2,1 Prozent und zuletzt sogar abwertete. Im Unterschied dazu verzeichnete die TRY gegenüber den Währungen der Industrieländer eine deutliche Aufwertung mit durchschnittlich 20,3 Prozent. Der aggregierte Durchschnitt des realen Wechselkurses lag bei 114,8, so dass wir insgesamt von einer realen Aufwertung der TRY nach 2001 sprechen können.<sup>324</sup>

<sup>324</sup> Diese unterschiedliche Wechselkursentwicklung ging mit einer Verschiebung der Außenhandelsstruktur der Türkei einher, die wir an nachfolgender Stelle erläutern werden.

Tabelle 17: Ökonometrische Auswertung des realen Wechselkurses (2003–2013)

(KPI 2003 basiert)	arith. Mittel	Median	Minimum	Maximum	Std. Abw.
Reale EX-Rate (EL)	102,06	103,03	84,66	119,62	8,7811
Reale EX-Rate (IL)	120,26	122,30	90,13	140,84	11,956
Real Ex-Rate	114,83	115,46	89,27	131,85	9,0752

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Ein weiterer Indikator der Aufwertung ist die reale Rendite, die Anleger mit der türkischen Währung erzielen konnten. Abbildung 32 zeigt die Renditen für den TRY und für einen USD/EUR-Devisenkorb. Nach dem Kurseinbruch von 2001 haben Investments in TRY bis Ende 2011 positive und hohe Renditen erzielt. Investments in den USD und in den EUR hingegen haben im selben Zeitraum mit Ausnahme von 2009, wo die globale finanzielle Unsicherheit die Devisenrenditen in der Türkei erhöht hat, fast durchweg reale Verluste erlitten.

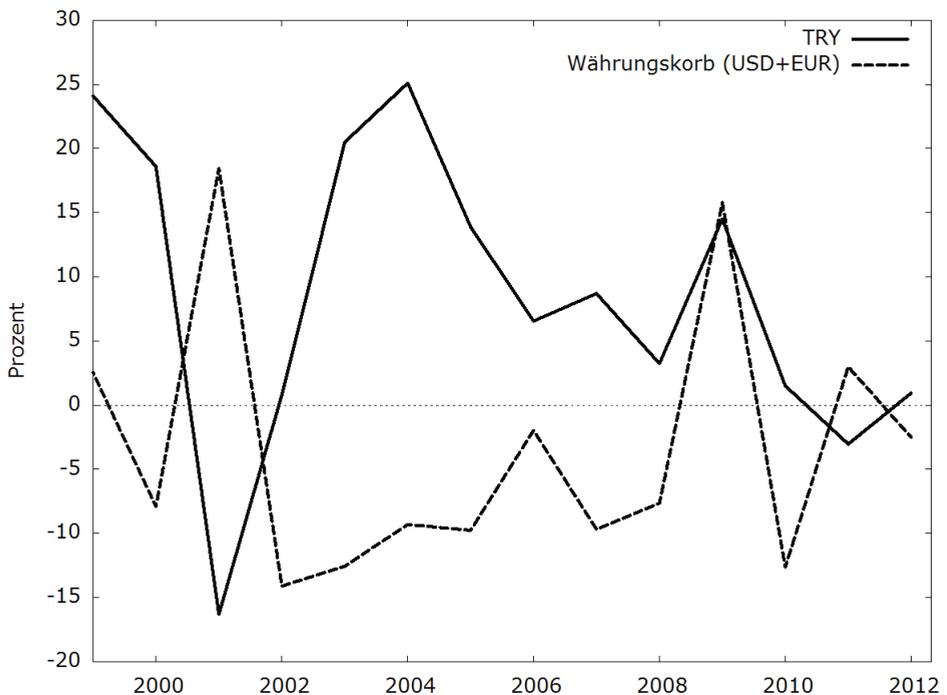


Abbildung 32: Reale Rendite für die TRY und USD/EUR (1999–2012),

Quelle: CBRT-EDDS

Die TRY bot sich nach 2001 als eine attraktive Option für Kapitalanleger an, mit der hohe Renditen erzielt werden konnten. Dies hat zu einer Aufwertung der TRY nach 2001 geführt. Im nächsten Abschnitt wenden wir uns den währungs-politischen Maßnahmen zu, die diesen Kurs unterstützt haben.

### 8.1.2 Die Deviseninterventionen

In den letzten drei Dekaden haben sowohl aufstrebende Schwellenländer als auch ärmere Entwicklungsländer ihre Devisenreserven sichtlich erhöht (vgl. Rodrik 2006; Mohanty/Turner 2006). Vor allem nach der Asienkrise 1997 hat sich unter vielen Entwicklungs- und Schwellenländern der Konsens verbreitet, dass weder die derzeitigen internationalen finanziellen Arrangements, die der IWF institutionell repräsentiert, noch eine makroökonomisch stabile Entwicklung vor einer finanziellen Krise schützen, die durch plötzliche Kapitalabflüsse ausgelöst wird. Als Alternative hat sich die Auffassung durchgesetzt, dass lediglich eine hohe Liquidität diese Länder vor Turbulenzen auf den internationalen Kapitalmärkten bewahren könne. In diesem Kontext wurden hohe Devisenreserven als Versicherung und Garanten gegen plötzliche Kapitalabflüsse gesehen. Diese auch vom IWF geforderte Reservepolitik sollte Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit dieser Länder schaffen und im Fall eines abrupten Kapitalabzugs als Puffer dienen, um den Wechselkurs vor einer rapiden Abwertung zu schützen (vgl. Feldstein nach Rodrik 2006: 254).

In der Türkei wurde die Aufstockung der Devisenreserven zu einem zentralen Bestandteil der Währungspolitik nach 2001 (vgl. CBRT 2010c: 44).<sup>325</sup> Für diese Strategie wurden zwei Instrumente festgelegt. Eine zentrale Säule der Währungspolitik bilden die regulären Devisenauktionen (vgl. Özatay 2007: 158). Neben diesen täglichen Kaufauktionen setzte die CBRT auch direkte sogenannte Volatilitätsinterventionen ein, um Kursschwankungen entgegenzusteuern. Die Auktionen wurden im Voraus angekündigt, wodurch nach Aussage der CBRT Auswirkungen auf den Wechselkurs vermieden werden sollten. Der Wechsel-

---

<sup>325</sup> Dies war Teil der Strategie die Dollarisierung zurückzudrängen. Hierfür wurden hauptsächlich bestehende USD im inländischen Umlauf absorbiert.

kurs sollte lediglich durch das Angebot und die Nachfrage des Marktes bestimmt werden (vgl. ebd. 159).<sup>326</sup>

Diese Devisentransaktionen wurden jedoch nicht nur zum Zweck des Reserveaufbaus genutzt. Die CBRT setzte beide Instrumente zur Liquiditätssteuerung auf dem türkischen Bankensektor ein, um eine Krise auf dem Währungsmarkt zu verhindern – dadurch wiederum wurde der Kurs der TRY gestützt. Aus Tabelle 18 geht hervor, dass die CBRT zwischen 2001 und 2011 durch reguläre Auktionen und direkte Eingriffe Devisen in Höhe von ca. 91 Mrd. USD kaufte. Dies hat maßgeblich zur Aufwertung der TRY geführt.

Die Devisenkaufauktionen wurden nach der globalen Finanzkrise ab Oktober 2008 vorübergehend eingestellt, weil die CBRT das Devisenangebot nicht verringern und dem türkischen Bankensektor den Zugang zur Devisenliquidität erschweren wollte. Diese Maßnahme sollte zum einen die Devisenposten der Banken stärken und zum anderen den Realsektor unterstützen. Die ausgesetzten Kaufauktionen wurden Anfang August 2009 mit der Begründung eines zunehmenden Optimismus auf den internationalen Märkten und verbesserten Liquiditätsbedingungen wieder aufgenommen (vgl. CBRT 2009: 42). Alleine zwischen 2009 und 2011 summierte sich der Devisenaufkauf per Auktionsverfahren auf 25,6 Mrd. USD. Krisenbedingte Devisenengpässe im türkischen Bankensektor führten jedoch laut CBRT dazu, dass ab Juli 2011 die Kaufauktionen erneut eingestellt wurden.

---

<sup>326</sup> Streng genommen steht die Reservehaltung im Widerspruch zu einem marktorientierten flexiblen Währungskurs, der ja gerade eine Reservehaltung obsolet machen soll, weil es kein Währungskursziel gibt. Diese Kritik wird meist mit dem Verweis auf unvorhersehbare Schocks abgelehnt (vgl. Epstein/Yeldan 2007: 11). Der ehemalige Zentralbank Vize Gouverneur Özatay begründet die Reservpolitik der CBRT mit den zukünftigen Schuldentzahlungen an den IWF. Von hohen Devisenreserven versprach man sich, wie viele Schwellenländer auch, ein Stabilitätssignal an internationale Kapitalinvestoren zu senden. Zudem sollten bestimmte Devisenverbindlichkeiten in der Zentralbankbilanz abgebaut werden, wie zum Beispiel die Devisenkonto (Remittance) der Staatsbürger im Ausland (vgl. Özatay 2007: 158). Diese Konten waren lange Zeit eine wichtige Devisenquelle für den türkischen Staat. Mit der zunehmenden Liberalisierung und Integration der Kapitalmärkte und Zugang zu neuen Devisenquellen verloren diese Konten jedoch ihr Gewicht.

Tabelle 18: Devisenmarktinterventionen in Mio. USD (2001–2014)

	Auktion		Direkt-Intervention		
	Kauf	Verkauf	Kauf	Verkauf	Saldo
2001	0	-6.553	0	0	-6.553
2002	795	0	16	-12	799
2003	5.652,3	0	4.229	0	9.881,3
2004	4.104	0	1.283	-9	5.378
2005	7.442	0	14.565	0	22.007
2006	4.296,1	-1.000	5.441	-2.105	6.632,1
2007	9.906,2	0	0	0	9.906,2
2008	7.584,5	-100	0	0	7.484,5
2009	4.314,4	-900	0	0	3.414,4
2010	14.865	0	0	0	14.865
2011	6.450	-11.210	0	-2.390	-7.150
2012	0	-1.450	0	-1.006	-2.456
2013	0	-17.600	0	0	-17.600
2014	0	-9.879	0	-3.151	-13.030
	<b>65.409,5</b>	<b>-48.692</b>	<b>25.534</b>	<b>-8.673</b>	<b>33.578,5</b>

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Die CBRT vollzog im August 2011 eine Kehrtwende in der Devisenpolitik, um den Kurs der TRY zu stützen, die zunehmend unter Abwertungsdruck geriet. Zwischen August 2011 bis Ende 2014 verknappte die CBRT die TRY, indem sie Devisen im Wert von 46,7 Mrd. USD verkaufte. Das war mehr als das Vierfache als in den vorhergehenden 10 Jahren (2001 bis 2010) an Devisenverkäufen insgesamt durchgeführt wurde. Die im Zuge des expansionistischen Eingriffs der CBRT im April 2009 eingestellten Devisenverkaufsauktionen wurden im August 2011 erneut eingeführt als sich ein weiteres Mal Devisenengpässe im türkischen Bankensektor zeigten (vgl. CBRT 2011d: MPC PR Nr. 2011-31). Im dritten und vierten Quartal 2011 verkaufte die CBRT insgesamt 11,2 Mrd. USD an Devisen. Weil der Abwertungsdruck nicht nachließ, wurden diese Interventionen bis Ende 2014 fortgesetzt, allerdings mit beschränktem Erfolg, wie wir im sechsten Kapitel gezeigt haben.<sup>327</sup>

<sup>327</sup> Parallel zu den Auktionsverfahren hat die CBRT in dem hier betrachteten Zeitraum durch direkte Deviseninterventionen Einfluss auf die Liquiditäts- und Kursentwicklung genommen. Zwischen 2002 und 2012 kaufte die CBRT Devisen im Wert von 25,5 Mrd. USD und verkaufte

Die CBRT bekundete zu Beginn des Stabilitätsprogramms, dass sie in die Devisenmärkte lediglich regulierend bei übermäßiger Volatilität eingreifen werde und darüber hinaus die Wechselkursentwicklung den Marktkräften überlässt (vgl. Özatay 2005: 288; CBRT 2006: 36). Das *Volatilitätsargument* ist jedoch umstritten. Eine explizite Kritik kommt von Erinc Yeldan, der an der Devisenintervention vom 9. März 2005 empirisch zeigt<sup>328</sup>, dass das Volatilitätsargument nicht stichhaltig ist (vgl. 2005).<sup>329</sup>

Die CBRT erklärte ihre Intervention mit dem zunehmenden Dollarangebot auf den Märkten, das Volatilitätsschwankungen im Wechselkurs auslöste (vgl. CBRT 2005b: PR Nr. 2005-13). Yeldan bewertet diesen Schritt jedoch als Versuch, dem Aufwertungsdruck auf die TRY entgegenzusteuern. Die TRY hatte seit Anfang des Jahres 2005 fast 10 Prozent Kursgewinne gegenüber dem EUR und 6 Prozent gegenüber dem USD verzeichnet. Nach der Intervention verzeichneten beide Währungen einen Kursanstieg gegenüber der TRY. Der Aufwertungsdruck der TRY setzte sich jedoch Anfang Juni wieder fort und hielt bis Ende 2005 an. Die CBRT reagierte darauf mehrfach bis Jahresende per direkter Devisenintervention im Gesamtumfang von 14,6 Mrd. USD. Eine weitere währungspolitische Intervention fand 2011 statt, der ein rapider Kursverlust der TRY voraus ging. Zu Beginn 2011 lag der TRY/EUR Kurs noch bei knapp 2,03 (1,54 TRY/USD). Zum Zeitpunkt der Wiederaufnahme der Verkaufsauktion Anfang August 2011 war der Eurokurs um fast 20 Prozent auf 2,43 TRY/EUR (1,7 TRY/USD) gestiegen.<sup>330</sup>

---

8,7 Mrd. USD. Einen Höhepunkt erreichten diese Interventionen im Zeitraum zwischen 2005 und Anfang 2006, in dem insgesamt 20 Mrd. USD direkt vom Devisenmarkt abgezogen wurden, was über Dreiviertel der Gesamtkäufe gleichkommt. Seit Februar 2006 führte die CBRT lediglich direkte Devisenverkäufe durch: Im Sommer 2006 (2,1 Mrd. USD), im Herbst 2011 (2,4 Mrd. USD) und im Winter 2012 (1 Mrd. USD). Laut CBRT sollten diese Interventionen Liquiditätseingüsse beheben und die Kapitalflucht eindämmen.

<sup>328</sup> Zu diesem Zeitpunkt hatte die CBRT den Leitzins (Hauptrefinanzierungssatz) um hundert Basispunkte auf 15,5 Prozent heruntergesetzt und parallel mit einem Devisenkauf von 2,36 Mrd. USD interveniert.

<sup>329</sup> Yeldan argumentiert auf Grundlage der statistischen Varianzen zwischen den TRY/USD und den TRY/EUR Kursen. Unmittelbar vor der Intervention (vom 1. Februar bis 8. März 2005) lag die Varianz lediglich bei einem Bruchteil der Varianzwerte von 2004 und der Vorperioden (1. Januar bis 8. März). Zusätzlich ist ein signifikanter Rückgang beider Varianzwerte in dieser Periode zu beobachten (vgl. Yeldan 2005: 3 ff.).

<sup>330</sup> Dieser Eingriff schaffte es zwar nicht, die Kurse wieder zu senken, stabilisierte aber zumindest den Wechselkurs zum EUR, der das Jahr bei 2,47 TRY abschloss. Der USD hingegen legte weiter zu und schloss mit 1,91 TRY.

Wir haben Yeldans Kritik an dem Volatilitätsargument für weitere Beispiele geprüft. In Tabelle 19 wurden ausgewählte Deviseninterventionen den jeweiligen Varianzwerten gegenübergestellt.

Tabelle 19: Varianzen des Wechselkurses

Interventionen	Zeitraum	EUR Varianz	USD Varianz
22.7.2005 (2,4 Mrd. USD)	2005-01-03 – 2005-07-21	0,0034002	0,00092524
	2005-07-01 – 2005-07-21	0,00008958	0,00007772
	2005-07-13 – 2005-07-21	<b>0,00009989</b>	<b>0,00000819</b>
4.10.2005 (3,4 Mrd. USD)	2005-01-03 – 2005-10-03	0,0620259	0,03451421
	2005-09-01 – 2005-10-03	0,00031401	0,00003478
	2005-09-23 – 2005-10-03	<b>0,00003114</b>	<b>0,00001988</b>
18.11.2005 (3,2 Mrd. USD)	2005-01-03 – 2005-11-17	0,00389938	0,00066988
	2005-11-01 – 2005-11-17	0,0001478	0,00004137
	2005-11-09 – 2005-11-17	<b>0,00031401</b>	<b>0,00003478</b>
15.2.2006 (5,4 Mrd. USD)	2006-01-02 – 2006-02-14	0,00014721	0,00005773
	2006-02-06 – 2006-02-14	<b>0,00003327</b>	<b>0,00000778</b>
30.12.2011 (1,9 Mrd. USD)	2011-01-03 – 2011-12-29	0,02138321	0,0147817
	2011-12-01 – 2011-12-29	0,00009938	0,00069201
	2011-12-21 – 2011-12-29	<b>0,00004079</b>	<b>0,0000478</b>

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

Den Daten ist zu entnehmen, dass die Varianzen des TRY/USD Kurses in allen Fällen unmittelbar vor den Eingriffen niedrig und rückläufig waren. Für den EUR hingegen gab es zwei Fälle, in denen die Varianzen unmittelbar vor den Eingriffen gering gestiegen sind, diese Veränderungen liegen jedoch im Bereich der vierten oder fünften Nachkommastelle. Nach der Argumentation von Yeldan liegt in den hier betrachteten Fällen kein statistischer Anstieg der Volatilität vor. Was in den ersten vier Beispielen jedoch durchaus zu beobachten ist, ist ein Kursanstieg der TRY, also eine Währungsaufwertung, die die CBRT mit Devisenkäufen zu moderieren versuchte. Im letzten Beispiel von 2011 hingegen verkaufte die Zentralbank Devisen. Sie reagierte damit auf einen zu Jahresbeginn einsetzenden Prozess, in dem die TRY um fast 23 Prozent gegenüber dem EUR und USD abwertete. Auch die für diesen Fall vorliegenden empirischen Daten deuten darauf hin, dass die Zentralbank die Deviseninterventionen im-

mer wieder zur Kursstützung einsetzte. Die obigen Ausführungen haben gezeigt, dass das Volatilitätsargument nicht stichhaltig ist. Der Volatilitätsbegriff ist vage und kann ebenso auch als ein Synonym für eine aktive Wechselkurspolitik verstanden werden.

### 8.1.3 Aufbau der Devisenreserven

Auf liberalisierten Kapitalmärkten haben Kapitalflüsse und Schuldzahlungen Einfluss auf die Reservehaltung. Der IWF und die Weltbank fordern von Schwellenländern die Bildung von Devisenreserven als vertrauensbildende Maßnahme, um durch Schuldobligationen und Reserveliquidität externen Schocks auf den Kapitalmärkten entgegenzutreten zu können.<sup>331</sup> Die CBRT nutzte die oben beschriebenen Deviseninterventionen wie angekündigt zur Aufstockung ihrer Devisenreserven und erfüllte damit die Stabilitätsmaßnahmen, die der IWF verlangte. Bis 2005 erfolgte der Anstieg der Reserven über die festgelegten Performanzkriterien, wie aus den CBRT Berichten hervorgeht.

Die Brutto-Devisenreserven wurden entsprechend dieser Empfehlung zwischen 2001 und 2007 durch periodische Devisenauktionen, aber auch durch außerplanmäßige Auktionen und Interventionen von 18,7 auf 73,3 Mrd. USD erhöht (vgl. CBRT 2008b: 47). Die Aufstockung der Devisenreserven wurde nach der globalen Finanzkrise fortgesetzt. Die expansionistische Geldpolitik in den USA und in der EU haben 2010 weitere Kapitalflüsse in die Schwellenländer stimuliert. In die Türkei flossen in diesem Jahr 6,3 Mrd. USD Portfolio- und 7,1 Mrd. USD Direktinvestitionen (vgl. CBRT 2010c: 37). Gleichzeitig sanken jedoch die Devisenreserven der türkischen Banken ab dem dritten Quartal 2009, wie der Abbildung 33 zu entnehmen ist.

Die CBRT nahm die Entwicklungen im Jahr 2010 zum Anlass, einige ihrer Krisenmaßnahmen zur Stabilisierung der Devisenmärkte zu beenden. Sie kündigte ein Ende ihrer direkten Vermittlerrolle auf dem inländischen Devisenmarkt an, erhöhte die Mindestreserverate für Deviseneinlagen auf das Vorkrisenniveau und verkürzte die Laufzeit der Devisenkonten, mit denen sich die Banken bei

---

<sup>331</sup> Vgl. die Eröffnungsrede vom damaligen IWF Direktor Stanley Fischer, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/042801.htm>, aufgerufen am 9.12.2013.

der Zentralbank Devisen beschaffen konnten (vgl. ebd. 45). Parallel dazu wurde das hohe Devisenangebot auf den internationalen Märkten zum Anlass genommen, die Zentralbankreserven erneut auszuweiten (vgl. ebd. 8f.). Im vierten Quartal 2010 erhöhte sie die täglichen Auktionen von 40 auf 140 Mio. USD und erreichte Ende 2010 einen Anstieg der Reserven um 14,9 Mrd. USD auf 80,7 Mrd. USD. Die Netto-Reserven blieben auf dem Niveau von Ende 2007 bei 110 Mrd. USD. Ende September 2013 betragen die Brutto-Devisenreserven der CBRT 109,8 Mrd. USD. Wenn die Goldvorräte, die ab August 2011 sichtlich aufgestockt wurden, und die Vermögenspositionen der Banken zugerechnet werden, ergibt sich ein Nettoreserveposten von 146,3 Mrd. USD (siehe Abbildung 33).

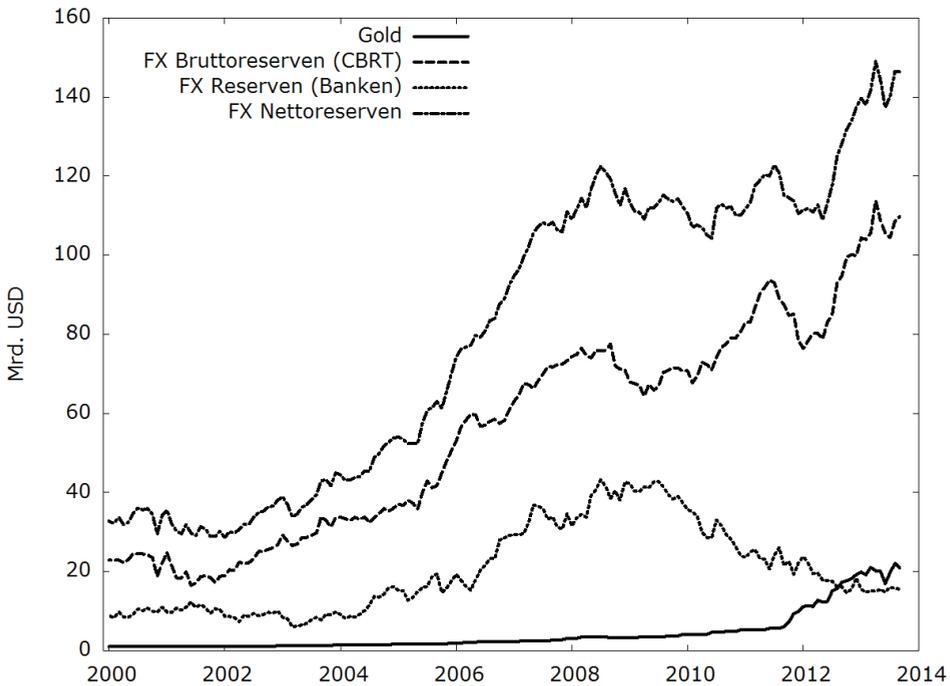


Abbildung 33: Reserveentwicklung der CBRT (2000–2013),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

In der ökonomischen Literatur wird eine derart hohe Devisenanhäufung in Zeiten hoher Schulden, hoher Arbeitslosigkeit und Armut, sowie niedriger Investitionen mit hohen *sozialen Kosten* verbunden (vgl. Rodrik 2006; Mohanty/Turner

2006). Rodrik berechnet die Kosten der Entwicklungsländer für die hohe Reservehaltung auf ein-Prozent ihres BIP (vgl. 2006: 254). Während der vergangenen zwei Dekaden wurde in den Aufbau von Devisenreserven investiert, anstatt die kurzfristige Verschuldung abzubauen. In Industrieländern finde ein vergleichbarer Reserveaufbau nicht statt. Rodrik sieht darin eine Folge einer „*financial globalization*“ (vgl. 2006: 264), für die die Entwicklungsländer einen hohen Preis bezahlten.<sup>332</sup> Er kritisiert, dass Schwellenländer finanzielle Instabilität nicht etwa durch die Regulierung von kurzfristigen Kapitalflüssen zu verringern versuchen, sondern durch den kostspieligen Aufbau von Reserven, den er als suboptimal bewertet (vgl. ebd. 265). In der angeführten Studie geht Rodrik zwar nicht näher auf die Ursachen und Hintergründe ein. Er lässt jedoch durchblicken, dass politökonomische Interessen eine entscheidende Rolle spielen:

“Perhaps it has to do with the fact that, unlike reserve accumulation, controls on short-term borrowing hurt powerful financial interests, both at home and abroad. International financial institutions have done very little work on capital-account management techniques and have not advocated them. Consequently, ‘market intervention’ in the form of taxing short-term capital inflows has developed an unsavoury reputation that ‘market intervention’ in the form of buying reserves does not have.” (Rodrik 2006: 265)

Die Devisenkäufe und die hohen Realzinsen verstärkten zum einen den Aufwertungstrend und führten zum anderen gleichzeitig auch zu der im siebten Kapitel beschriebenen Ausweitung der Geldmenge. Die CBRT versuchte diese Liquiditätsexpansion immer wieder unter Kontrolle zu bringen, um eine negative Wirkung auf die Wechselkurse zu verhindern.

Der Aufbau von hohen Devisenreserven ist aber auch umstritten, weil Kritiker darin eine Strategie sehen mit der bestimmten politökonomischen Interessen Vorrang gegeben wird. Hohe Devisenreserven enthalten Finanzierungsmittel vor, die alternativ dazu genutzt werden könnten, die Schulddlast zu reduzieren. Stattdessen wird die Verschuldung oft als Argument verwendet, um eine kontraktive Fiskalpolitik und die Kürzung öffentlicher sozialer Ausgaben zu begründen. Im Fall der Türkei sei die hohe Reservehaltung – so etwa die Autoren

---

<sup>332</sup> Rodrik unterstreicht, dass die Zentralbanken in Schwellen- und ärmeren Entwicklungsländern die Erhöhung von Devisenreserven nicht mehr primär betreiben, um eine Aufwertung ihrer Währungen zu verhindern, wie dies in China derzeit der Fall ist. Hohe Devisenreserven sind in diesen Ländern stärker von einem Absicherungsmotiv (*self-insurance*) geprägt (vgl. Rodrik 2006: 255). Die Abhängigkeit von den internationalen Kapitalflüssen spielt hierbei eine maßgebliche Rolle.

Ekzen, Epstein und Yeldan – ein Beleg dafür, dass Rentiersinteressen im türkischen Stabilitätsprogramm Priorität eingeräumt werden (vgl. Ekzen 2006; Epstein/Yeldan 2007: 11). Denn die hohen Reserven werden nicht für Investitionen eingesetzt, sondern um den Währungskurs zu stabilisieren. Dies sei insbesondere zu Gunsten des Banken- und Finanzsektors gewesen, der von einer starken Währung profitiert, weil ausländisches Kapital dadurch zu günstigen Konditionen zu bekommen ist. Was die Kritiker aber nicht erwähnen, ist die Tatsache, dass auch der Staat von einer starken Währung profitiert. Wenn Kapital ins Land fließt, dann steigt das Kapitalangebot und die Finanzierungskosten für staatliche Schuldtitel sinken, weil die Zinsen fallen. Dies wiederum begünstigt den Abbau der Staatsverschuldung, auf die wir im fünften Kapitel eingegangen sind.

## 8.2 Die Politik des Managed Floating und ihre Auswirkungen

„[W]hen it comes to exchange rate policy, discretion rules the day.“ (Calvo/Reinhart 2002: 405)

Ein freier Wechselkurs wird in der Literatur als eine der Bedingungen für eine Zielinflationstrategie gesehen (vgl. Epstein/Yeldan 2007: 11). Der ehemalige Vize-Gouverneur der CBRT Özatay versicherte, dass die Zentralbank nach der Krise 2001 kein Wechselkursziel verfolgte und der Wechselkurs den Märkten überlassen wurde (vgl. 2007). Wenn dem so ist, bräuchte die Zentralbank aber auch keine Devisenmarktinterventionen mehr durchzuführen. Dieses Prinzip wird aber in der Regel nicht strikt angewendet.<sup>333</sup> Wie wir gezeigt haben, hat die CBRT mehrfach in die Wechselkursentwicklung interveniert. In der Literatur wird dieser Art der Wechselkurspolitik als *manged floating* bzw. *managed float* bezeichnet. Die Zinspolitik und Devisenmarktinterventionen werden dabei als bevorzugte Instrumente der Wechselkursstabilisierung eingesetzt. Calvo und Reinhart führen diese Währungspolitikstrategie auf eine Furcht vor großen Wechselkursschwankungen, dem *fear of floating*, zurück (vgl. 2002: 404), die

---

<sup>333</sup> Die Interventionen richten sich nicht per se gegen alle Marktkräfte sondern gegen solche, die als aggressive Spekulationen eingestuft werden, weil sie destabilisierend wirken.

mit der Vorstellung verknüpft ist, dass stabile Wechselkurse die Funktion eines nominalen Anker zukomme.

Die CBRT griff durch Zinssätze oder andere direkte Maßnahmen dann restriktiv ein, wenn Kapitalflüsse Druck auf den Währungskurs ausübten. Die CBRT reduzierte öffentliche und private Darlehen (vgl. BSB 2007: 40) und sterilisierte die eingetretenen Entwicklungen durch Offenmarktinterventionen (siehe Kapitel 7).<sup>334</sup> Diese Strategie erreichte Mitte 2006 einen Höhepunkt, als die Zinsen für TRY Repo-Auktionen erhöht wurden, um einem Abwertungsdruck entgegenzuwirken, der aus einer abrupten Kapitalflucht entstand (vgl. Onaran 2007). Dies demonstrierte, dass die relative Stabilität der Kapitalflüsse durch hohe Realzinsen teuer erkaufte werden musste. Zu ähnlichen Kapitalabflüssen kam es 2007 und 2008 als die globale Finanzkrise begann, die Kapitalmärkte in Aufregung zu versetzen.

Es stellt sich also nicht die Frage, *ob* die Strategie des managed floating zum Einsatz kam, sondern *welche* Ziele damit unmittelbar verfolgt wurden und was die Auswirkungen waren. Um diese Frage im Kontext der Zentralbankunabhängigkeit zu beantworten, muss geklärt werden, ob die Währungspolitik primär dazu diente, die Inflation zu bekämpfen oder ob andere wirtschaftspolitische Ziele entscheidend waren. Zuerst erörtern wir den Zusammenhang zwischen Aufwertung und Inflation. Anschließend gehen wir auf das Verhältnis von Aufwertung, Kapitalflüssen und Außenhandel ein. Abschließend diskutieren wir den Zusammenhang zwischen Aufwertung und Außenverschuldung.

### 8.2.1 Das Verhältnis zwischen Wechselkurs und Inflation in der Türkei

In der ökonomischen Literatur werden Preisveränderungen, die von Wechselkursschwankungen auf die inländischen Produktionskosten übertragen werden und unmittelbar die Inflation beeinflussen, als pass-through Effekte bezeichnet. Eine Wechselkursabwertung führt in der Regel zu einer Verteuerung der Im-

---

<sup>334</sup> Die wichtigsten Offenmarktinstrumente waren hoch verzinste zweiwöchige Einlage-Fazilitäten auf dem Interbanken-Geldmarkt sowie dreimonatige Liquiditätsfazilitäten auf dem Repo/Reverse-Repo Markt an der Istanbuler Börse (vgl. CBRT 2004: 71; 2006: 34 ff.).

porte und der direkten Abwälzung auf die inländischen Preise. Eine Wechselkursaufwertung hingegen verringert vorerst den Inflationsdruck, weil dadurch Importkosten zunächst sinken. Ein Rückgang des pass-through Effekts, d. h. der Entkopplung der Inflation vom Währungskurs, wird als Stärke einer Wirtschaft interpretiert, weil Preisfluktuationen aufgefangen werden können ohne relevante Wettbewerbsnachteile hinzunehmen.

In Schwellenländern wie der Türkei, deren Wirtschaft durch eine weit verstreute Abhängigkeit von Importen geprägt ist, trägt Wechselkursstabilität und Aufwertung zu niedrigen Inflationsraten bei. Das inländische Preisniveau hängt im besonderen Maße von dem Währungskurs ab, weil sowohl die Konsumentenpreise (KPI) über den direkten Import von Konsumwaren als auch die Produktionspreise (PPI) aufgrund eines hohen Abhängigkeitsgrads an Technologie-, Rohstoff-, Zwischenkomponenten- und Kapitalimporten sensibel auf Schwankungen des Währungskurses reagieren. Eine derartige Konsum- und Produktionsstruktur charakterisiert die türkische Wirtschaft. Zur Importabhängigkeit der türkischen Ökonomie kommt eine oligopolistische Unternehmerlandschaft und Preisbildung hinzu (vgl. Onaran 2008), weshalb der pass-through Effekt zusätzliche Inflation generiert, die durch Abwertung oder Preisschocks ausgelöst wird. Veränderungen in den relativen und absoluten Preisen werden auf die Waren- und Güterpreise und damit auf die Konsumenten abgewälzt.

Allerdings hegten türkische Experten die Erwartung, dass sich der pass-through Effekt nach der Zentralbankunabhängigkeit reduzieren wird (vgl. Özatay 2005: 285). Bereits an der Identifizierung der Inflationsursache in der Absichtserklärung von 2001 ist jedoch zu sehen, dass die Währungspolitik im Kontext der Inflationsbekämpfung keineswegs sich selbst bzw. einfach dem Markt überlassen werden kann. Ein Indiz hierfür ist die Erklärung zur inflationären Wirkung einer Währungsabwertung in Artikel 41:

“In the context of a strengthened banking sector and floating exchange regime, monetary policy will be able to play a more active role and, will be used first and foremost to contain the inflationary impact of the depreciation of the Turkish lira and then to bring inflation down over the next few months.” (LoI 2001: § 41)

Wenn davon ausgegangen wird, dass in der Türkei – entgegen der Annahme eines rückläufigen pass-through Effekts – kosteninduzierte Inflation weiterhin

eine zentrale Determinante in der Preisentwicklung ist (vgl. Bakır 2007: 188)<sup>335</sup>, dann ist es plausibel davon auszugehen, dass die CBRT die Aufwertung zur Inflationsbekämpfung nutzt. Die mit einer Wechselkursabwertung und -aufwertung verbundenen Inflationseffekte können in der Türkei empirisch beobachtet werden. Betrachten wir hierfür den Zusammenhang zwischen dem realen Wechselkurs und der Inflation. In Abbildung 34 ist zu sehen, dass die Inflation rückläufig war, wenn die TRY gegenüber Industrieländerwährungen real aufwertete.

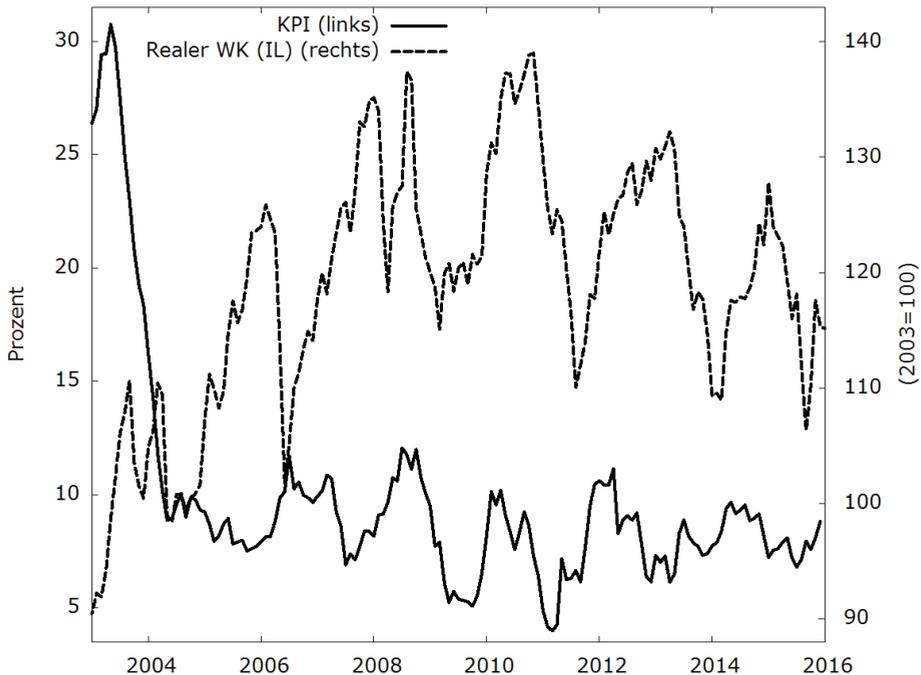


Abbildung 34: Realer Wechselkurs (IL) und Inflation (2003–2015),

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS

<sup>335</sup> Diese Feststellung wird durch ökonometrische Untersuchungen aus der Forschungsabteilung der CBRT gestützt: „[T]he exchange rate dynamics have become more predictable below the estimated threshold levels compared to the dynamics observed above these threshold levels for both the Turkish lira/Euro and the Turkish lira/US dollar exchange rates. Thus, it appears that the *de jure* exchange rate policy of floating in Turkey might actually be close to a *de facto* of implicit target zone exchange rate regime [Hervorgehoben US], as the dynamics of the exchange rates seems to be constrained at the low levels of the exchange rates.“ (Özdemir/Yiğit 2009: 18) Es kann also von einem inoffiziellen, faktisch jedoch gegebenen Wechselkursziel der CBRT ausgegangen werden.

Vice versa stieg die Inflation an, wenn die TRY real abwertete. Zwischen dem realen Wechselkurs der TRY gegenüber Industrieländerwährungen konnten wir einen Korrelationskoeffizienten von  $-0,5957$  ermitteln.<sup>336</sup> Eine Aufwertung begünstigt strukturell den Import. Das ist per se kein Problem, wenn der Umfang der Exporte ausreichend ist, um die Importkosten zu tragen. Wenn diese Konstellation wie im Falle der Türkei nicht gegeben ist, treten Handelsbilanzdefizite ein, die durch Kapitalzuflüsse finanziert werden müssen, was sich letztendlich in einer gestiegenen privaten Verschuldung der türkischen Haushalte niederschlägt. Diese Entwicklung gewinnt an Brisanz, wenn in hoch verschuldeten Staaten der Realschuldeneffekt ein Wechselkursrisiko erzeugt, weil dies im Fall einer Devaluierung zur Schuldenfalle und zum Kollaps des BIP führen kann (vgl. Calvo/Reinhart 2002; Eichengreen et al. 2005).<sup>337</sup>

Diese Sachlage kann einen enormen informellen Druck auf die Regierung und die Zentralbank eines Schwellenlandes ausüben, den überbewerteten Wechselkurs stabil zu halten und die inländische Kaufkraft zu bewahren (vgl. Becker 2007: 227 f.; Levy Orlik 2007; Flassbeck/Lapavitsas 2015). Um eine negative Zahlungsbilanz zu finanzieren und einen negativen Effekt auf die Wechselkurse zu vereiteln, wird ein kontinuierlicher Kapitalfluss benötigt, der jedoch in der Regel für Schwellenländer ohne hohe Realzinsen meist schwer aufrechtzuhalten ist.

## 8.2.2 Auswirkungen der Aufwertung auf Kapitalflüsse und Außenhandel

Eines der Ziele der türkischen Währungspolitik war die Sicherstellung von Kapitalflüssen. Das Stabilitätsprogramm von 2001 hatte in diesem Kontext eine Hebefunktion auf die Kapitalflüsse in die Türkei. Die eingeleiteten Maßnahmen trieben die Internationalisierung der türkischen Ökonomie durch Privatisierungen und Deregulierungen voran. Dies führte dazu, dass die Direktinvestitionen

---

<sup>336</sup> Es wurden die jeweiligen Quartalswerte zwischen 2003 bis 2013 QIII zu Grunde gelegt: 5 Prozent kritischer Wert (zweiseitig) =  $0,3008$  für  $n = 43$ . Der Korrelationskoeffizient zwischen dem Realwert der TRY gegenüber allen Währungen und der Inflation lag mit  $-0,5624$  leicht drunter.

<sup>337</sup> Eichengreen et al. zufolge entsteht ein Kollaps der Schuldenzahlungen in den meisten aufstrebenden Ländern eher aus einem drastischen Wertverlust des Währungskurses als durch einen Einbruch des BIP (vgl. 2005).

im Kontrast zu den 1990ern beträchtlich gestiegen sind. Während sich zwischen 1991 und 2001 die Nettodirektinvestitionen (NDI) in die Türkei auf insgesamt 8,4 Mrd. USD beliefen, fand ab 2002 ein regelrechter Boom der Direktinvestitionen statt. Zwischen 2002 und 2011 stiegen die NDI auf 97,9 Mrd. USD, was einer Verzehnfachung im Vergleich zur Vorperiode entspricht. Lediglich zwischen 2006 und 2008 lag das NDI mit 56,4 Mrd. USD mehr als doppelt so hoch wie in den Jahren zwischen 1992 und 2005 (21,5 Mrd. USD). Parallel dazu wurde kurzfristiges Kapital durch hohe Realzinsen angelockt. Die kurzfristigen Portfoliokapitalflüsse verzeichneten jedoch große Schwankungen, wie wir in Abschnitt 8.1.1 gezeigt haben. Insgesamt gingen die Kapitalzuflüsse mit einer Aufwertung der TRY einher.

In der Mainstreamtheorie werden Kapitalflüsse hinsichtlich ihres Entwicklungspotentials positiv bewertet. Sie können zu einer Erweiterung und Modernisierung der Produktionskapazitäten führen und die Produktivität steigern. Jedoch sind selbst Direktinvestitionen nicht per se unproblematisch, wie wir im Folgenden erörtern wollen. Im Zeitalter der Globalisierung können Direktinvestitionen zu einer Erhöhung der Exporteinnahmen beitragen. Die zunehmende internationale Verflechtung der Produktionsketten, die mit der Globalisierung einhergehen, kann jedoch gleichzeitig auch die Importabhängigkeit erhöhen und je nach dem Auswirkungsgrad die Leistungsbilanz belasten. In der Türkei haben die Internationalisierung und die gestiegenen Kapitalflüsse den Export erhöht. Gleichzeitig wurde dadurch jedoch auch der Importzwang für die Produktion in die Höhe getrieben. Wir wollen diese Entwicklung kurz zusammenfassen.

Die Kapitalzuflüsse und die Aufwertung der TRY gelten als treibende Kräfte für die negative Entwicklung der türkischen Außenhandelsbilanz, die sich in der hier betrachteten Periode signifikant verschärft hat. Ein Vergleich der 1990er und 2000er Dekade ist aufschlussreich. Während die Türkei zwischen 1992 und 2001 Waren und Güter im Wert von 259,3 Mrd. USD ausfuhr, stieg der Export zwischen 2002 und 2011 auf 963,7 Mrd. USD. Dem Export in diesen beiden Perioden standen jedoch eine weitaus höhere Importrechnung von 373,3 Mrd. USD bzw. 1350,1 Mrd. USD gegenüber. Alleine im Zeitraum von 2012 bis zum dritten Quartal 2013 summierte sich der Import auf 410 Mrd. USD, womit das ganze Im-

portvolumen zwischen 1992 und 2001 übertroffen wurde.<sup>338</sup> Im Unterschied zu vielen aufstrebenden und exportorientierten Schwellenländern, die Leistungsbilanzüberschüsse erzielen, verzeichnete die Türkei chronische Defizite im internationalen Handel. Während zwischen 1992 und 2001 das Saldo der Leistungsbilanz noch bei -17,28 Mrd. USD lag, stieg dieses Defizit zwischen 2002 und 2011 rapide auf -286,59 Mrd. USD an. Dieser negative Trend im Außenhandel hält bis heute an. Allein von 2002 bis zum dritten Quartal 2013 betrug das Defizit -97,51 Mrd. USD, was anteilig einer Verdoppelung gleichkommt. Diese hohen Defizite mussten durch Direkt- und Portfolioinvestitionen ausgeglichen werden. Wo diese nicht ausreichten, beglichen Reserven und *unbestimmte* Kapitalflüsse die Zahlungsbilanz.<sup>339</sup> Folglich existiert zwischen Aufwertung und Importen ein positiver Zusammenhang in der Türkei.

Wenn wir die Wechselkursentwicklung, wie in Abschnitt 8.1.1 beschrieben, betrachten, lassen sich für die Struktur des Außenhandels die nachfolgenden Schlüsse ziehen, die hier nur kurz erörtert werden sollen. Während 2002 noch 58 Prozent der türkischen Exporte in die EU gingen, war dieser Anteil in den letzten Jahren rückläufig. 2012 betrug der Anteil der Exporte in die EU *nur* noch 38,8 Prozent, bei einem Durchschnitt von 51 Prozent zwischen 2003 und 2012. Der Export in die OECD-Staaten sank im selben Zeitraum von 66,7 auf 50,4 Prozent (Durchschnitt 55,9 Prozent). Der Export in Nicht-EU-Staaten hingegen stieg von 7,1 auf 10 Prozent (Durchschnitt 9,4 Prozent). Einen weiteren Anstieg verzeichnete der Export sowohl nach Nordafrika als auch nach Restafrika. Den höchsten Anstieg verzeichnete jedoch der Export in die Länder des Nahen und Mittleren Ostens. Hier verdoppelte sich der Exportanteil fast von 11,6 auf 20,5

---

<sup>338</sup> Eine weitere Kennzahl für diese Entwicklung im Außenhandel ist das Verhältnis der Exporte zu den Importen. Der historische Durchschnittswert für die Türkei (1923 bis 2012) liegt bei 77,2 Prozent. Seinen Tiefstand erreichte dieser Wert in den 1970er Jahren mit 47,3 Prozent. Mit dem Liberalisierungskurs in den 1980er Jahren stieg das Export/Import-Verhältnis auf 62,2 Prozent (1980 bis 2000). Zwischen 2001 und 2007 stieg das EX-IM-Verhältnis zunächst auf 66,5 Prozent an, sank aber im Zeitraum 2007 und 2012 auf 63,9 Prozent (Daten: Schatzamt). Diese Kennzahl verdeutlicht, dass die Türkei im Außenhandel seit langer Zeit ein chronisches Defizit hat. Lediglich in den Jahren 1930 bis 1946 konnten die Exporte die Importe übertreffen (128 Prozent), was jedoch andere Gründe hatte.

<sup>339</sup> In der Zahlungsbilanz, die die CBRT veröffentlicht, taucht der Posten *Net Errors and Omissions* auf. Zwischen 1992 und 2001 lag der Saldo dieses Postens bei -1,8 Mrd. USD. Zwischen 2002 und September 2013 hingegen summiert sich dieser Posten auf fast 30 Mrd. USD. Das Volumen dieser Kapitalflüsse liegt in Wirklichkeit viel höher, weil in der Saldorechnung die Kapitalabflüsse abgezogen werden. Daraus können wir schließen, dass eine beträchtliche Menge an Geld auf verdeckten Kanälen in die Türkei geflossen ist und wesentlich zum Ausgleich der Zahlungsbilanz beigetragen hat.

Prozent (Durchschnitt 17,2 Prozent).<sup>340</sup> Beim Import zeigt sich eine ähnliche Marktverschiebung. Der Anteil der Importe aus der EU sank von 50,7 auf 37 Prozent (Durchschnitt 41,9 Prozent) zugunsten anderer Länder. Zugewinnen konnten Importe aus Asien, deren Anteil sich von 13,9 auf 21 Prozent erhöhte, und Importe aus dem Mittleren und Nahen Osten, deren Anteil von 5 auf 9,1 Prozent stieg.

Diese Zahlen weisen auf einen empirischen Zusammenhang zwischen realer Wechselkursentwicklung und der Entwicklung der Exporte hin. Die Türkei konnte ihre Exportanteile in diejenigen Länder erhöhen, deren Währungen gegenüber der TRY relativ stabil waren. Eine relativ schwache Aufwertung hat hier zum Export in diese Länder beigetragen. Im Gegenzug sank der Anteil der Exporte in die OECD-Staaten, gegenüber deren Währungen die TRY aufwertete. Auf der Importseite scheint dieser empirische Zusammenhang sich nicht auf die relativen Marktanteile übertragen zu haben. Wie oben unterstrichen wurde, sank der Anteil der Importe aus den EU-Ländern trotz Aufwertung der TRY. Wir wollen dieser Entwicklung jedoch nicht weiter nachgehen. Die Verschiebung der Anteile der Handelspartner sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Aufwertung faktisch mit einem massiven Importanstieg einherging.

Die Aufwertung und der immense Importanstieg haben jedoch nicht nur zu den oben geschilderten Defiziten im Außenhandel geführt, sondern auch gleichzeitig dazu beigetragen, die Inflation in der Türkei niedrig zu halten. Wie wir bereits im dritten Kapitel angesprochen hatten, verwies Minsky auf die Möglichkeit, die Inflationsrate durch den Import billiger Konsumgüter zu senken, indem ein Außenhandelsbilanzdefizit in Kauf genommen wird (vgl. 2008: 316). Die türkische Regierung könnte ein hohes Handelsbilanzdefizit in Kauf genommen haben, um die Inflation zu senken. Je mehr billige Waren und Güter in die Türkei flossen und das Handelsbilanzdefizit vergrößerten, desto signifikanter war der Inflationsrückgang, wie auch Abbildung 35 belegt.

---

<sup>340</sup> In dieser Periode konnte die Türkei ihren Export in die Staaten aus den nachfolgenden Organisationen erhöhen: Organization of Islamic Cooperation (OIC), Organization for Economic Cooperation (ECO), EFTA, den Asiatisch-Türkischen Republiken.

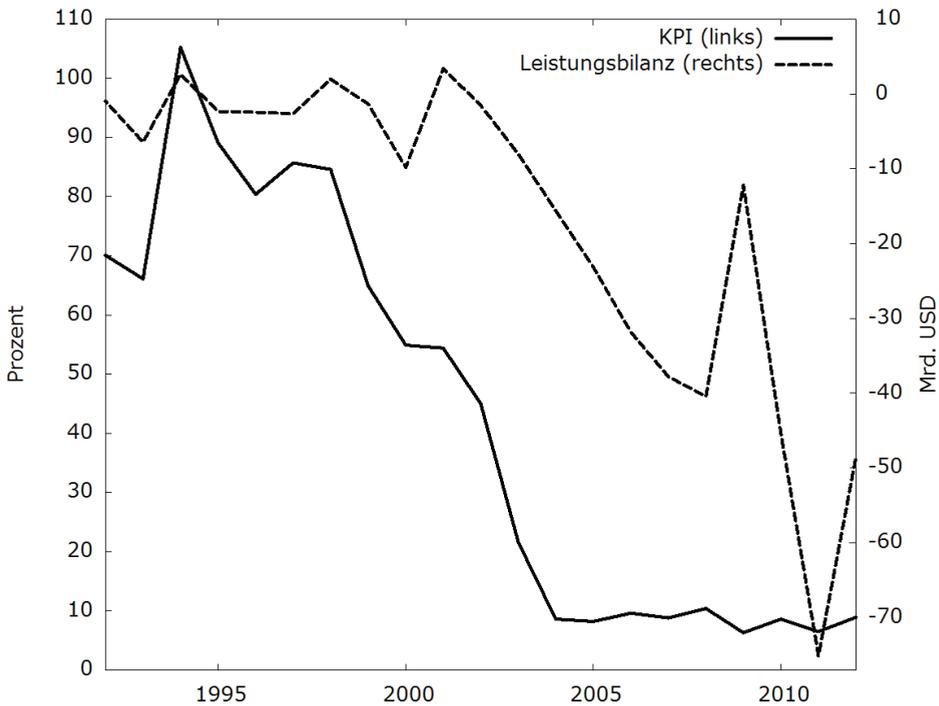


Abbildung 35: Leistungsbilanz und Inflation in der Türkei (1992–2012),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS, TSI

Der immense Importanstieg und die Handelsbilanzdefizite sind neben der Aufwertung der TRY aber auch noch auf eine weitere, konjunkturelle Komponente zurückzuführen, die einen strukturellen Importzwang begründet. Der immense Importzuwachs kann aus dem hohen Anteil der Vorleistungsgüter an den gesamten Einfuhren abgelesen werden. Zwischen 2000 und November 2007 lag der durchschnittliche Anteil der Vor- und Zwischenprodukte inklusive Energierohstoffe an den gesamten Einfuhren bei 71 Prozent. Dieser Anteil stieg zwischen 2008 und Oktober 2013 auf 73 Prozent. Der Anstieg ging vor allem auf die höheren Energierohstoffimporte wie Öl und Erdgas zurück, deren Importanteil um 4 Prozent auf 22 Prozent anstieg. Während der Anteil der Konsumgüter von 11 auf 12 Prozent anstieg, sank der Importanteil der Kapitalgüter von 17 auf 14

Prozent.<sup>341</sup> Dies ist ein klarer Indikator für die internationale Einbettung der türkischen Produktionssektoren. Die Integration erhöht gleichzeitig die Abhängigkeit der türkischen Wirtschaft von internationalen Waren- und Güterflüssen.

Gleichzeitig trug der Anstieg der Direktinvestitionen jedoch vergleichsweise wenig zur Bildung von neuen Produktionskapazitäten und Kapitalformationen bei. Die Kapitalzuflüsse waren geprägt durch eine Verschiebung der Eigentumsverhältnisse durch Fusionen und Übernahmen. Internationale Konzerne erwarben Anteile an türkischen Unternehmen aus dem Produktions- und Finanzsektor (vgl. BSB 2008: 136). Als Beispiele können die Privatisierung von großen ertragreichen Industrieanlagen, wie die staatlichen Öltraffinerien an das Schell-Koç Konsortium, und der Verkauf von Banken genannt werden. Ein Blick auf die Zusammensetzung des BIP zeigt die Strukturmerkmale der türkischen Ökonomie in den letzten Jahren. Hierfür wurde in Tabelle 20 die Zusammensetzung des BIP in drei Phasen unterschieden. Die Angaben repräsentieren Durchschnittswerte.

Tabelle 20: Zusammensetzung des türkischen BIP in Prozent (1998–2012)

Zeitraum	Konsumausgaben (inländ. Haushalte)	Staatsausgaben	Bruttokapital- formation	Export	Import
1998–2000	68,5	11,4	20,7	20,3	20,9
2001–2007	70,4	12,3	19,3	23,7	25,4
2008–2012	70,9	14,1	19,6	23,8	28,7

Quelle: Eigene Darstellung, Daten: TSI

Aus diesen Größen wird deutlich, dass der private Konsum, die staatlichen Ausgaben, die Exporte und auch die Importe in den beiden Folgephasen Zuwächse verzeichnet haben. Die Importe, die vom BIP Saldo abgezogen werden, lagen zunehmend über den Exporten und erzielten gleichzeitig den größten Anteilzuwachs am BIP. Die Staatsausgaben haben sich aufgrund der Auswirkungen der globalen Wirtschaftskrise nach 2007 erhöht. Hingegen hat die Bruttokapitalformation ihren Anteil am BIP verloren. Diese Daten deuten zum einen darauf hin, dass die türkische Ökonomie nach der Krise 2001 keine nachhaltige Struk-

<sup>341</sup> Eigene Berechnung auf Grundlage von in USD nominierten Importstatistiken des Schatzamtes.

turveränderung vollzogen hat, die zu einem anteiligen Zuwachs der Kapitalformation geführt hätte. Im Gegenteil wird das türkische Sozialprodukt weiterhin durch den Konsum und den Import geprägt, was die Leistungsbilanzdefizite und die zunehmende Verschuldung der Türkei erklärt. Im folgenden Abschnitt wird die Verschuldungsentwicklung aufgezeigt.

### 8.2.3 Verschuldung durch Aufwertung?

Die Finanzierung des Außenhandels bleibt einer der größten ökonomischen Probleme der Türkei, denn sie führt unweigerlich zu einem Anstieg der Auslandsverschuldung des Landes. Aufgrund der Bedeutung der Auslandsverschuldung für den Wechselkurs wollen wir dessen Verlauf hier kurz zusammenfassen. Die Auslandsverschuldung der Türkei hat sich in den vergangenen zwei Dekaden sichtlich erhöht. Die Brutto-Auslandsverschuldung stieg zwischen 1990 bis Mitte 2013 von 45,1 auf 367,3 Mrd. USD. In der zweiten Hälfte der 2000er Jahre hat sich zudem eine strukturelle Merkmalsänderung in der Auslandsverschuldung der Türkei vollzogen, wie in Abbildung 36 zu sehen ist: Seit Anfang 2006 überstieg die private die öffentliche Auslandsverschuldung. Der durchschnittliche Anteil der privaten Verschuldung stieg in den 2000er Jahren von 30,1 Prozent (1990er Jahre) auf 48,9 Prozent. Zwischen 2010 und dem dritten Quartal 2013 stieg dieser Anteil gar noch weiter auf 65,8 Prozent. In absoluten Zahlen betrachtet wuchs die private Verschuldung in den 1990er Jahren von 7,6 auf 48 Mrd. USD und in den 2000er Jahren von 48,9 auf 172,4 Mrd. USD. Im zweiten Quartal 2013 lag sie bei 252,4 Mrd. USD.

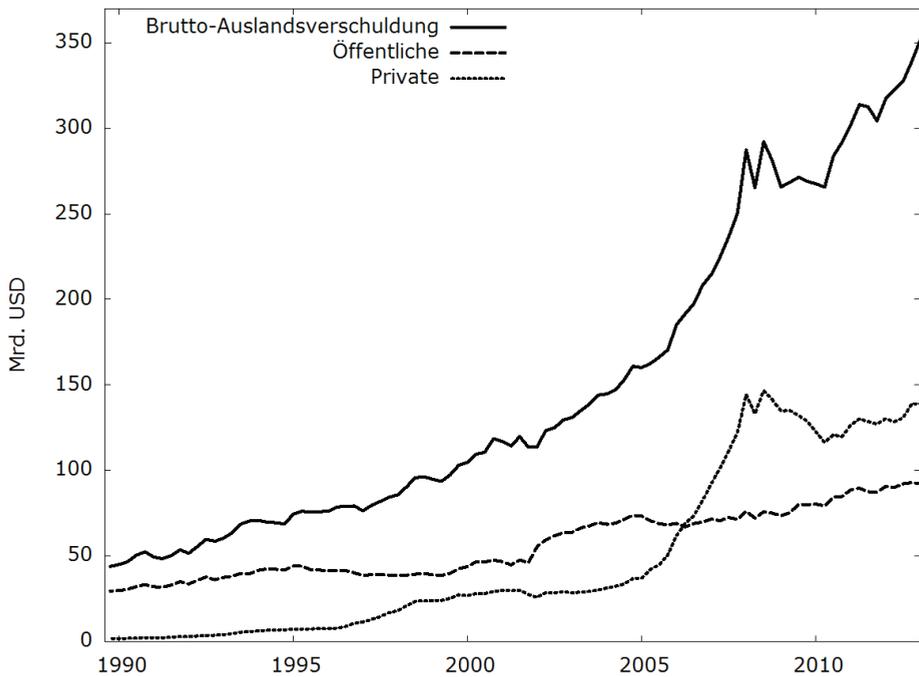


Abbildung 36: Auslandsverschuldung der Türkei (1990–2013 QII),  
Quelle: Eigene Darstellung, Daten: CBRT-EDDS, TSI

Eine weitere Veränderung hat sich in der Fristenstruktur der Verschuldung abgespielt. Sowohl die kurzfristige als auch die langfristige Verschuldung haben sich absolut erhöht. Die langfristige Verschuldung der Türkei war seit langem durch den Staat und die öffentliche Hand geprägt. Private Akteure wie Banken und Unternehmen hatten nur einen sehr begrenzten Zugang zu langfristigen Krediten auf den internationalen Geldmärkten. Mit der Internationalisierung der Finanzmärkte hat sich dies sichtlich verändert. Der durchschnittliche Anteil der privaten an der gesamten langfristigen Verschuldung stieg im selben Zeitraum von 15 Prozent (1990er Jahre) auf 40 Prozent (2000er Jahre). Seit Anfang 2007 übersteigt die private die öffentliche langfristige Verschuldung, in jüngster Zeit hat (zwischen 2010 und 2013 QII) sich ihr Anteil auf 57 Prozent erhöht.<sup>342</sup>

<sup>342</sup> Auch die kurzfristige Verschuldung ist größtenteils durch private Akteure geprägt. So liegt der Anteil der privaten an der gesamten kurzfristigen Verschuldung seit Anfang 1990er Jahre (1989 QIV und 2013 QII) bei durchschnittlich 89,9 Prozent. Dieser Anteil ist in den 2000ern im Vergleich zu den 1990ern von 92,3 Prozent auf 87,9 Prozent leicht rückläufig gewesen.

Regulative Eingriffe der Regierung haben diese Entwicklung begünstigt. Mitte 2009 wurden per Ministerkonferenz-Entscheidung private Konsumentenkredite vollkommen auf die türkische Währung umgestellt. Das gesetzliche Verbot von privaten Konsumentenkrediten in ausländischen Devisen und devisenindexierten Krediten (vgl. Türkisches Amtsblatt 2009/15082) sollte das Risiko privater Insolvenzen verringern. Gleichzeitig öffnete die neue Regelung jedoch Unternehmen die Tür, sich auf den internationalen Kapitalmärkten zu verschulden, indem sie von dieser Regelung ausgenommen wurden. Wie wir in Abbildung 36 gezeigt haben, stieg die private Verschuldung nach dieser regulativen Entscheidung deutlich an.

In der Türkei konnte die öffentliche Auslandsverschuldung aufgrund der restriktiven Finanzpolitik und der starken türkischen Währung unter Kontrolle gehalten werden. Bei der Binnenverschuldung sah es jedoch anders aus. 2012 lag sie bei 386,5 Mrd. TRY oder umgerechnet bei 216 Mrd. USD. Zwischen 2006 und 2012 gingen durchschnittlich 73 Prozent der Gesamtverschuldung auf die Binnenverschuldung zurück. Der Anteil der öffentlichen Gesamtverschuldung (Binnen- und Außenschulden) am BIP sank zwischen 2002 und 2012 von 73,7 Prozent auf 37,6 Prozent.<sup>343</sup> Dieser relative Rückgang spiegelt jedoch nicht die absolute Schuldenentwicklung wider. Die in USD umgerechnete öffentliche Gesamtverschuldung lag 2012 bei 298 Mrd. USD und hat sich damit seit 2002 (158 Mrd. USD) fast verdoppelt. Dies zeigt, dass das Wachstum nach der Krise 2001 in der Türkei durch einen neuen Verschuldungszyklus (growth-cum-debt) gekennzeichnet ist (vgl. Onaran 2007; 2008). Zudem konnte, wie Rodrik unterstreicht, bisher nicht nachgewiesen werden, dass von der Verschuldung allgemein, und insbesondere von kurzfristigem Kapital, positive Auswirkungen auf die Kapitalformation in Schwellenländern ausgehen (vgl. 2006: 264).

Generell kann die Verschuldungsentwicklung wie folgt erklärt werden. Die hohen Realzinsen und die aufgewertete TRY luden private Banken und Unternehmen dazu ein, vom internationalen Zinsgefälle zu profitieren. Diese nahmen auf

---

Der Anteil der kurzfristigen privaten Verschuldung an der Gesamtverschuldung hingegen hat sich in den letzten Jahren erhöht: Ihr Durchschnittsanteil stieg von 19 (zwischen 1990 und 1999) auf 27,5 Prozent (zwischen 2010 und 2013 QII).

<sup>343</sup> Der Anteil der öffentlichen Nettogesamtverschuldung des türkischen Staates am BIP lag zwischen 2002 und 2012 bei durchschnittlich 24,9 Prozent. Dieser Anteil sank von 2002 bis 2008 von 38,4 Prozent auf 20,5 Prozent. Nach der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise (zwischen 2009 und 2012) stieg der Anteil jedoch wieder auf zuletzt 24,2 Prozent an (Daten: Schatzamt).

den internationalen Finanzmärkten günstige Kredite auf und legten diese in lukrativen finanziellen Arbitragegeschäften an, wie etwa in hoch verzinste türkische Staatsanleihen, oder erweiterten ihre Kreditbasis für die inländische Vergabe von Konsumentenkrediten.<sup>344</sup> Dies erhöhte die Verschuldung des Landes. Für Schwellenländer wie die Türkei stellt eine Abwertung ein klares Risiko für grenzüberschreitende finanzielle Aktivitäten der inländischen Kreditnehmer dar, die auch die inländischen Kredit-Beziehungen destabilisieren könnten (vgl. Fritz 2004). Eine Abwertung erhöht für inländische Schuldner *ceteris paribus* immer den Wert von Devisenverbindlichkeiten in inländischer Währung (Real-schuldeneffekt). Hierzu schreibt Barbara Fritz:

“[G]leichzeitig findet eine Destabilisierung von der Kreditbeziehungen in inländischen Währungen statt, da diese überwiegend kurzfristiger Natur sind und da zur Unterdrückung einer Abwertungs-Inflations-Spirale das einheimische Zinsniveau erhöht werden muss. (...) Das Insolvenzrisiko entspringt der Unfähigkeit der heimischen Zentralbank, die Funktion des *Lenders of Last Resort* vollständig auszufüllen, da diese keine unbeschränkte Liquidität in fremder Währung bereitstellen kann. So ist es auch zu erklären, dass Liquiditätskrisen in Schuldnerökonomien häufig so rasch in Insolvenzkrise umschlagen.” (Fritz 2004: 19f.)

Gleichzeitig finanzierte dieser Mechanismus die wachsenden Leistungsbilanzdefizite aufgrund des Importüberhangs und führte zu einem deutlichen Anstieg der privaten Auslandsverschuldung.

## 8.3 Die Politische Ökonomie der türkischen Währungspolitik

Die Aufwertung der Währung und der Trend zur Auslandsverschuldung erklärt, warum die Kapitalflüsse und die Wechselkursentwicklung weiterhin im Vordergrund der kontroversen währungspolitischen Debatten in der Türkei stehen. In diesem Abschnitt wollen wir auf die Reaktion der CBRT auf die hier beschriebenen Entwicklungen eingehen und die hiermit verbundene Problematik erläutern, die sich aus den verschiedenen Interessenlagen in der Währungspoli-

---

<sup>344</sup> Die Arbitrageraten waren in der Türkei enorm. Zwischen 2006 und 2007 erzielten simple USD-TRY Devisen(re-)swapeschäfte reale Arbitrageraten von bis zu 7,5 Prozent, die in Kombination mit der Investition in Staatsanleihen auf bis 23 Prozent stiegen (vgl. Eğılmez, Radikal vom 22.11.2007).

tik ableiten. Abschließend diskutieren wir die Rolle der Regierung in der Währungspolitik.

### 8.3.1 Das Pro und Kontra einer starken TRY

In der Geldpolitik vollzog sich nach 2008 ein Kurswechsel mit dem die makroökonomische und finanzielle Stabilität stärker in den Fokus rückten. Die CBRT unterstrich, dass insbesondere von volatilen Kapitalflüssen ein negativer Einfluss auf die Preisstabilität und die finanzielle Stabilität in der Türkei ausgehe und sie diese bekämpfen werde (vgl. CBRT 2013c: Inflation Report: 1). Eine flexible Liquiditätspolitik wurde als zentrale Strategie formuliert, um diesen Instabilitäten entgegenzusteuern (vgl. ebd. 3).<sup>345</sup> Demnach stellt die Zahlungsbilanz das riskanteste ökonomische Segment für die türkische Ökonomie dar. Folglich wird dem Außenhandel, den internationalen Kapitalflüssen und dem Wechselkurs die größte Bedeutung für die finanzielle Stabilität der Türkei beigemessen. Das wird auch im Inflationsbericht von 2013 explizit hervorgehoben wird (vgl. ebd. 1).

Ein weiterer Hinweis, der auf die gestiegene Bedeutung des Wechselkurses hindeutet, lässt sich aus Abbildung 37 entnehmen, die die CBRT als Financial Stability Map betitelt und ab 2010 zu veröffentlichen begann (vgl. CBRT 2010c: 46). Auf dieser kartographischen Darstellung werden die ökonomischen Sektoren bzw. Einflussfaktoren entsprechend ihrer relativen Stabilität bzw. Instabilität entlang eines Mittelpunkts eingezeichnet. Die Koordinaten sind zwischen 0,00 und 1,00 normiert. Die Distanz der Linie zum Zentrum bzw. der jeweilige Koordinatenwert drückt den relativen Stabilitätsgrad der einzelnen Sektoren aus. Jedes kartographische Gebilde im Koordinatensystem steht für einen Betrachtungszeitpunkt (Dezember 2008, 2011 und September 2012). In dieser 2012 publizierten Version ist deutlich zu sehen, dass die Zahlungsbilanz als riskantester Sektor der türkischen Wirtschaft aufgefasst wird.

---

<sup>345</sup> In dem Jahresbericht 2009 bekräftigt die CBRT mit zahlreichen Argumenten ihre Bereitschaft zur direkten Intervention, um Stabilität auf den Währungsmärkten herzustellen (vgl. CBRT 2009: 42).

Graph 23. Financial Stability Map <sup>1,2</sup>

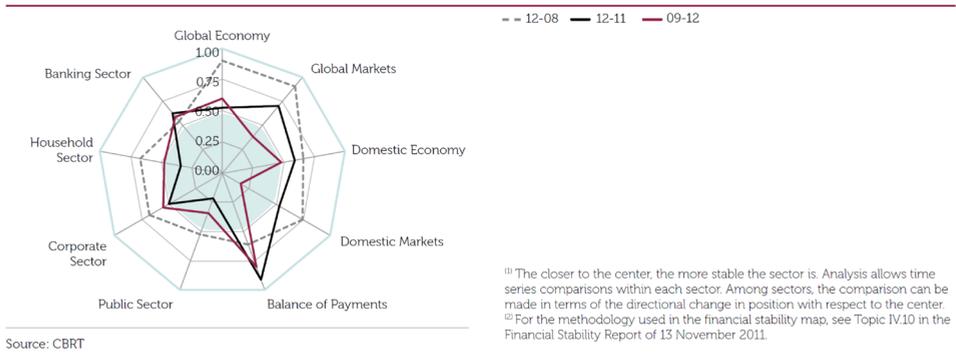


Abbildung 37: Kartographie der finanziellen Instabilität,  
 Quelle: CBRT (2012b: 43)

In diesem Rahmen unterstrich die Zentralbank ihre Absicht in die Devisenmärkte zu intervenieren, wenn massive Kapitalzuflüsse zu einem Überhang des Devisenangebots führen, was wiederum den Import und das Leistungsbilanzdefizit erhöht. Interessanterweise interpretiert die CBRT ihre Maßnahmen lediglich als minimale Eingriffe in den freien Markt (vgl. ebd. 44). Das Ausmaß der Interventionsbemühungen, das wir hier aufgezeigt haben, weist eher auf die zentrale Bedeutung hin, die die CBRT der Wechselkursentwicklung beimäß. Dies kann als Bestätigung des managed floating aufgefasst werden.<sup>346</sup>

An der Strategie der CBRT wird aber ein grundsätzliches Problem deutlich. Einerseits möchte die Zentralbank in die Entwicklung der negativen Zahlungsbilanz intervenieren, weil dies zu zunehmenden finanziellen Instabilitäten führt. Gleichwohl wäre eine hiermit verbundene Abwertung auch ökonomisch folgenreich und umstritten. Wie bereits dargelegt, ist die kosteninduzierte Inflation eine wichtige Determinante der Preisniveaumentwicklung in der Türkei. Eine Ab-

<sup>346</sup> Hier zeigt sich ein grundlegendes Problem in der Regulierung der Kapitalmärkte. Die vorgesehenen Maßnahmen rütteln in keiner Weise an der Struktur der freien Kapitalmärkte. Es ist aber genau diese Struktur, die einen überschüssigen Kapitalzufluss unter Bedingungen des freien Marktes ermöglicht, was als krisenverschärfende Entwicklung diagnostiziert wird. Hier wird lediglich die Bekämpfung unerwünschter Symptome des freien Kapitalverkehrs versucht. Der Kapitalmarkt wird auf diese Weise aber nicht nachhaltig reguliert. Eine Wiederholung vergleichbarer Entwicklungen in Zukunft können folglich auch nicht ausgeschlossen werden.

wertung impliziert steigende Importpreise und hat schwerwiegende Auswirkungen auf die inländische Nachfrage und Produktion.<sup>347</sup> Eine höhere Inflation und Verfehlung der Inflationsziele wären die Folge.

Die Aufwertung der Währung steht laut traditioneller Außenhandelstheorie im Widerspruch zu den Interessen des Exportsektors, deren Exportwaren sich verteuern.<sup>348</sup> Demgegenüber gibt es innerhalb der türkischen Wirtschaft aber auch ein Interesse an einer starken Währung, da man sich dadurch Kapitalzuflüsse erhofft (vgl. Yalman 2007: 17). Die politökonomische Präferenz für eine starke und stabile türkische Währung ist jedoch nicht nur durch die Interessen und Lobbyisten des Finanzsektors oder des Handelssektors für billiges Kapital bzw. Importwaren erklärbar (vgl. Bakır 2007: 130). Auch Industrie und Gewerbe können durch den Import verbilligter Zwischenkomponenten von einer Politik der harten Währung profitieren, wenn die Einsparungen der Produktionskosten die höheren mit einer Aufwertung verbundenen Produktpreise überkompensieren.<sup>349</sup> In dieser Wirkungskette gibt es aber keinen Automatismus. Meistens gibt es Übergangszeiten und Lieferverträge, die nicht von heute auf morgen verändert werden können. In der Türkei konnte der exportorientierte Sektor mit dem Wettbewerbsnachteil einer starken Währung (zunächst) umgehen, weil er die aufgewertete Währung durch erhebliche Reallohnkürzungen kompensieren konnte (vgl. TÜSIAD 2002: 100; Ataç/Grünwald 2008). Laut Angaben des türkischen Statistikamtes büßten die Reallöhne in der Türkei nach der Krise 2001 bis zu 30 Prozent ein.<sup>350</sup> Inwiefern diese Politik nachhaltig ist, bleibt aber fraglich.

<sup>347</sup> Eine kosteninduzierte Inflation wurde in den Neuen Konsens Modellen bisher weitgehend ignoriert, deshalb ist ihre Aussagekraft im Fall der türkischen Geldpolitik als eher begrenzt zu betrachten.

<sup>348</sup> So modelliert das Mundell-Flemming Modell auf der Basis des IS/LM Modells die Auswirkungen makroökonomischer Parametervariationen im nationalen Kontext als auch im internationalen Zwei-Staaten Vergleich.

<sup>349</sup> Über den Finanz- und Industriesektor hinaus können jedoch noch weitere Sektoren von einer Aufwertung profitieren. In einem Interview im Jahr 2008 äußerte ein Mitglied des Verwaltungsrats der türkischen privaten Luftfahrtunternehmen, Şahabettin Bolukçu, dass eine eins-zu-eins Parität zwischen dem USD und der TRY ein relevanter Vorteil für den türkischen Flugsektor darstellt, weil die Einnahmen aus den Flügen nach Europa in EUR erfolgen, während die operativen Kosten in USD bezahlt werden (vgl. <http://www.onurair.com.tr/onurair/haberindetayi.aspx>, aufgerufen am 8.2.2008). Dieses Muster charakterisiert generell den türkischen Außenhandel, bei dem der größte Anteil der Exporte nach Europa geht und Euros einbringt, während die Importkosten meist in USD nominiert sind (vgl. Canova/Favero 2007: 118). Das bedeutet, dass die türkische Ökonomie sowohl von der Aufwertung der TRY gegenüber dem USD als auch von einem starken EUR gegenüber dem USD profitierte.

<sup>350</sup> Dies ist vergleichbar mit der Situation, wenn Zinserhöhungen zu *intra*-Klassenkonflikten führen, d. h. eine Teilverschiebung der Industriegewinne in Richtung Finanzgewinne statt-

Arbeitnehmervertreter und Gewerkschaften sind nicht per se bereit, Einkommensverluste dauerhaft hinzunehmen.

Aus diesem Grund kritisieren sowohl Exportverbände als auch der für die Exportwirtschaft zuständige Staatsminister seit langem die Zentralbank für ihre Politik der starken Währung. Die türkische Exportwirtschaft leide unter der seit 2003 betriebenen Aufwertungs politik der CBRT, der, so der Vorwurf, die Türkei zu einem Importparadies verwandelt habe. Dies zeige sich vor allem in dem stark angestiegenen Import von Zwischenkomponenten.<sup>351</sup> Kritische Stimmen aus der Wirtschaft kommen insbesondere von kleinen und mittleren Exportunternehmen. So erklärte der Vorsitzende des Verbands der unabhängigen Industriellen und Unternehmer (MÜSIAD), Ömer Bolat, auf der Hauptversammlung des Verbandes 2005, dass hohe Zinsen und die Aufwertung der Währung zu sinkenden Einnahmen und Entlassungen in vielen kleinen und mittelständischen Unternehmen des Exportsektors führten. Zudem würden viele Exportunternehmen dazu übergehen, billigere Vorprodukte zu importieren anstatt einheimische Vorprodukte einzusetzen. Deshalb forderte Bolat eine schnelle Senkung der Realzinsen (vgl. Yenişafak vom 17.4.2005), was zu einer Abschwächung der Währung beitragen würde.

Eine Abwertung würde jedoch die Schuldenlast sowohl des öffentlichen Sektors als auch im zunehmenden Maße die des Privatsektors deutlich erhöhen.<sup>352</sup> In letzter Zeit haben sich aber die Anzeichen vermehrt, dass die türkische Regierung einen Strategiewechsel vorgenommen hat. So wurden zahlreiche neue Maßnahmen angekündigt, um das hohe Handelsbilanzdefizit unter Kontrolle zu bringen und den Anstieg der Verschuldung zu stoppen.<sup>353</sup> Gleichzeitig hat

---

findet, und die Industrieunternehmen versuchen, diese durch eine Senkung der Löhne zu kompensieren (vgl. Argitis/Pitelis 2006: 73). Im türkischen Fall jedoch konnte hierdurch der Konflikt zwischen den Kapitalgruppen zunächst beigelegt und ein breiter Konsens in der Währungspolitik ermöglicht werden.

<sup>351</sup> Diese Kritik erschien am 21. März 2010 in mehreren türkischen Tageszeitungen (vgl. Taraf und Radikal).

<sup>352</sup> Die Türkei nimmt in einem im *Economist* publizierten sogenannten Capital-freeze Index, der die Krisenanfälligkeit von Schwellenländern im Falle eines Ausbleibens von Kapitalzuflüssen misst, Platz eins ein. Der Index reiht die Schwellenländer entsprechend ihrer Leistungsbilanz, dem Grad der Verschuldung, der Kreditentwicklung des Privatsektors, des Währungskurses und des Grads der Integration in die Weltmärkte auf (vgl. <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21584993-which-emerging-markets-are-most-vulnerable-freeze-capital-inflows-stop>, aufgerufen am 26.11.2013).

<sup>353</sup> Die Kritik an den hohen Handelsbilanzdefiziten ist keine neue Entwicklung. Der IWF kritisiert bereits seit mehreren Jahren die hohen Defizite. In jüngster Zeit haben sich vermehrt

die türkische Währung in den letzten fünf Jahren deutlich abgewertet. Eine TRY hatte Mitte 2010 einen Gegenwert von 0,52 EUR. Dieser Kurs sank kontinuierlich auf zuletzt 0,33 EUR (Stand Mitte 2015). Der Exportsektor begrüßte diese Entwicklung. Die Reaktionen der Politik waren unterschiedlich. Im folgenden letzten Abschnitt wollen wir den Einfluss der Regierung auf die Wechselkurspolitik eingehen.

### 8.3.2 Der Einfluss der Politik auf die Wechselkurspolitik

„Wir werden den Devisen das Genick brechen.“  
(Erdem Başçı 2013)

Zum Abschluss wollen wir das Verhältnis zwischen der Zentralbank und Regierung in der Wechselkurspolitik schildern. Ende August 2013 überschritt der USD zum ersten Mal die 2 TRY Schwelle. Noch am selben Tag, dem 27. August 2013, verkündete der Gouverneur der Zentralbank Erdem Başçı in einem Interview mit der Finanzredaktion der Nachrichtenagentur Anadolu Ajansı, dass der USD-Kurs wieder sinken werde und nannte einen Jahresendkurs von 1,92 TRY.<sup>354</sup> Başçı erklärte weiter, dass die Zentralbank nicht die Zinsen, sondern die Devisenreserven dazu nutzen werde, um den TRY-Kurs zu verteidigen. Die Zinsen sollten auf absehbare Zeit zwischen 6,75 und 7,75 Prozent bleiben, höhere Zinsen wurden ausgeschlossen. Zudem konstatierte Başçı, dass die hohen Leistungsbilanzdefizite keine Risiken für die Türkei darstellen würden und kündigte eine offensive Währungspolitik an, die den Wechselkurs vor einer Abwertung schützen soll. Die Erklärung des Zentralbankgouverneurs, über die in den Medien mit der martialischen Überschrift „Wir werden den Devisen das Genick brechen“ berichtet wurde, setzte einen vorübergehenden Schlussstrich unter die seit der Krise 2001 herrschende Debatte über freie Wechselkurse. Aufgrund der Relevanz dieser Aussage haben sich führende Politiker im Anschluss zu Wort gemeldet. Wir wollen die Reaktionen kurz zusammenfassen.

---

Ökonomen im In- und Ausland dieser Kritik angeschlossen. Neben den klassischen Publikationskanälen nutzen immer mehr Ökonomen auch die neuen sozialen Netzwerke. So kritisierte der renommierte Ökonom Dani Rodrik Ende 2012 über seinen *Twitter* Account die hohen Handelsbilanzdefizite der Türkei (vgl. <https://twitter.com/rodrikdani/status/271954516239327233>, aufgerufen am 16.1.2014).

<sup>354</sup> Vgl. <http://www.aa.com.tr/tr/s/220335--dolar-1-92nin-altinda-olursa-sasirmayin>, aufgerufen am 30.10.2013.

Der stellvertretende Ministerpräsident Ali Babacan erklärt hierzu, dass bei einem freien Wechselkursregime die Zentralbank *normalerweise* keine Währungsziele verkünden dürfe, in diesem Fall jedoch die Märkte eine richtungsweisende Reaktion gebraucht hätten.<sup>355</sup> Babacan zufolge gebe es Momente, in denen die Märkte orientierungslos sind und von der Zentralbank eine richtungsweisende Entscheidung, bzw. die Bekanntgabe des von ihr als „richtig/angemessen“ eingeschätzten Kurses erwarten. Den Zeitpunkt von Başçıs Äußerungen interpretiert er als einen solchen Ausnahmefall. Mit diesen Äußerungen bestätigt Babacan zum einen, dass die Zentralbank auch bei freien Wechselkursen ein Kursziel hat, dies jedoch normalerweise nicht veröffentlicht. Zum anderen deuten die Äußerungen von Babacan darauf hin, dass die Regierung eine klare Vorstellung darüber zu haben scheint, welche Entwicklungen eine geldpolitische Intervention nach sich ziehen können (und müssen), auch wenn dies nur sehr vage ausgesprochen wird. Allein diese Vorstellung belegt, dass die Regierung die Geldpolitik nicht einfach der Zentralbank überlässt, deren formelle Unabhängigkeit sie immer wieder beteuert.

Die politische Dimension an diesem Beispiel kann ebenso an der Zinsentscheidung verdeutlicht werden. Denn die Erklärung des Zentralbankgouverneurs beinhaltet nicht nur ein Kursziel, sondern auch klare Vorgaben, welche Instrumente eingesetzt werden und welche nicht. Indem Başçı die Leitzinsen praktisch für konstant erklärt und die Devisenreserven als Interventionsinstrument hervorhebt, unterstützt er den Regierungskurs, der darauf bedacht ist, die Zinsen niedrig zu halten, wie wir im sechsten Kapitel bereits gezeigt haben. So hat die CBRT allein im dritten Quartal 2013 (bis zum 17. Dezember 2013) 3,1 Mrd. USD verkauft, um den Kursverlust zu begrenzen. Aus diesem Grund wird der Vorstoß des Zentralbankgouverneurs in Fachkreisen als Folge des politischen Drucks gewertet. So interpretiert der Ökonom Yaşar Erdinç dies als *Ende der Zentralbankunabhängigkeit*.<sup>356</sup> Ob die Entscheidung geldpolitisch effektiv ist oder nicht, spielt hier keine Rolle. Entscheidend für unsere Ausführungen ist die Tatsache, dass die Politik durchaus in der Lage ist, Einfluss auf die Geldpolitik auszuüben. Die Regierung legt gemeinsam mit der Zentralbank die Inflationsziele

---

<sup>355</sup> Vgl. <http://ekonomi.haberturk.com/ekonomi/haber/877785-192-sinyali-neden-geldi>, aufgerufen am 30.10.2013.

<sup>356</sup> Vgl. <http://ekonomi.bugun.com.tr/buyuk-risk-aldi-haberi/773134>, aufgerufen am 31.10.2013.

fest. Die regelmäßigen Konsultationstreffen zwischen dem Zentralbankgouverneur und dem Premierminister dürften dafür entscheidend sein.<sup>357</sup>

Anfang 2015 hat sich eine sehr ähnliche Entwicklung wiederholt, die diesmal jedoch hohe politische Wellen schlugen. Hintergrund war die Kritik aus Regierungskreisen, das die verbalen Interventionen Erdoğan's in die Geldpolitik – er wurde inzwischen zum Staatspräsidenten gewählt – internationale Investoren verunsicherten und einen Kursverlust der TRY provozierten.<sup>358</sup> Der stellvertretende Ministerpräsident Ali Babacan versuchte das Vertrauen der Investoren zu gewinnen, indem er internationalen Kreditgebern versicherte, dass der Standpunkt der Regierung und nicht die des Staatspräsidenten bindend sei. Daraufhin beschuldigte Erdoğan, Babacan und den CBRT Gouverneur Başçı indirekt als Volksverräter. Presseberichten zufolge reichten Babacan und Başçı nach dieser drastischen Kritik des Staatspräsidenten ihren Rücktritt ein. Die Rücktrittersuche wurden vom neuen Ministerpräsidenten Ahmet Davutoğlu jedoch mit der Befürchtung abgelehnt, dass ein derartiger Schritt einen massiven Absturz der TRY ausgelöst hätte.<sup>359</sup>

Die Zentralbank hat in dieser Periode vergeblich versucht, den Abwertungsdruck auf die TRY durch Devisenverkäufe zu senken, ohne die Zinsen zu erhöhen. Binnen zwei Monaten sanken die Reserven der CBRT um 10 Mrd. USD. Zuvor war die Zentralbank Ende 2014 dazu übergegangen, staatlichen Energieunternehmen Devisen für den Import von Energieträgern bereitzustellen. Der Ökonom Uğur Gürses wertet diese Entwicklungen als klares Zeichen eines fragwürdigen politischen Drucks auf die Zentralbank, die von internationalen Kreditgebern mit Sorge beobachtet werden (vgl. Radikal vom 7.4.2015). Unabhängig vom Inhalt ist ein Einfluss der Regierung auf die Währungspolitik allerdings im Statut durchaus vorgesehen. Wir haben im vierten Kapitel gezeigt, dass die CBRT die währungspolitischen Maßnahmen gemeinsam mit der Regierung be-

---

<sup>357</sup> Vgl. Bericht zum Treffen von Erdoğan und Başçı in Taraf vom 31.10.2013.

<sup>358</sup> Vgl. [http://www.bbc.co.uk/turkce/ekonomi/2015/02/150204\\_erdogan\\_dolar\\_faiz](http://www.bbc.co.uk/turkce/ekonomi/2015/02/150204_erdogan_dolar_faiz), aufgerufen am 1.4.2015.

<sup>359</sup> Angesichts der politischen Anspannung und der brisanten Lage wurde daraufhin ein Treffen zwischen den Konfliktparteien vereinbart. Auf diesem sogenannten Konsultationstreffen Anfang März 2015, an dem der Zentralbankgouverneur Başçı den Staatpräsidenten Erdoğan über die geldpolitische Entwicklung unterrichtete und auch Ali Babacan teilnahm, wurden die rhetorischen Wogen nach außen hin geglättet und ein Burgfrieden ausgerufen.

stimmt (siehe Abschnitt 4.3.1, Artikel 4 Ib). In diesem Sinne ist ein Eingreifen der Regierung in die Währungspolitik rechtlich abgesichert.

## 8.4 Fazit

Die CBRT hat im Rahmen ihrer Politik die türkische Währung für Investoren attraktiv zu machen, eine aktive Währungspolitik verfolgt, die wir als managed floating bezeichnen können. Im Zentrum stand eine Aufwertung der Währung. Die Zentralbank nutzte Zinsinstrumente und Deviseninterventionen zur Regulierung des Wechselkurses und zur Aufstockung ihrer Währungsreserven. Die Devisenreserven wurden zunächst durch eine hohe Zinspolitik erhöht und anschließend durch die überschüssige Liquidität auf den globalen Geldmärkten erweitert. Die CBRT profitierte dabei zwischenzeitlich von der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08, die zu hohen Kapitalflüssen in einer Reihe von Schwellenländern führte.

In dem hier betrachteten Zeitraum war die TRY Wechselkursschwankungen ausgesetzt, die durch internationale Kapitalflüsse verursacht wurden. Während der nominelle Wechselkurs sukzessiv an Wert verloren hat, stieg der reale Wechselkurs, weshalb wir von einer Aufwertung der TRY nach der Krise 2001 sprechen können. Wie wir gezeigt haben, wurde dieser Kurs von den exportorientierten Sektoren kritisiert. Der Finanz- und Handelssektor und auch die Baubranche profitierte jedoch von dieser Entwicklung, weil Kredite für ausländische Waren und Produktionsfaktoren relativ günstiger wurden. Zudem verweist die Aufwertung auf einen Kapitalzufluss, der die Finanzierung der Staatsverschuldung und die Disinflation erleichtert hat. In diesem Sinne gab es eine breite Allianz aus Wirtschaft, Politik und Zentralbank für diesen währungspolitischen Kurs.

Die Aufwertung der Währung steht im direkten Zusammenhang mit der Disinflation in der Türkei. Wie wir gezeigt haben, stand die Aufwertung im negativen Verhältnis zur Inflation, d. h. die Aufwertung ging mit einem Rückgang der Inflation und vice versa einher. Wir haben argumentiert, dass die Inflation primär nicht durch eine Kontraktion der Nachfrage, sondern durch billige Importe reduziert wurde. Deshalb kann der Wechselkurs als Hauptanker betrachtet werden, der die Inflation zum Fallen brachte. Die hohen Realzinsen werteten

die TRY auf und erleichterten den Konsum ausländischer Waren und Güter, weil diese relativ günstiger wurden. Dieser Kurs blieb aber widersprüchlich, weil die Importrechnung nicht gleichermaßen vom Export kompensiert werden konnte, was zu hohen Handelsbilanzdefiziten und einer höheren privaten Verschuldung führte, deren Auswirkungen noch ungewiss sind.

Wie wir gezeigt haben, wurde die Hochzinspolitik nach der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 beendet. Die CBRT nahm die hohe Liquidität auf den globalen Geldmärkten zum Anlass, die Leitzinsen zu senken und gleichzeitig ihre Devisenreserven fast zu verdoppeln. Die hohen Devisenreserven sollten es der Zentralbank ermöglichen, im Fall eines Kursverlustes zu intervenieren. Gleichzeitig versuchte die CBRT eine null- bzw. negative Realzinspolitik umzusetzen, wie sie von zentralen Regierungskreisen gefordert wurde. Damit reagierte die Zentralbank auch auf die Kritik des Exportsektors, der über hohe Zinsen klagte.

Das Zinsversprechen der Regierung Erdoğan und die wechselkurspolitischen Reaktionen der Zentralbank, die wir hier anhand von empirischen Beispielen erörtert haben, widersprechen der These der Entpolitisierung oder Neutralität der Geldpolitik. Was wir beobachten können ist ein Formwandel der politischen Einflussnahme. Es lässt sich schlussfolgern, dass es nicht zutreffend ist, von einer Unabhängigkeit der CBRT zu sprechen. Eher ist von einer strukturellen Nichtneutralität auszugehen. In diesem Sinne lässt sich Stiglitz' Feststellung nur bestätigen, dass es nämlich keine wahrhaft unabhängigen Institutionen gebe: „[t]here is no such thing as truly independent institutions. All public institutions are accountable, and the only question is to whom.“<sup>360</sup> Wenn überhaupt können wir lediglich von einer relativen Autonomie der CBRT sprechen. Das bedeutet, dass geldpolitische Entscheidungen Grenzen haben, die von der Politik gesetzt werden, und über die folglich immer wieder neu verhandelt wird. Wir können somit im Einklang mit Calvo und Reinharts (2002) Feststellung schlussfolgern, dass die Währungspolitik immer diskretionär ist und an den wirtschaftspolitischen Kurs der Regierung angepasst wird. Neben dem Standpunkt der Regierung spielt die internationale politökonomische Konjunktur dabei eine entscheidende Rolle.

---

<sup>360</sup> Vgl. <http://timesofindia.indiatimes.com/business/india-business/Stiglitz-against-central-bank-independence/articleshow/17878411.cms?>, aufgerufen am 12.4.2013.



## 9 Fazit: Die relative Autonomie der CBRT

Die Entpolitisierung der Geldpolitik und die Unabhängigkeit der Zentralbank bilden im heutigen wirtschaftspolitischen Mainstream die dominanten Paradigmen der Geldpolitik. Wie wir im *zweiten Kapitel* dieser Arbeit gezeigt haben, wird ZBU sowohl von traditionellen marktliberalen Theoretikern als auch von der Neuen Politischen Ökonomik und der Institutionenökonomik als Lösung des Inflationsproblems verteidigt. Kritiker schätzen diese „entpolitisierten“ Argumente für die ZBU jedoch skeptisch ein und verweisen auf die politökonomischen Motive für eine solche Strategie. Insbesondere für kritische heterodoxe Ökonomen repräsentieren die Vertreter der ZBU einen neoliberalen Zeitgeist in der Wirtschaftspolitik, in dessen Zuge Geld- und Fiskalpolitik zunehmend auf ein Glaubwürdigkeits-Barometer in Bezug auf Finanzmärkte reduziert wird (vgl. Argitis/Pitelis 2006: 67).

Ausgehend von diesen Debatten um ZBU war der Gegenstand dieser Dissertation eine politökonomische Untersuchung der türkischen Zentralbank und ihrer Geldpolitik. Im Mittelpunkt standen dabei eine institutionelle und monetäre Analyse des türkischen Fallbeispiels und die Klärung der Frage nach der faktischen Unabhängigkeit der türkischen Zentralbank. Hierfür wurden im *dritten Kapitel* Methoden vorgestellt, mit denen die ZBU in der Mainstreamökonomik untersucht wird. Um die Schwächen dieser formalen Methoden zu überwinden, wurde ein politökonomischer Ansatz gewählt, der sowohl die traditionellen *de jure* Messkonzepte der ZBU berücksichtigt, als auch anhand von konkreten Fallbeispielen die reale Interdependenz zwischen Regierung und Zentralbank herausarbeitet. Die empirische Analyse fokussierte auf die zentralen Bereiche

der Geldpolitik, d.h. den Zins und die Liquiditäts- und Währungspolitik, und diskutierte Einflussfaktoren der türkischen Geldpolitik.

Wie ich im Rahmen dieser Arbeit zeigen konnte, ist die CBRT ein gutes Beispiel dafür, dass die Etablierung von unabhängigen Regulierungsbehörden nicht *per se* als Entpolitisierung verstanden werden kann. Auf den ersten Blick scheint der Einfluss der Regierung auf die Geldpolitik der Zentralbank durch die vom Statut gesetzte Regelbindung begrenzt worden zu sein. Das neue rechtliche Statut der türkischen Zentralbank von 2001 richtete die Geldpolitik an Preisstabilität und Offenmarktoperationen aus, indem die Fazilitäten verboten werden, die den öffentlichen Ausgaben dienen. Wie im *vierten Kapitel* gezeigt wurde, wurden die Einflusskanäle der Politik jedoch nicht vollkommen abgeschafft, sondern modifiziert und dadurch potentiell erhalten.<sup>361</sup> Hierin zeigt sich, dass die Politik die Verantwortung für die Geldpolitik nicht gänzlich von sich schieben kann. Diese Schlussfolgerung kann mithilfe von zwei Argumenten gestützt werden, die wir hier noch einmal zusammenfassen wollen.

Die Rettung des türkischen Banken- und Finanzsystems sowie zahlreicher Unternehmen, die nach der Krise 2001 vor dem Bankrott standen, hat gezeigt, dass die monetäre Regelbindung – d.h. das Verbot öffentlicher Ausgaben – selektiv angewendet und unter außergewöhnlichen Umständen ignoriert wird. Derartige Sonderfälle und Ausnahmeregelungen sind, wie anhand des Statuts der CBRT gezeigt wurde, zwar nicht konkret definiert, juristisch jedoch durchaus vorgesehen. Eine solche *Praxis der Ausnahme* ist kein Einzelfall. Die Reaktionen auf sogenannte Ausnahmefälle oder Krisenmaßnahmen weisen auf eine strukturelle Veränderung der Geld- und Wirtschaftspolitik des Staates hin. Es bedarf jedoch nicht immer eines Ausnahmezustandes oder externen Schocks, um einen staatlichen Eingriff in die Angelegenheiten der vermeintlich unabhängigen Zentralbank zu erklären. Eine politische Vermittlung wirtschaftspolitischer Standpunkte findet durchgehend statt. Die selektiven staatlichen

---

<sup>361</sup> Diese Auslegung des türkischen Zentralbankstatuts stellt jedoch kein Defizit dar, gemessen etwa an der institutionellen Struktur der EZB. Die EU und die EZB fordern von der Türkei eine vollständige Anpassung des türkischen Zentralbankstatuts an das der EZB. Auch wenn das türkische Zentralbankstatut dem Wortlaut nach 100 Prozent an das der EZB angepasst wäre, würde dies nichts daran ändern, dass das politische Moment aus der Geldpolitik nicht verbannt werden kann. Wie wir im Fall der EZB diskutiert haben, trägt die EZB dieselben Merkmale einer relativ autonomen Zentralbank.

Interventionen offenbaren lediglich, dass das *politische Moment* der Wirtschaftspolitik neu definiert wird.

Um dieses Phänomen zu erklären, möchte ich die Einsicht von Waltraud Schelkle, aufgestellt in Bezug auf die Regelbindung der Finanz- und Haushaltspolitik der EU, auf die Geldpolitik ausweiten. Schelkle hebt hervor, dass eine geld- und fiskalpolitische Regelbindung im Gegensatz zu den erklärten Absichten, nicht zu einer Entpolitisierung, sondern vielmehr zu deren *Politisierung* führt (vgl. 1997). Regeln sind gemeinhin bekannt dafür, dass sie überschritten werden. Das ‚politische Moment‘ einer Entscheidungsfindung wird im Zuge einer Regelbindung nicht etwa aufgehoben, sondern verschiebt sich nun hin zu der Frage, ob eine Ausnahmesituation besteht und wer über die Definitionsmacht verfügt, eine solche zu definieren bzw. auszurufen. Das Überschreiten der Regel und die Definition des Ausnahmezustands wird somit *per se* zum Politikum. Die Entscheidungskanäle stellen in einer solchen Situation eine Arena her, in der diverse Verhandlungen und mit ihnen zusammen hängende Interessenskonflikte auf höchst politische Art und Weise ausgetragen werden. Schelkle spricht in diesem Zusammenhang sehr zutreffend von einer „mit der monetären Regelbindung verbundene[n] Politisierung“ (Schelkle 1997).

Entgegen der gängigen Meinung konstatiert auch Burnham, dass eine regelorientierte Geldpolitik den wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum der Politik nicht notwendigerweise einschränkt, sondern unter Umständen sogar als seine Erweiterung interpretiert werden kann:

“By switching from a politicised (discretion-based) to a depoliticised (rule-based) system, governments establish credible rules for economic management, thereby altering expectations concerning wage claims, in addition to ‘externalising’ responsibility for the imposition of financial discipline. The stronger (and more distant) the set of ‘rules’, the greater manoeuvrability the state will achieve, increasing the likelihood of attaining objectives.” (Burnham 2001: 134)

Burnham bezeichnet diese Strategie deshalb als eine *Politik der Entpolitisierung*. Ingham spricht in diesem Zusammenhang auch von einer ‚*apolitical conception of politics*‘.<sup>362</sup> Geldpolitik bleibt somit unweigerlich – quasi zwingend – eine politi-

---

<sup>362</sup> Christian Marazzi zufolge stehe dem Versuch, Regeln durchzusetzen eine strukturelle Unmöglichkeit des Kapitalismus entgegen: „Die ganz grundsätzliche Schwäche der Berechnungsmodelle zur Bewertung von Risikowahrscheinlichkeiten beruht auf dem endogenen Charakter, der das Interagieren der FinanzakteurInnen auszeichnet. ‚Irrtümliche Bewertun-

sche Angelegenheit. Von einem solchen kritischen Standpunkt aus kann das im *vierten Kapitel* vorgestellte neue Statut der CBRT deshalb als ein Schritt in Richtung Institutionalisierung finanzieller Liberalisierung sowie als eine zunehmende Regulierung der Ökonomie durch Marktwettbewerb interpretiert werden. Die Kanäle direkter politischer Kontrolle machen Platz für eine indirekte Lenkung der Geldpolitik, die nun die Gestalt einer marktabhängigen Zentralbank annimmt, in der Preisstabilität ein neuer orthodox gesetzter *unabhängiger* Anker ist. Die Unabhängigkeit der Zentralbank dient dabei als ein stabilisierendes Bindeglied zwischen verschiedenen Interessensphären. Das neue Mandat der CBRT stellt nach dieser Lesart also nicht Autonomie sicher, sondern führt eine neue Abhängigkeit der Geldpolitik ein, die auf *neoliberalen* Richtlinien basiert. Eine solche Sichtweise wird auch durch die Analyse des Statuts der ESZB unterstützt.

Im *fünften Kapitel* wurden die Hintergründe und Merkmale des geldpolitischen Programms in der Türkei nach der Krise von 2001 erörtert. Es wurde gezeigt, dass die türkische Zentralbank nach der Krise zu einer Strategie der Zielinflation übergegangen ist, um die Inflation zu bekämpfen, die von einer strikten Sparpolitik der Regierung begleitet wurde. Im Zentrum der damaligen Geldpolitik stand ein Aufwertungskurs, der Kapitalflüsse und Wachstum sicherstellen sollte. Die hohe chronische Inflation konnte in der Zeit nach der Krise von 2001 tatsächlich beendet werden. Allerdings wurden die Inflationsziele in den darauffolgenden Jahren oft nicht mehr erreicht. In diesem Zusammenhang wurde die Frage nach den Hintergründen und Ursachen der Disinflation thematisiert. Um diese Frage zu beantworten, haben wir zunächst anhand von empirischem Material gezeigt, inwiefern die Fiskal- und Lohnpolitik zur Inflationssenkung beigetragen haben. Es wurde gezeigt, dass die Phase nach 2001 durch eine restriktive Fiskalpolitik gekennzeichnet war, mit der die staatliche Verschuldung unter Kontrolle gebracht sollte. Ein restriktiver Kurs wurde auch in der Lohnpolitik verfolgt. Nachdem die Arbeitslosigkeit 2001 anstieg und die Reallöhne einbrachen, pendelten sich die Löhne wenig später auf einem niedrigen Ni-

---

gen' von Bonität und Risiko lassen sich nicht so sehr, und nicht nur, als Fehler erklären, hinter denen - skandalöserweise typische - Interessenkonflikte von Rating Agenturen stehen, sondern sind Ausdruck der (ontologischen) Unmöglichkeit, Regeln oder Quasi-Regeln festzulegen, die in der Lage wären die Märkte nach den so genannten rationalen Prinzipien zu organisieren (wie das die Vereinbarungen Basel I und Basel II versuchen).“ (Marazzi 2010: 58)

veau ein und blieben hinter der Produktivitätsentwicklung zurück. Die hohe Arbeitslosigkeit erzeugte zudem einen starken Druck auf die Löhne. Als Fazit lässt sich festhalten, dass in dieser Zeit weder von der Fiskalpolitik noch von der Arbeitsmarkt- und Lohnentwicklung ein bedeutender inflationärer Druck ausging. Im Gegenteil, die Inflationssenkung wurde durch die beschriebenen Entwicklungen noch begünstigt.

Die Türkei zahlte nach 2001 relativ hohe Realzinsen, um Kapital anzuziehen. Dieser Kurs änderte sich erst mit dem Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08, die zu einem Konjunkturerinbruch und Anstieg der Arbeitslosigkeit in der Türkei führte. Wie im *sechsten Kapitel* anhand mehrerer Beispiele gezeigt wurde, intervenierte die türkische Regierung ab diesem Zeitpunkt stärker in die Geldpolitik. Sie übte über diverse Kanäle offen Druck auf die Zentralbank aus, um die Zinsen und die Kreditfinanzierungskosten für Unternehmen zu senken und so Investitionen anzuregen. Die Niedrigzinspolitik wurde zu einem zentralen Versprechen der Regierung, die sich insbesondere vor den Parlamentswahlen Wählerstimmen sichern wollte. Derartige Eingriffe fanden wohlgerne trotz der gesetzlich gesicherten Unabhängigkeit der Zentralbank statt.

Die neue zinspolitische Ausrichtung 2008/09 wurde von einem Kurswechsel in der Liquiditätspolitik begleitet. Im *siebten Kapitel* wurde gezeigt, dass seitens der CBRT der Versuch unternommen wurde, mit einer aktiven Liquiditätspolitik die Niedrigzinspolitik zu flankieren. Die CBRT kündigte als Reaktion auf den Konjunkturerinbruch 2009 eine expansive Geldpolitik an, die durch Offenmarktinterventionen vollzogen wurde. Die türkische Geldmenge wuchs in dieser Periode stark an. Aufgrund einer Analyse der Bedeutung der Dollarisierung und des Verhältnisses zwischen den Geldmengenaggregaten M1-M3 und der Inflation konnte gezeigt werden, dass die Geldmengen in der Türkei wesentlich stärker als die Inflation gewachsen sind.

Ausschlaggebend für diese Disinflation war weniger der unabhängige Status der CBRT oder eine monetaristische Geldmengenkontraktion, als vielmehr die Aufwertung der türkischen Währung, die im internationalen Vergleich relativ hohen Realzinsen, eine strikte Fiskalpolitik und die einschneidenden Lohnsenkungen nach der Krise von 2001. Die politische Führung der Türkei war sich ihrer Rolle als Schwellenland und der damit verbundenen Bedeutung von Ka-

pitalzuflüssen und Wechselkursrisiken durchaus bewusst. Sie strebte, wie im *achten Kapitel* gezeigt wurde, einen starken Wechselkurs an, der bis 2008/09 durch hohe Realzinsen und einen systematischen Ausbau der Devisenreserven gewährleistet werden konnte. Gleichzeitig hat dieser Kurs zu einem immensen Importanstieg und der Fortsetzung der Schuldenakkumulation geführt. Aus diesem Grund bleibt die türkische Ökonomie weiterhin an potentiell volatile und destabilisierende internationale Kapitalflüsse gebunden, um ihre steigenden Handels- und Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren. Eine weitere Reaktion auf die Krise bestand in der Einbeziehung der finanziellen Stabilität in die unmittelbaren geldpolitischen Ziele, wodurch die Bedeutung der Preisstabilität zwar offiziell nicht angetastet, jedoch offensichtlich relativiert wurde. Wie in dieser Arbeit anhand von zahlreichen empirischen Belegen gezeigt wurde, bleiben politische Einflussmechanismen in der Geldpolitik strukturell erhalten. Der formell unabhängige Status der CBRT, dies ist ein zentrales Ergebnis der vorliegenden Arbeit, muss folglich relativiert werden.

Die vorliegende Untersuchung hat gezeigt, dass die CBRT vor politischen Eingriffen nicht immun ist, was uns zu der Hauptthese dieser Arbeit führt, dass die formelle Unabhängigkeit der CBRT und die regelorientierte Geldpolitik *nicht* mit einer Entpolitisierung der Geldpolitik in der Türkei gleichzusetzen sind. Der institutionelle Status der CBRT kann stattdessen als einer der *relativen Autonomie* verstanden werden. Wie in dieser Arbeit argumentiert wurde, bleibt die Bindung an geldpolitische Regeln kontextabhängig und ist offen für Interpretationen.

Eine Zentralbank wie die türkische kann selbst unter der in der vorliegenden Arbeit untersuchten institutionellen Unabhängigkeit nur bis zu einem bestimmten Grad autonom agieren. Das bedeutet, dass der Rahmen, innerhalb dessen die Zentralbank geldpolitische Entscheidungen trifft, Grenzen hat, die immer wieder neu von der Politik gesetzt werden und über die folglich immer wieder neu verhandelt werden muss. Dies beinhaltet aber auch die Erkenntnis, dass internationale Kapitalflüsse und politökonomische Bedingungen den nationalen Ambitionen einer Regierung in der Geldpolitik Grenzen aufzeigen können. Das türkische Beispiel bestätigt, dass die Geldpolitik zwischen nationaler Wirtschaftspolitik und internationalen politökonomischen Entwicklungen zu verorten ist. Die hohe Liquidität auf den internationalen Geld- und Kapital-

märkten nach der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 hat der Türkei ermöglicht, ihre Leitzinsen stark zu reduzieren. Die gesellschaftlichen und politischen Spannungen im Jahr 2013, die *Gezi* Proteste und die Korruptionsskandale in die führende Regierungsmitglieder verwickelt waren, haben die politische Macht der AKP-Regierung jedoch geschwächt. Der Vertrauensverlust führte zu Kapitalflucht und Kursverlusten der türkischen Währung, die erst durch die drastische Zinserhöhung Anfang 2014 gestoppt werden konnte.

Das türkische Beispiel zeigt weiterhin, dass auch nicht von einer Neutralität der Geldpolitik gesprochen werden kann, wie einige Befürworter der ZBU sie konstatieren. Vielmehr ist von einer strukturellen Nichtneutralität auszugehen. Kritiker der ZBU sehen diese und eine eng damit verbundene Ausrichtung der Geldpolitik primär auf Preisstabilität als strukturelles Fundament für Rentiersinteressen dienlich. In der Türkei profitierte aber auch der Staat mittelfristig von der Aufwertung der Währung, was die Konsolidierung des Budgets vorantrieb. So konnte die Prolongation der staatlichen Verschuldung in dieser Periode ohne größere Probleme erfolgen. Zudem profitierte das Staatsbudget von den gesunkenen Zinsen für Staatsanleihen. Die Hochzinspolitik begünstigte im Kontext der Finanzialisierung aber vor allem inländische und internationale Rentiersinteressen (vgl. Becker 2007: 227). In der Türkei haben die Anleger im Banken- und Finanzsektor bis zum Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 von der Geldpolitik der Zentralbank profitiert. So konnten die Nettogewinne des Bankensektors (am BIP) in der Untersuchungsperiode (2002 bis 2012) verdoppelt werden. Auch Konglomerate und große Unternehmen haben von der Aufwertungs politik profitiert während kleine und mittelständische Unternehmen jedoch Wettbewerbsnachteile hinnehmen mussten. Wie bereits erwähnt, verharrten die Löhne in dieser Periode auf niedrigem Niveau und blieben hinter der Produktivitätsentwicklung zurück. Die dadurch verloren gegangene Kaufkraft wurde zum Teil durch eine Politik der billigen Importe und eine Ausdehnung der Kreditwirtschaft kompensiert, was die Inflation zunächst senkte und Wählerunterstützung sicherte. Wie in dieser Arbeit jedoch anhand der Zahlen der steigenden privaten Verschuldung, dem anhaltenden Importboom und den Leistungsbilanzdefiziten sowie einer insgesamt eher finanziell instabilen Entwicklung gezeigt wurde, hat eine solche Politik – langfristig betrachtet – zahlreiche negative Folgen.

Die Untersuchung des geldpolitischen Kurses der Türkei muss deshalb in einen breiteren Kontext gestellt werden. Eine solche politökonomische Analyse wurde in der vorliegenden Arbeit in Bezug auf die Unabhängigkeit der türkischen Zentralbank unter Einbeziehung makroökonomischer Daten geleistet. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Türkei in einer Situation der Krise (2001) versuchte, mit den Widersprüchen der neoliberalen Wirtschaftspolitik und den Problemen ihrer Stellung innerhalb einer internationalen Arbeitsteilung umzugehen, indem sie mit verschiedenen institutionellen und systemischen Transformationen und Strategien experimentierte, die zwischen Deregulierung und Re-Regulierung oszillierten. Die Frage, wann bzw. ob die Türkei überhaupt ein vollständiges Mitglied der EU werden wird, ist heute mehr denn je ungewiss und in der türkischen Politik der vergangenen Jahre zunehmend in den Hintergrund geraten. Unabhängig davon wurde die Einhaltung der fiskal- und geldpolitischen (Maastrichter) Konvergenzkriterien der EU als Stabilität fördernde ökonomische Richtlinien angestrebt und im Zuge einer fortschreitenden *Europäisierung* auch weitestgehend umgesetzt. Dem Zeitgeist entsprechend versuchte die Türkei in den letzten Jahren zum einen wirtschaftspolitische Mainstream-Konzepte zu adaptieren, und zum anderen, wie in der vorliegenden Arbeit gezeigt wurde, mit einer unabhängigen Zentralbank und einer Zielinflationsstrategie Preisstabilität zu gewährleisten.

Preisstabilität ist ein zentrales Ziel nicht zuletzt aufgrund der gesamtwirtschaftlichen Risiken im Falle ihres Ausbleibens (vgl. Epstein/Yeldan 2007: 6). Sie ist aber kein Garant für eine stabile wirtschaftspolitische Strategie, die eine nachholende ökonomische Wachstumsperspektive samt hohen Investitionen schafft und das Allgemeinwohl erhöht. Das türkische Beispiel verdeutlicht, dass trotz institutioneller Reformen, fiskalpolitischer Kontraktion, Inflationssenkung, Privatisierungen und Deregulierung des Arbeitsmarktes und letztlich auch trotz positiver Wachstumszahlen, Arbeitslosigkeit zunehmen und eine Verbesserung der ökonomischen Lage der Beschäftigten – milde ausgedrückt – ausbleiben kann. Die Verschärfung der Lebensbedingungen für immer mehr Menschen in den letzten Jahren in der Türkei erscheint somit als Resultat einer ganz spezifischen Wirtschafts- und Geldpolitik. Hierin zeigen sich die Grenzen einer monetär geprägten Wirtschaftspolitik. Welche Strategien aber die *richtigen* sind, bleibt weiterhin offen und muss auch in Zukunft im Spannungsfeld sozioökonomischer Konflikte verhandelt werden. Von einer Entpolitisierung der Geldpolitik kann, so zeigt die vorliegende Arbeit, jedoch nicht die Rede sein.

# Literaturverzeichnis

- Acemođlu, Daron/Johnson, Simon/Querubin, Pablo/Robinson, James A. (2008): When Does Policy Reform Work? The Case of Central Bank Independence, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2008, 351–417.
- Aglietta, Michel (2002): Die finanzielle Globalisierung, in: Aglietta, Michel/Bischoff, Joachim/Boccarda, Paul/Haug, Wolfgang/Huffschmid, Jörg/Wallerstein, Immanuel (Hrsg.): *Umbau der Märkte*, VSA Verlag, Hamburg, 9–24.
- Akçay, Ümit (2009): Para, Banka, Devlet – Merkez Bankası Bađımsızlıđının Ekonomi Politıđi [Geld, Bank, Staat – die politische Ökonomie der Zentralbankunabhängigkeit], Sav Yayınları, Istanbul.
- Aklan, Nejla Adanur/Nargelecekenler, Mehmet (2008): Taylor Rule in Practice: Evidence from Turkey, in: *International Atlantic Economic Society*, 14, 156–166.
- Akyüz, Yılmaz/Boratav, Korkut (2003): The making of Turkish financial crisis, in: *World Development*, 31, 9, 1549–1566.
- Alesina, Alberto/Summers, Lawrence H. (1993): Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, 25, 2, 151–161.
- Almeida, Alvaro/Fry, Maxwell J./Goodhart, Charles A.E. (1996): *Central Banking in Developing Countries – Objectives, Activities and Independence*, Routledge, London.
- Alper, Emre/Hatipođlu, Ozan (2009): The Conduct of Monetary Policy in Turkey in the Pre- and Post-crises Period of 2001 in Comparative Perspective: a Case

for Central Bank Independence, MPRA Paper, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/18426/>, aufgerufen am 13.1.2014.

Altvater, Elmar (2012): From Subprime Farce to Greek Tragedy: The Crises Dynamics of Financially Driven Capitalism, in: Panith, Leo/Albo, Greg/Chibber, Vivek (Hrsg.): *Socialist Register*, 48, Merlin Press, London, 271–287.

Anderegg, Ralph (2007): *Grundzüge der Geldtheorie und Geldpolitik*, Oldenbourg, München.

Arestis, Philip/Sawyer, Malcolm (2003): On the Effectiveness of Monetary Policy and Fiscal Policy, (Hrsg.), The Lewy Economic Institute, Working Paper No. 369.

– (2005): „New Consensus“, New Keynesianism and the Economics of the „Third Way“, in: Hein, Eckhard/Heise, Arne/Truger, Achim (Hrsg.): *Neu-Keynesianismus – Der neue wirtschaftspolitische Mainstream?*, Metropolis, Marburg, 229–246.

– (2004): Monetary Policy when Money is Endogenous: Going Beyond the 'New Consensus', in: Lavoie, Marc/Seccareccia, Mario (Hrsg.): *Central Banking in the Modern World – Alternative Perspectives*, Edward Elgar, Cheltenham, 70–87.

Argitis, George/Pitelis, Christos (2006): Global Finance, Income Distribution and Capital Accumulation, in: *Contributions to Political Economy*, 25, 63–81.

Asser, Tobias M.C. (2002): Relative Autonomy of the Central Bank, in: IMF, Legal Department (Hrsg.): *Current Developments in Monetary and Financial Law*, Vol. 3, International Monetary Fund, Washington, 363–373.

Ataç, Ilker (2013): *Ökonomische und politische Krisen in der Türkei – Die Neuformierung des peripheren Neoliberalismus*, Westfälisches Dampfboot, Münster.

Ataç, Ilker/Grünewald, Andreas (2008): Stabilization through Europeanization? Discussing the Transformation Dynamics in Turkey, in: *Debatte. Journal of Contemporary Central and Eastern Europe*, 16, April, 31–54.

- Bahmani-Oskooee, Mohsen/Domaç, Ilker (2002): On the Link between Dollarization and Inflation: Evidence from Turkey, in: CBRT Discussion Paper, 59, 1–26.
- Bakır, Caner (2007): Merkezdeki Banka – Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Uluslararası Bir Karşılaştırma [Die Bank im Zentrum – CBRT und ein internationaler Vergleich], 173, Istanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Istanbul.
- Balkan, Neşecan/Balkan, Erol/Öncü, Ahmet (Hrsg.) (2015): The Neoliberal Landscape and the Rise of Islamist Capital in Turkey, Berghahn, New York.
- Ball, Laurence/Sheridan, Niamh (2003): Does inflation targeting make a difference?, in: Bernanke, Ben/Woodford, Michael (Hrsg.): Inflation Targeting, NBER, Boston, 1–50.
- Barro, Robert J./Gordon, David B. (1983): Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy, in: Journal of Monetary Economics, 12, 1, 101–121.
- Başçı, Erdem (2012): Monetary Policy of Central Bank of the Republic of Turkey after Global Financial Crisis, in: Insight Turkey, 14, 2, 23–26.
- Becker, Joachim (2007): Dollarisation in Latin America and Euroisation in Eastern Europe: Parallels and Differences, in: Becker, Joachim/Weissenbacher, Rudy (Hrsg.): Dollarization, Euroization and Financial Instability – Central and Eastern European Countries between Stagnation and Financial Crises?, Metropolis, 223–278.
- Bedirhanoğlu, Pınar (2008): Restrukturierung des türkischen Staates im Kontext der neoliberalen Globalisierung, in: Ataç, Ilker/Küçük, Bülent/Şener, Ulaş (Hrsg.): Perspektiven auf die Türkei, Westpfälisches Dampfboot, Münster, 102–126.
- Belke, Ansgar/Setzer, Ralph (2004): Kommentar von Ansgar Belke und Ralph Setzer zur Verleihung des Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften 2004 an Finn E. Kydland Und Edward C. Prescott, in: Hohenheimer Diskussionsbeiträge, Universität Hohenheim, 248/2004, 1–12.

- Berleemann, Michael/Hielscher, Kai (2010): Effective monetary policy conservatism: A comparison of 11 OECD countries, in: HWWI Research paper, 2, 21, 1–29.
- Bernanke, Ben (2010): Central Bank Independence, Transparency, and Accountability, Institute for Monetary and Economic Studies Conference, Tokyo.
- Bernanke, Ben S./Laubach, Thomas/Mishkin, Frederic S./Posen, Adam S. (1999): Inflation Targeting: Lessons from the International Experience, Princeton University Press, Princeton.
- Bibow, Jörg (2010): A Post Keynesian Perspective on the Rise of Central Bank Independence: A Dubious Success Story in Monetary Economics, in: Levy Economics Institute Working Papers, 625, 1–32.
- Bieling, Jürgen (2011): Internationale Politische Ökonomie. Eine Einführung, VS-Verlag, Wiesbaden.
- Blanchard, Olivier (2005): Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil, in: Francesco, Giavezzi/Goldfajn, Ilan/Herrera, Santiago (Hrsg.): Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003, MIT Press, Cambridge and London, 49–80.
- Blinder, Alan S. (1998): Central Banking in Theory and Practice, MIT Press, Cambridge.
- Bonefeld, Werner (2001): European Monetary Union: Ideology and Class, in: Bonefeld, Werner (Hrsg.): The Politics of Europe – Monetary Union and Class, Palgrave, Hampshire, 64–106.
- Brenner, Neil/Peck, Jamie/Theodore, Nik (2010): After Neoliberalization?, in: Globalizations, 7, 3, 327–345.
- BSB, Bağımsız Sosyal Bilimciler (2006): IMF Gözetiminde On Uzun Yıl 1998–2008 [Zehn lange Jahre unter IWF-Aufsicht], <http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/bsbmetin.html>, aufgerufen am 5.5.2015.
- (2007): 2007 İlk yazında Dünya ve Türkiye Ekonomisine Bakış [Ein Blick auf die Weltwirtschaft und die türkische Wirtschaft im Frühling 2007], [www.bagimsizsosyalbilimciler.org](http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org), aufgerufen am 1.5.2009.

- (2008): 2008 Kavşağında Türkiye – Siyaset, İktisat ve Toplum [Die Türkei an der Kreuzung zu 2008 – Politik, Ökonomie und Gesellschaft], Yordam Kitap Basın ve Yayın, İstanbul.
- Burnham, Peter (2001): New Labour and the politics of depoliticisation, in: British Journal of Politics and International Relations, 3, 2, 127–149.
- Calvo, Guillermo A./Reinhart, Carmen M. (2002): Fear of Floating, in: The Quarterly Journal of Economics, 107, 2, 379–408.
- Canova, Fabio/Favero, Carlo (2007): Monetary policy in the euro area: lessons from five years of the ECB and then implications for Turkey, in: Başçı, Erdem/Togan, Sübidey/von Hagen, Jürgen (Hrsg.): Macroeconomic Policies for EU Accession, Edward Elgar, Cheltenham, 79–122.
- CBRT, Central Bank of the Republic of Turkey (2001a): Central Bank of the Republic of Turkey, Law No. 4651, Ankara.
- (2001b): Annual Report, CBRT, Ankara.
- (2002): The Impact of Globalization on the Turkish Economy, Banknote Printing Plant Department, Ankara.
- (2005a): Annual Report 2005, CBRT, Ankara.
- (2005b): Press Release, Nr. 2005-13.
- (2006): Annual Report 2006, CBRT, Ankara.
- (2007): Annual Report 2007, CBRT, Ankara.
- (2008a): Monetary Policy Committee, Press Release, Nr. 2008-20.
- (2008b): Annual Report 2008, CBRT, Ankara.
- (2009): Annual Report 2009, CBRT, Ankara.
- (2010a): Press Release, Nr. 2010-29.
- (2010b): Press Release on Reserve Requirements, Nr. 2010-29.
- (2010c): Annual Report 2010, CBRT, Ankara.

- (2010d): Monetary Policy Exit Strategy, CBRT, Ankara.
  - (2011a): Monetary Policy Committee, Press Release, Nr. 2011-03.
  - (2011b): Press Release on Reserve Requirements, Nr. 2011-02.
  - (2011c): Annual Report 2011, CBRT, Ankara.
  - (2011d): Monetary Policy Committee Press Release, Nr. 2011-31.
  - (2012a): Press Release on Interest Rates, Nr. 2012-57.
  - (2012b): Annual Report 2012, CBRT, Ankara.
  - (2012c): Merkez Bankası Bağımsızlığı – Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası ve Bağımsızlık [Zentralbankunabhängigkeit – Die CBRT und Unabhängigkeit], CBRT, Ankara.
  - (2012d): The Central Bank of the Republic of Turkey – From Past to Present, CBRT, Ankara.
  - (2013a): Press Release on Liquidity Policy, Nr. 2013-63.
  - (2013b): Monetary Policy Committee, Press Release, Nr. 2013-22.
  - (2013c): Inflation Report, Nr. 2013-III.
- Chang, Ha-Joon/Grabel, Ilene (2004): Reclaiming Development: An Economic Policy Handbook for Activists and Policymakers, Zed Books, London.
- Chang, Kelly H. (2003): Apointing Central Bankers – The Politics of Monetary Policy in the United States and in the European Monetary Union, Cambridge University Press, Cambridge.
- Clausen, Jens/Donges, Juergen (2001): European Monetary Policy: The Ongoing Debate on Conceptual Issues, in: *The World Economy*, 24, 10, 1309–1326.
- Cornel, Dumiter Florin/Sorina, Coroiu (2011): Central Bank Independence and Macroeconomic Performance – An Empirical Approach, in: *The Annals of the University of Oradea – Economic Sciences*, 487–493.

- Cukierman, Alex (2008): Central bank independence and monetary policymaking institutions – Past, present and future, in: *European Journal of Political Economy*, 24, 722–736.
- (2007): De Jure, De Facto, and Desired Independence: The Bank of Israel as a Case Study, in: Liviatan, Nissan/Barkai, Haim (Hrsg.): *The Bank of Israel*, Oxford University Press, 3–35.
- Cukierman, Alex/Webb, Steven/Neyaptı, Bilin (1992): Measuring the Independence of Central Banks and its Effects on Policy Outcomes, in: *The World Bank Economic Review*, 6, 3, 353–398.
- Daunfeldt, Sven-Olov/De Lunay, Xavier (2008): Central bank independence and price stability: evidence from OECD-countries, in: *Oxford Economic Papers*, 60, 410–422.
- De Grauwe, Paul (2012): *Economics of the monetary union*, Oxford University Press, ninth edition, Oxford.
- DeBelle, Guy/Fischer, Stanley (1995): How Independent Should a Central Bank Be?, in: *Conference Series*, Federal Reserve Bank of Boston, 195–225.
- Demirović, Alex/Hirsch, Joachim/Jessop, Bob (2002): *Einleitung der Herausgeber*, Nicos Poulantzas, *Staatstheorie*, VSA-Verlag, Hamburg.
- Derviş, Kemal/Asker, Serhan/Işık, Yusuf (2006): *Krizden Çıkış ve Çağdaş Sosyal Demokrasi* [Der Aufschwung aus der Krise und zeitgenössische Sozialdemokratie], Doğan Yayınları, Istanbul.
- Dilik, Sait (2005): Merkez Bankası Bağımsızlığı [Zentralbankunabhängigkeit], in: *Kamu-İş*, 8, 3, 1–15.
- Dinçer, Ahmet (2004): Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası İle Avrupa Merkez Bankasının Bağımsızlık Yönünden Karşılaştırılması [Ein Vergleich der Zentralbankunabhängigkeit der CBRT und der EZB], in: *Iktisat İşletme ve Finans*, 19, 220, 95–105.
- Dunn, Bill (2009): *Global Political Economy – A Marxist Critique*, Pluto Press, London.

- Dür, Andreas/Zimmermann, Hubert (2007): Introduction: The EU in International Trade Negotiations, in: *JCMS*, 45, 4, 771–787.
- EC, European Commission (2000): Regular Report From The Commission on Turkey's Progress Towards Accession, 1–82.
- ECB (1999): ECB Monthly Bulletin, January, ECB, Frankfurt am Main.
- (2004): The Monetary Policy of the ECB, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Eichengreen, Barry/Hausmann, Ricardo/Panizza, Ugo (2005): The Pain of Original Sin, in: Barry, Eichengreen/Hausmann, Ricardo (Hrsg.): *Other People's Money. Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, University of Chicago Press, Chicago, 233–265.
- Eijffinger, Sylvester C. W./De Haan, Jacob (1996): The Political Economy of Central-Bank Independence, in: *Special Papers in International Economics*, Princeton University, 19, 1–77.
- Ekinci, Nazım Kadri (1997): Financial Liberalization under External Debt Constraints - The Case of Turkey, in: Gupta, Kanhaya L. (Hrsg.): *Experiences with Financial Liberalization*, Kluwer Academic Publishers, Norwell, 243–266.
- Ekzen, Nazif (2006): *Akp İktisat Politikaları: 2002-2006 [Die Wirtschaftspolitik der AKP zwischen 2002-2006]*, [http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar\\_Uye/EkzenNov06.pdf](http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_Uye/EkzenNov06.pdf), aufgerufen am 20.8.2010.
- Elgie, Robert (1998): Democratic Accountability and Central Bank Independence, in: *West European Politics*, 53–76.
- Epstein, Gerald (2001): *Financialization, Rentier Interests and Central Bank Policy*, Manuscript, Department of Economics, Amherst: University of Massachusetts.
- (2009): Financialization and Federal Reserve Policy in the Crisis – Central Bank Accountability For Financial Stability and Economic Reconstruction, in: *Kurswechsel, 2009-2*, 68–79.

- Epstein, Gerald/Yeldan, Erinç (2007): Inflation Targeting, Employment Creation and Economic Development: Assessing the Impacts and Policy Alternatives, <http://www.peri.umass.edu/Alternatives-to.382.0.html>, aufgerufen am 5.5.2015.
- Erdem, Ekrem/Kayhan, Selim (2011): The Taylor Rule in Estimating the Performance of Inflation Targeting Programs: The Case of Turkey, in: *Global Economy Journal*, 11, 1, 1–15.
- Ertuğrul, Ahmet/Yeldan, Erinç (2002): On the structural Weakness of the Post-1999 Turkish Dis-Inflation Program, in: *Turkish Studies Quarterly*, 4, 2, 53–66.
- Flassbeck, Heiner/Lapavitsas, Costas (2015): *Against the Troika – Crisis and Austerity in the Eurozone*, Verso, London.
- Fontana, Giuseppe (2009): Whither New Consensus Macroeconomics? The Role of Government and Fiscal Policy in Modern Macroeconomics, in: *The Levy Economics Institute Working Paper Collection*, 563, 1–24.
- Forder, James (2001): Some methodological issues in the statutory characterisation of central banks, in: *West European Politics*, 24, 1, 202–216.
- Frey, Bruno S. (1974): Die Renaissance der Politischen Ökonomie, in: *Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 3, 357–407.
- Frieden, Jeffrey A. (1991): Invested Interests: The Politics of National Economic Policies in a World of Global Finance, in: *International Organization*, 45, 4, 425–451.
- Friedman, Milton (1962): Should There Be an Independent Monetary Authority?, in: Yeager, Leland B. (Hrsg.): *In Search of A Monetary Constitution*, Harvard University Press, Cambridge.
- Fritz, Barbara (2004): Vom Growth-cum-Debt zum Wachstum durch Entschuldung – Anmerkungen zum Unctad Trade and Development Report 2003: Capital, Accumulation, Growth and Structural Change, in: *Intervention*, 1, 1, 14–22.

- Fuhrer, Jeffrey C. (1997): Central Bank Independence and Inflation Targeting: Monetary Policy for the Next Millennium?, in: *New England Economic Review*, 19–36.
- Galbraith, James K. (2008): Das Scheitern des Monetarismus, in: *Blätter für deutsche und internationale Politik*, 9, 69–80.
- Ganßmann, Heiner (2012): Geld und die Rationalität wirtschaftlichen Handelns, in: Engels, Anita/Knoll, Lisa (Hrsg.): *Wirtschaftliche Rationalität – Soziologische Perspektiven*, Springer Verlag, 221–240.
- Ghosh, Atish/Phillips, Stevan (1998): Inflation, Disinflation and Growth, *IMF Working Paper*, 98/68, 1–44.
- Gilpin, Robert (2001): *Global Political Economy – Understanding the International Economic Order*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Goodfriend, Marvin (2007): How the World Achieved Consensus on Monetary Policy, in: *Journal of Economic Perspectives*, 21, 4, 47–68.
- Görgens, Egon/Ruckriegel, Karlheinz (2006): Brauchen wir eine Zentralbank – und was braucht eine Zentralbank?, in: *WiSt*, 4, 194–199.
- Gözgör, Giray (2012): Inflation Targeting and Monetary Policy Rules: Further Evidence from the Case of Turkey, in: *Journal of Applied Finance & Banking*, 2, 5, 127–136.
- Grili, Vittorio/Masciandro, Donato/Tabellini, Guido (1991): Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries in: *Economic Policy*, 6, 13, 341–392.
- Hayek, Friedrich A. (1990): *Denationalisation of Money – The Argument Redefined*, The Institute of Economic Affairs, 3rd, London.
- Hein, Eckhard (2005): Reale und monetäre Analyse: Post-Keynesianismus und Neu-Keynesianismus im Vergleich, in: Hein, Eckhard/Heise, Arne/Truger, Achim (Hrsg.): *Neu-Keynesianismus – der neue wirtschaftspolitische Mainstream?*, Metropolis, Marburg, 135–175.

Hein, Eckhard/Heise, Arne/Truger, Achim (Hrsg.) (2005): Neu-Keynesianismus – der neue wirtschaftspolitische Mainstream?, Metropolis, Marburg.

Heine, Michael/Herr, Hansjörg (2003): Volkswirtschaftslehre – Paradigmenorientierte Einführung in die Mikro- und Makroökonomie, Oldenbourg, München.

– (2005): Der Neu-Keynesianismus als neue makroökonomisches Konsensmodell: Eine kritische Würdigung, in: Hein, Eckhard/Heise, Arne/Truger, Achim (Hrsg.): Neu-Keynesianismus – der neue wirtschaftspolitische Mainstream?, Metropolis Verlag, Marburg, 23–55.

– (2006a): Die Europäische Zentralbank – Eine kritische Einführung in die Strategie und Politik der EZB, Metropolis Verlag, Marburg.

– (2006b): Die Europäische Währungsunion im Treibsand, in: Prokla, 144, 361–379.

Hickel, Rudolf (2003): Die Keynesianische Botschaft: Wiederbelebung Gesamtwirtschaftlicher Analyse und Politik, in: Schui, Herbert/Paetow, Holger (Hrsg.): Keynes Heute, VSA Verlag, Hamburg, 34–55.

Hirsch, Joachim (1996): Der Nationale Wettbewerbsstaat, Id-Verlag, Berlin.

Hirsch, Joachim/Kannankulam, John (2006): Poulantzas und Formanalyse, in: Bretthauer, Lars/Galas, Alexander/Kannankulam, John/Stützle, Ingo (Hrsg.): Poulantzas lesen – Zur Aktualität marxistischer Staatstheorie, VSA-Verlag, Hamburg, 65–81.

Hoşgör, Evren (2015): The Question of AKP Hegemony: Consent without Consensus, in: Balkan, Neşecan/Balkan, Erol/Öncü, Ahmet (Hrsg.): The Neoliberal Landscape and the Rise of Islamist Capital in Turkey, Berghahn, New York, 201–234.

Howells, Peter (2009): Independent Central Banks: Some theoretical and empirical problems?, in: Discussion Papers from University of the West of England, No. 908, 1–22.

Hudson, Michael (2011): Trade Theory Financialized, Paper delivered at the Boeckler Foundation, October 29, Berlin.

- Huffschmid, Jörg (2002): Politische Ökonomie der Finanzmärkte, VSA Verlag, Hamburg.
- IMF (2012): Turkey: Selected Issues, in: IMF Country Report, 12, 1–48.
- Ingham, Geoffrey (2004): The Nature of Money, Polity Press, Cambridge.
- Issing, Otmar (2006): Central Bank Independence – Economic and Political Dimension, in: National Institute Economic Review, 196, 66–76.
- Itoh, Makoto/Lapavitsas, Costas (1999): Political economy of money and finance, Macmillan Press Ltd, London and Basingstoke.
- Jäger, Johannes/Springler, Elisabeth (2012): Ökonomie der Internationalen Entwicklung, Mandelbaum, Wien.
- Kahler, Miles/Lake, David A. (2009): Economics Integration and Global Governance: Why So Little Supranationalism, in: Mattli, Walter/Woods, Ngaire (Hrsg.): The Politics of Global Regulation, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 242–276.
- Kartal, Fikret (2013): Merkez Bankası Bilançosu ve Parasal Büyüklüklerin Gelişimi [Zentralbankbilanz und die Entwicklung der monetären Größen], in: Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 27, 3, 185–204.
- Keynes, John Maynard (1964): The General Theory of Employment, Interest, and Money, Harvest/Harcourt Brace, New York.
- Kindleberger, Charles P./Aliber, Robert (2005): Manias, panics, and crashes: a history of financial crises, Wiley, 5. Auflage, New Jersey.
- Klein, Naomi (2007): Die Schock-Strategie: Der Aufstieg des Katastrophen-Kapitalismus, Fischer Verlag, Frankfurt am Main.
- Kühnl, Peter (2003): Der Wechselkurs als Zwischenziel der Geldpolitik im Aufholprozess, Peter Lang, Frankfurt am Main.
- Kydland, Finn/Prescott, Edward (1977): Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans, in: Journal of Political Economy, 85, 473–490.

- Levy Orlik, Noemi (2007): The nature of interest rates and its impact on economic growth in developing economies: Can monetary policy instruments modify economic growth?, Principles of Post-Keynesian Economic Policies, Working Paper, Université de Bourgogne, LEG-Dijon, Nov 30 – Dec 1.
- L'oeillet, Guillaume (2012): Is unconventional monetary policy conflicting with the Central Bank Independence?, Political economy and the outlook for capitalism, Paris Sorbonne.
- LoI, Letter of Intent (1999): Letter of Intent, Government of Turkey, Ankara.
- (2000): Letter of Intent, Government of Turkey, Ankara.
  - (2001): Letter of Intent to the IMF by the Undersecretariat of Treasury, Government of Turkey, Ankara.
  - (2002): Letter of Intent to the IMF by the Undersecretariat of Treasury, Government of Turkey, Ankara.
- Mangano, Gabriel (1997): Measuring Central Bank Independence: A Tale of Subjectivity and of its consequences, in: Oxford Economic Papers, 50, Juli 1998, 468–492.
- Mankiw, Gregory (1998): Makroökonomik, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Marazzi, Christian (2008): Capital and Language – From the New Economy to the War Economy, Semiotext(e), MIT Press, Cambridge.
- (2010): Die Gewalt des Finanzkapitalismus, in: Mezzadra, Sandro/Fumagalli, Andrea (Hrsg.): Die Krise Denken – Finanzmärkte, soziale Kämpfe und neue politische Szenarien, Unrast Verlag, Münster, 27–63.
- Matysik, Norbert (2007): Die geldpolitische Strategie der EZB, Bundesbank HV Berlin, Potsdam.
- Minsky, Hyman P. (2008): Stabilizing an unstable Economy, Mc Graw Hill, New York.
- Mohanty, M.S./Turner, Philip (2006): Aufbau von Devisenreserven in aufstrebenden Volkswirtschaften: Was sind die binnenwirtschaftlichen Auswirkungen, in: BIZ-Quartalsbericht, 47–62.

- Monvoisin, Virginie/Rochon, Louis-Philippe (2006): The Post-Keynesian Consensus, the New Consensus and Endogenous Money, in: Gnos, Claude/Rochon, Louis-Phillippe (Hrsg.): *Post-Keynesian Principles of Economic Policy*, Edward Elgar, Cheltenham, 57–77.
- Newstadt, Eric (2008): Neoliberalism and the Federal Reserve, in: Panitch, Leo/Konings, Martijn (Hrsg.): *American Empire and the Political Economy of Global Finance*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, 90–118.
- Nitzan, Jonathan/Bichler, Shimshon (2009): *Capital as Power*, RIPE Series in Global Political Economy, Routledge, London/New York.
- Nobel Academy, The Royal Swedish Academy of Sciences (2004): Finn Kydland and Edward Prescott's Contribution to Dynamic Macroeconomics: The Time Consistency of Economic Policy and the Driving Forces Behind Business Cycles, [http://nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/2004/ecoadv.pdf](http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2004/ecoadv.pdf), aufgerufen am 27.12.2010.
- NPAA (2001): National Programme for the Adaptation of the Aquis, Decision of the Council of Ministers, Turkish Secretariat General for EU Affairs, Ankara.
- O'Brian, Robert/Williams, Marc (2010): *Global Political Economy Evolution and Dynamics*, Palgrave Macmillan, 3rd, Hampshire.
- Onaran, Özlem (2007): Capital Flows, Turbulences, and Distribution: The Case of Turkey, in: *Intervention*, 4, 2, 353–374.
- (2008): Die Türkei in der Globalen Ökonomie: Was sind die Auswirkungen auf die Arbeitsverhältnisse, in: Ataç, Ilker/Küçük, Bülent/Şener, Ulaş (Hrsg.): *Perspektiven auf die Türkei Ökonomische und gesellschaftliche (Dis)kontinuitäten im Kontext der Europäisierung*, Westfälisches Dampfboot, Münster, 146–164.
- Önder, Nilgün (1998): Integration with the Global Market: The State and the Crisis of Political Representation, in: *International Journal of Political Economy*, 28, 2, 44–84.

- Önder, Timur (2005): Para Politikası: Araçlar, Amaçlar ve Türkiye Uygulaması [Geldpolitik: Instrumente, Ziele und die türkische Praxis], CBRT Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Öniş, Ziya (2000): Neoliberal Globalization and the Democracy Paradox: The Turkish General Elections of 1999, in: *Journal of International Affairs*, 54, 1, 283–306.
- Öniş, Ziya/Bakır, Caner (2007): Turkey's Political Economy in the Age of Financial Globalization: The Significance of the EU Anchor, in: *South European Society & Politics*, 12, 2, 147–164.
- (2010): The Regulatory State and Turkish Banking Reforms in the Age of Post-Washington Consensus, in: *Development and Change*, 41, 1, 77–106.
- Öniş, Ziya/Webb, Stevan (1994): Turkey: Democratization and Adjustment from Above, in: Haggard, Stephan/Webb, Stevan (Hrsg.): *Voting for Reform: Democracy, Political Liberalization and Economic Adjustment*, Oxford University Press, New York, 128–184.
- Özatay, Fatih (2005): Monetary and exchange rate policy in the post-crises period in Turkey, in: *BIS Papers*, 24, 283–291.
- (2007): Monetary Policy Challenges for Turkey in European Union Accession Process, in: Başçı, Erdem/Togan, Sübidey/von Hagen, Jürgen (Hrsg.): *Macroeconomic Policies for European Union Accession*, Edward Elgar & The Central Bank of the Republic of Turkey, Ankara, 130–165.
- Özdemir, Kazim/Yiğit, Serkan (2009): Inflation Targeting and Exchange Rate Dynamics Evidence from Turkey, CBRT Research & Monetary Policy Department, WP09/01, Ankara.
- Palley, Thomas I. (2007): Financialization: What is it and Why it Matters, in: *PERI Working Papers*, Amherst, 153, 1–37.
- Pollin, Robert/Zhu, Andong (2005): Inflation and Economic Growth: A Cross-Country Non-linear Analysis, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, 109, 1–17.

- Posen, Adam (1993): Why central bank independence does not cause low inflation: there is no institutional fix for politics, in: O'Brien, Richard (Hrsg.): Finance and the International Economy, 7, Oxford University Press, Oxford, 40–65.
- Poulantzas, Nicos (2002): Staatstheorie, VSA-Verlag, Hamburg.
- Ricardo, David (1824): Plan for the Establishment of a National Bank, John Murray, London.
- Riese, Hajo (1995): Geld: Das letzte Rätsel der Nationalökonomie, in: Schelkle, Waltraud/Nitsch, Manfred (Hrsg.): Rätsel Geld – Annäherung aus ökonomischer, soziologischer und historischer Sicht, Metropolis Verlag, Marburg, 45–62.
- Rochon, Louis-Phillippe/Rossi, Sergio (2006): The monetary policy strategy of the European Central Bank. Does inflation targeting lead to a successful stabilization policy, in: Hein, Eckhard/Heise, Arne/Truger, Achim (Hrsg.): European Economic Policies – Alternatives to the Orthodox Analysis and Policy Concepts, Metropolis Verlag, Marburg, 87–110.
- Rodrik, Dani (2006): The Social Cost Of Foreign Exchange Reserves, in: International Economic Journal, 20, 3, 253–266.
- Rogoff, Kenneth (1985): The Optimal Degree Of Commitment To An Intermediate Monetary Target in: The Quarterly Journal of Economics, 100, 4, 1169–1189.
- Sargent, Thomas J./Wallace, Neil (1981): Some Unpleasant Monetarist Arithmetic, in: Federal Quarterly Review of the Reserve Bank of Minneapolis, 5, 3, 1–17.
- Schelkle, Waltraud (1995): Motive ökonomischer Geldkritik, in: Schelke, Waltraud/Nitsch, Manfred (Hrsg.): Rätsel Geld, Metropolis Verlag, Marburg, 11–44.
- (1997): Kann eine Zentralbank zu unabhängig sein? Die Politik der Bundesbank, in: Emunds, Bernhard/Möhring-Hesse, Matthias/Schröder, Wolfgang (Hrsg.): Wohlstand trotz alledem. Alternativen zur Standortpolitik, Knauer Verlag, München, 242–261.

- Schmidt, Ingo (2008): Kollektiver Imperialismus, Varianten des Neoliberalismus und neue Regionalmächte, in: Schmidt, Ingo (Hrsg.): Spielarten des Neoliberalismus – USA, Brasilien, Frankreich, Deutschland, Italien, Indien, China, Südkorea, Japan, VSA Verlag, Hamburg, 7–39.
- Schnyder, Marc (2002): Die Hypothese finanzieller Instabilität von Hyman P. Minsky, Dissertation, Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Fakultät, Universität Freiburg, Freiburg (Schweiz).
- SDIF, Savings Deposit Insurance Fund (2011): Savings Deposit Insurance Fund Annual Report 2011, <http://www.tmsf.org.tr/yillik.rapor.en>, aufgerufen am 2.7.2013.
- Şener, Ulaş (2003): Finanzmarkliberalisierung und ihre mittelfristigen Effekte auf die türkische Ökonomie: Verschuldung und Finanzkrise 2000/2001, nicht veröffentlichte Magisterarbeit, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main.
- (2008): Die Neoliberalisierung der Geldpolitik – Der monetäre Policy-Mix der Türkei nach der Krise 2001, in: Ataç, Ilker/Küçük, Bülent/Şener, Ulaş (Hrsg.): Perspektiven auf die Türkei Ökonomische und gesellschaftliche (Dis)kontinuitäten im Kontext der Europäisierung, Westfälisches Dampfboot, Münster, 183–206.
  - (2011): Turkish Monetary Policy in a Post-Crisis Era: A Further Case of 'New Consensus'?, in: Gnos, Claude/Rochon, Louis-Philippe (Hrsg.): Credit, Money and Macroeconomic Policy – A Post-Keynesian Approach, Edward Elgar, Cheltenham, 289–312.
  - (2014): Die Neutralitätstheorie des Geldes – Eine kritischer Überblick, Potsdam Economic Papers, 4, Universitätsverlag Potsdam, Potsdam.
- Simona Talani, Leila (2014): European Political Economy issues and Theories, Ashgate, 2nd, Farnham.
- Smith, Neil (2010): Uneven Development: Nature, Capital, and the Production of Space, Verso Books, London.

- Streissler (2002): Endogenität und Neutralität des Geldes in theoriegeschichtlicher Perspektive, in: Schefold, Bertram (Hrsg.): Exogenität und Endogenität, Metropolis, Marburg, 65–88.
- Taylor, John B. (1993): Discretion versus policy rules in practice, in: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, 195–214.
- (1997): Econometric models and the monetary policy process, in: Carbe-gie-Rochester Conference Series on Public Policy, 47, 39–42.
- (2000): Teaching Modern Macroeconomics at the Principles Level, in: American Economic Review, 90, 2, 90–94.
- (2013): The Effectiveness of Central Bank Independence Versus Policy Rules, <https://www.aeaweb.org/aea/2013conference/program/retrieve.php?pdfid=252>, aufgerufen am 12.5.2015.
- TBB, Türkiye Bankalar Birliği (2005): Istanbul Yaklaşımı Raporu [Bericht zum Istanbul Ansatz], <http://www.tbb.org.tr/tr/arastirma-ve-yayinlar/ozel-dosyalar/44>, aufgerufen am 15.5.2013.
- TÜSIAD (2002): Annual Report, Turkish Industrialists and Businessmen’s Association, Istanbul.
- Uslu, Ç. Levent/Özçam, Ahmet (2014): A Modified Taylor Rule for the Central Bank of Turkey (CBRT): 2003–2012, in: İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi [Faculty of Economics and Administration Sciences Journal - Kahramanmaraş Sütçü İmam University], 4, 1, 223–244.
- Varoufakis, Yanis (1998): Foundations of Economics – A Beginners’s Companion, Routledge, London.
- Walsh, Carl E. (2008): Central Bank Independence, in: Durlauf, Steven N./Blume, Lawrence E. (Hrsg.): The New Palgrave Dictionary of Economics, Second Edition, Palgrave Macmillan, London.
- Watson, Matthew (2002): The institutional paradoxes of monetary orthodoxy: Reflections on the political economy of central bank independence, in: Review of International Political Economy, 9, 1, 183–196.

- Wicksell, Knut (1898): Geldzins und Güterpreise. Eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen, Verlag Gustav Fischer, Jena.
- Wissel, Jens (2006): Die Transnationalisierung der Bourgeoisie und die neuen Netzwerke der Macht, in: Bretthauer, Lars/Galas, Alexander/Kannankulam, John/Stützle, Ingo (Hrsg.): Poulantzas lesen – Zur Aktualität marxistischer Staatstheorie, VSA-Verlag, Hamburg, 240–256.
- Wrobel, Ralph M. (2010): Geldpolitik und Finanzmarktkrise: Das Konzept der “unabhängigen Zentralbank” auf dem ordnungspolitischen Prüfstand, [www.Ordnungspolitisches-Portal.de](http://www.Ordnungspolitisches-Portal.de), aufgerufen am 19.1.2012.
- Yalman, Galip (2007): Reflections on the Changing Dynamics of State-Market Relations: The Case of Turkey in the Context of Europeanisation, 8th Mediterranean Research Meeting, 21-25 March 2007, Florence & Montecatini Terme Italy.
- Yazgan, Arzu (2003): Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın Avrupa Merkez Bankaları Sistemine uyumu [Die Integration der CBRT in das ESZB], Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB, Ankara.
- Yeldan, Erinc (2001a): Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi [Die Türkische Ökonomie im Zuge der Globalisierung], İletişim Yayınları, İstanbul.
- (2001b): On The IMF-Directed Disinflation Program in Turkey: A Program For Stabilization and Austerity Or A Recipe For Impoverishment and Financial Chaos, [http://www.networkideas.org/featart/dec2001/Erinc\\_Yeldan.pdf](http://www.networkideas.org/featart/dec2001/Erinc_Yeldan.pdf), aufgerufen am 22.8.2015.
- (2005): Merkez Bankası: Bağımsız mı? Ilgisiz mi? [Die Zentralbank: Unabhängig oder abwesend?], Bilkent Üniversitesi, Ankara.
- Yeldan, Erinc/Telli, Çağatay/Voyvoda, Ebru (2007): Macroeconomics of twin-targeting in Turkey: analytics of a financial computable general equilibrium model, in: *International Review of Applied Economics*, 22, 2, 227–242.
- Yücememiş, Başak (2005): Parasal Birlik Avrupa Merkez Bankası ve Türkiye'ye Yansımaları [EWU, EZB und Reflektionen auf die Türkei], 65, Derin Yayınları, İstanbul.

# Personenregister

## A

Acemoğlu 59, 117, 201  
Ackermann 69  
Aglietta 145  
Akçay 17, 28, 43, 51, 53, 58, 96, 116,  
118, 211  
Aklan/Nargelecekenler 222  
Akyüz/Boratav 176  
Alesina/Summers 18, 53, 59, 113, 115  
Almeida 25  
Alper/Hatipoğlu 222, 231  
Altvater 44  
Anderegg 122, 126, 129, 132, 133  
Arestis/Sawyer 26, 60, 62, 74, 122, 126,  
129, 131, 133, 135, 222  
Argitis/Pitelis 69, 328, 337  
Asser 63, 77  
Ataç 139, 197  
Ataç/Grünwald 150, 204, 327

## B

Babacan 249, 252, 253, 330, 331  
Bade/Parkin 113  
Bagehot 32, 82  
Bahmani-Oskooee/Domaç 288  
Bakır 3, 4, 16, 115, 141–144, 148, 150,  
153, 160*f.*, 164, 166, 167, 168, 170,  
173, 314, 327  
Ball/Sheridan 134  
Barro/Gordon 32, 46, 49, 52  
Başçı 187, 235, 237, 247, 329, 331  
Becker 70, 76, 315, 343  
Bedirhanoğlu 35  
Belke/Setzer 51, 55  
Berlemann/Hielscher 49, 52, 113, 117  
Bernanke 5, 94, 100, 103*f.*, 120, 135, 179  
Bibow 50, 58, 60, 86, 95

Bieling 8*f.*, 14, 57  
Blanchard 179  
Blinder 68, 69  
Bolat 328  
Bolukçu 327  
Bonefeld 29*f.*, 71  
Boratav 143  
Brenner 71  
Burnham 5, 30*f.*, 33, 136, 161, 171, 339

## C

Çağlayan 245*f.*, 248*f.*  
Calvo/Reinhart 311, 315  
Canova/Favero 327  
Chang 16, 24  
Chang/Grabel 76  
Clausen/Donges 25, 76, 85  
Cornel/Sorina 64  
Cukierman 16, 23, 25, 31, 49, 59, 62,  
64*f.*, 90, 106*f.*, 111, 113, 115*f.*, 170  
Cukierman/Webb/Neyaptı 114

## D

Daunfeldt/De Lunay 50, 61, 170  
Davutoğlu 331  
Debelle/Fischer 16, 59, 61, 87, 91, 93,  
112  
De Grauwe 103, 130, 230  
Demirović 78  
Derviş 4, 149*f.*, 178, 181  
Dilik 145, 161  
Dinçer 115, 166, 168  
Draghi 101  
Duisenberg 109  
Dunn 8, 13, 25, 56, 57, 74  
Dür/Zimmermann 77

## E

Eğilmez 324  
Eichengreen 315  
Eijffinger/De Haan 16, 43, 59, 63, 77,  
90, 91, 93, 99, 103, 106*f.*, 111, 113,  
115*f.*  
Ekinci 146, 157  
Ekzen 219, 271, 311  
Elgie 114*f.*  
Epstein 15, 28, 67, 69*f.*, 72, 83  
Epstein/Yeldan 85, 133, 145, 156,  
178*f.*, 202, 304, 311, 343  
Erdem/Kayhan 126, 222  
Erdoğan 330  
Erdoğan 244, 246, 248, 250*f.*, 254*f.*, 257,  
331  
Ertuğrul/Yeldan 177

## F

Feldstein 303  
Fischer 308  
Flassbeck/Lapavistas 71, 134, 315  
Fontana 122  
Forder 16, 44, 53, 60, 90, 96*f.*, 107,  
112–119  
Frey 10, 14  
Friedman 35, 38, 65, 67, 84, 86  
Fritz 132, 324  
Fuhrer 44*f.*, 53, 58, 63, 91–93, 100, 114

## G

Galbraith 120, 123, 268  
Ganßmann 10, 12  
Ghosh/Phillips 60  
Gilpin 8–11, 14*f.*, 41, 56*f.*, 80  
Goodfriend 121, 123, 128  
Görgens/Ruckriegel 93, 98  
Gözügör 222  
Grili 59, 115  
Grili/Masciandro/Tabellini 113

## H

Hayek 23, 35–39  
Hein 76, 79, 121, 123  
Heine/Herr 25, 89, 93, 96, 98,  
106*f.*, 120–125, 129–131, 135, 161,  
178–181, 198, 290*f.*  
Hibbs 43  
Hickel 25, 85  
Hirsch 85  
Hirsch/Kannankulam 77  
Hoşgör 204  
Howells 15, 33, 47, 52, 61, 95  
Hudson 10, 65, 67, 94  
Huffschnid 25, 29

## I

Ingham 23–27, 44, 69, 73, 81*f.*, 100,  
104, 339  
Issing 16, 42, 59, 64, 73, 89–96, 103, 106  
Itoh/Lapavistas 25, 68, 71–75, 85

## J

Jäger/Springler 56, 57

## K

Kahler/Lake 11, 15, 77  
Kartal 261, 267, 272  
Keynes 180  
Kindleberger/Aliber 33, 81, 82  
Klein 38  
Köhler 181  
Kühnl 76  
Kydland/Prescott 46–48, 52

## L

L'oeillet 99, 119

## M

Mangano 114  
Marazzi 70, 105, 339  
Matysik 290

Merkel 109  
Minsky 34, 38, 84, 135, 180, 318  
Mirowski 86  
Mohanty/Turner 309  
Monvoisin/Rochon 121*f.*, 127, 129, 131

## N

Newstadt 120  
Nitzan/Bichler 8, 10, 84, 96, 211, 213,  
215  
Nordhaus 43  
North/Williamson 41

## O

O'Brian/Williams 8, 10, 14, 56  
Onaran 3, 4, 70, 148, 202–204, 208, 233,  
312*f.*, 323  
Önder 143–147, 157  
Öniş 3, 146  
Öniş/Bakır 3, 139  
Öniş/Webb 147  
Özataş 5, 162, 184, 194, 196, 230, 249,  
270, 298, 303*f.*, 311, 313  
Özdemir/Yiğit 314

## P

Palley 69  
Pollin/Zhu 189, 194  
Posen 5, 39, 62, 66, 135  
Poulantzas 77*f.*, 83

## R

Ricardo 32, 94  
Riese 79  
Rochon/Rossi 66, 134  
Rodrik 303, 309*f.*, 323, 329  
Rogoff 46, 51, 53*f.*, 108  
Roubini 201

## S

Sargent/Wallace 44, 271  
Sarrafin 102

Scarlata 181  
Schaling 53  
Schelkle 76, 137, 339  
Schmidt 70, 74, 85, 134  
Schnyder 128  
Şener 3*f.*, 12, 18, 21, 26, 75*f.*, 120*f.*, 139,  
145, 158, 176*f.*, 185*f.*, 192, 196,  
201, 233, 259, 264, 289

Serdengeçti 181, 223  
Simona Talani 8*f.*, 13–15, 136, 231, 296  
Şimşek 252*f.*  
Smith 34  
Smith, B. 65  
Sönmez 216  
Stark 102, 109  
Stiglitz 11, 72, 333  
Strange 11  
Streissler 45

## T

Taylor 66*f.*, 84, 86, 120–127  
Trichet 109

## U

Uslu/Özçam 185, 222–224, 292

## V

Varoufakis 10, 11

## W

Walsh 51, 53, 62, 162, 173  
Watson 25*f.*, 28, 70, 85  
Weber 102  
Wicksell 122, 127  
Wissel 77*f.*  
Wrobel 66, 83, 90, 93, 109*f.*

## Y

Yalman 327  
Yazgan 162  
Yeldan 176, 219, 306  
Yellen 2

Yılmaz 187, 215, 223, 235, 255*f.*  
Yücememiş 145, 147, 157, 161–164,  
171*f.*

Z

Zeybekçi 252

# Index

## A

Abkopplung der Geldpolitik 63  
Abschaffung der Zentralbank 39  
Abwertung 303  
Abwertungs-Inflations-Spirale 132,  
324  
Acquis communautaire 3  
Akkumulationsprozess 70  
AKP 1, 201, 203, 206, 233, 244, 253–255  
Amtszeit 160  
Anderegg 122, 126, 129, 132f.  
Angebotsschocks 194  
Anti-Inflationsstrategie 68, 70, 192  
Arbeitslosigkeit 70, 201f., 341  
Asienkrise 303  
Aufwertung 214, 245, 284, 297f., 300,  
306, 315, 332  
Auslandsverschuldung 322  
Außenhandelsbilanz 316, 318  
Austeritätspolitik 71  
Autonomie in der Geldpolitik 296

## B

bad governance 72  
bailing-out 44  
Balkan 201  
Bankeinlagen 282  
banking school 81  
Bankrat 159f.  
bank run 67  
Bank- und Finanzindustrie 68  
Basisgeld 276  
Befreiung der Märkte von der Politik  
85  
Bilanzverlängerung 99  
binnenmarktorientierte Wirtschafts-  
politik 146  
BIP 123, 188, 320

blaming Strategie 28, 249–251, 256  
boom-and-bust Zyklus 3  
BRD 71, 106, 207  
Bretton Woods 65, 120, 143  
BRIC-Staaten 72f., 190  
BSB 132, 193f., 246, 279  
Bundesbank 93, 95, 106, 108, 114, 120,  
290

## C

carry trade 187  
CBRT 115, 139, 141, 151, 243, 246  
Chicago Boys 38  
China 134  
CHP 143  
constraint discretion 120  
cost inflation 180  
crawling peg 176, 297  
Cui Bono 65  
Cukierman-Index 114, 165, 168  
currency board 177  
currency school 81

## D

de facto Unabhängigkeit 59, 111, 113  
Deflationspolitik 134  
de jure-Index 116  
de jure Zentralbankunabhängigkeit  
111, 113, 165, 166  
Delegierung der Geldpolitik 71  
demand deflation 180  
demokratische Gesellschaft 67  
Deregulierung 146  
Deregulierung der Geldpolitik 157  
Deutsche Bundesbank 65  
Devisenauktionen 303  
Devisenkonten 233  
Devisenmarktinterventionen 303, 305

Devisenreserven 264, 275, 308f.  
Devisenverbindlichkeiten 266  
direkte Geldmengensteuerung 120,  
122  
Disinflation 70, 189, 332  
Disinflationsstrategie 175, 196  
diskretionäre Geldpolitik 35, 42, 50,  
54f., 120, 135  
Dollarisierung 280  
doppelte Zielstrategie 178

## E

Economics of the Third Way 122  
EFTA 318  
EG-Vertrag 93  
Eichengreen 315  
Eigentümerstruktur der CBRT 147  
Einfluss der Politik 66, 329, 338  
Einfluss des Bankensektors 66  
Einlagefazilität 98, 218  
Einlagensicherungsfond 157  
Einlagezinsen 231  
Elgie-Index 165  
Empirische Evaluierung 111, 164  
EMU 65, 71, 153  
Endogenität der Geldpolitik 76  
Endogenität des Geldes 129  
Entdollarisierung 281  
Entfesselung des Marktes 35  
Entkoppelung 29  
Entnationalisierung des Geldes 35  
Entpolitisierung 8, 30, 34, 84, 105  
Entpolitisierung der Geldpolitik 3, 5,  
49, 59, 85, 119, 171, 175, 337  
Entwicklungsländer 2f., 25, 27, 59, 64,  
117, 170, 301, 303, 310  
ESZB 152  
EU-Integrationsprozesses 19  
Euro 238  
Europäische Finanz- und Schuldenkri-  
se 118  
Europäische Kommission 148  
Europäische Union 2, 3, 71, 80, 101,  
148, 338

Europäische Wirtschaftsprojekt 71  
Europäisierung 343  
Exit-Strategie 235, 271, 273  
expansive Geldpolitik 231, 261  
Exportwirtschaft 245, 316, 328  
Externalisierung 29f.  
EZB 2, 29, 44, 55, 60f., 71, 82, 89, 91–93,  
96, 98, 100f., 104, 109, 115, 118,  
120, 130, 134, 153, 156, 167, 179,  
230, 232, 243, 261, 276, 289, 290f.,  
338

## F

FED 29, 72, 93, 100, 120, 130, 167, 230,  
232, 243, 252, 261  
fiat-Geld 26, 68, 76  
financial globalization 310  
Financial Stability Map 325  
Finanzeliten 69  
Finanzialisierung 66, 68f., 72  
finanzielle Instabilität 326  
finanzielle Stabilität 187, 235, 260,  
272f., 280, 292  
Finanzkrise 2000/01 158  
Finanzsektors 69  
Finanz- und Wirtschaftskrise 2000/01  
218  
Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08  
175, 204, 244, 267, 333  
fiscal dominance 179  
Fiskalpolitik 196, 271  
flexibler Policy-mix 54  
formelle Analyse 18, 119  
formelle Unabhängigkeit 76, 255  
free banking school 35  
free lunch 58–60, 63, 67, 86, 92  
free trade 11  
freier Kapitalverkehr 297  
Frieden 13, 80, 296  
fundamentale Unsicherheit 180  
FX-Reserven 264

## G

Gefangenendilemma 49  
Geldangebot 131  
Geldbasis 268  
Geldkapital 70  
Geldmengenaggregate 182, 269  
Geldmengendefinition 277  
Geldmengenentwicklung 276, 279, 285  
Geldmengenindikatoren 270  
Geldmengenpolitik 21, 122, 270  
Geldmengenziele 51, 183  
Geldmonopol des Staates 40  
Geldpolitik 16, 76, 80  
Gesamtverschuldung 323  
Gezi Aufstand 250  
Gläubiger-Schuldner-Beziehung 79  
Gläubigerstruktur 266  
Glaubwürdigkeit der Geldpolitik 24, 26, 54  
Glaubwürdigkeitsproblem 26, 28, 32, 44–46, 49, 61, 92  
globale Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 22, 72, 82, 172, 245, 343  
Globalisierung 64, 316  
Golddeckung 68  
Goldkonten 275  
Grenzen der Geldpolitik 256  
Griechenland 257  
Großbanken 82  
Große Depression 97

## H

Handelsbilanzüberschuss 295  
Handelspolitik 318  
Handlungsspielraum 117  
Hauptversammlung 159  
Haushaltsdefizite 32  
Haushaltsindikatoren 198  
Hayeksche Demokratieproblem 38  
Heterodoxe Politische Ökonomie 10, 15, 76, 129, 285  
HICP 290  
Hochzinspolitik 245, 271

homo oeconomicus 41  
Hyperinflation 60, 94, 169

## I

Immobilienblase 201  
Import 317  
Importabhängigkeit 316  
Importsubstitutionsstrategie 2, 144, 245  
Impossible Trinity-Modell 137  
Industrieländer 59, 64, 133, 170, 295, 301, 310, 314  
Inflation 75, 190, 289  
Inflationsaversion 53  
Inflationslücke 126, 222, 225f.  
Inflationsneigung 24, 33, 42, 50  
inflation targeting 120, 125, 133, 172, 192, 194  
informelle Beschäftigung 203  
institutionelle Unabhängigkeit 246  
Institutionenökonomik 14, 53, 337  
institutions interfere 34, 40  
institutions matter 40  
Instrumentenpolitik 186  
Instrumentenunabhängigkeit 91, 99, 101, 162  
Interessengruppen 66  
Inter-Klassentransfer 69  
internationale Finanzmärkte 64, 80  
Intra-Kapitaltransfer 69  
IS/LM-Modell 123  
Istanbuler Ansatz 158  
Istanbuler Börse 210  
IWF 60, 148, 177, 197, 224, 252, 256, 303

## J

jobless growth 202  
juristische Unabhängigkeit 59, 114

## K

Kapitalflucht 132, 232, 236

Kapitalflüsse 64, 227, 238, 245, 308,  
 312, 316  
 Kapitalmobilität 25  
 Keynes 'Beauty Contest' 47  
 keynesianische Wirtschaftspolitik 25,  
 55, 120, 126  
 keynesianisch-staatsreformistische  
 Regulationsweise 85  
 Keynesianismus 10, 39, 47  
 Koalitionsregierung 196  
 Komitee für Geldpolitik 140, 159, 161,  
 171, 185*f.*, 233  
 Konjunkturreinbruch 202  
 konservativer Zentralbankgouverneur  
 20, 51, 53*f.*, 130  
 Konsumentenkredite 70, 323  
 Konzept des Minimalstaates 57  
 Korrelationskoeffizient 241*f.*  
 kosteninduzierte Inflation 62  
 KPI 182, 192, 219  
 Kreditentwicklung 259, 277, 280  
 Kreditkarten 280  
 Kreditklemme 267  
 Kreditsystem 66  
 Kritiker des Neutralitätsarguments 66  
 kurzfristige Kapitalflüsse 310

L

laissez faire Kapitalismus 36  
 langfristiger Inflationstrend 61  
 Leistungsbilanz 319  
 Leitzinsen 98, 218, 238, 243  
 letter of intent 149  
 Liberalisierung 147  
 Liberalisierung der Finanzmärkte 27,  
 30  
 Liquiditätengpässe 271  
 Liquiditätspolitik 177, 234, 259, 267,  
 292, 304  
 Lohn-Preisflexibilität 71  
 Lohnquote 69, 202, 207  
 Lucas-Kritik 47

## M

Maastrichter Kriterien 61, 65  
 Mainstreamökonomik 9*f.*, 31  
 managed floating 30, 296, 311  
 Marktmacht 213  
 Marktunvollkommenheiten 56  
 Marktversagen 57  
 Markup 211*f.*, 214  
 Marshall Plan 143  
 marxistische Ansätze 10  
 Memorandum 151  
 Messung der institutionellen Unabhän-  
 gigkeit 112  
 Mindestlohn 205  
 Mindestreservpolitik 21, 260, 273  
 monetäre Staatsfinanzierung 34, 43  
 Monetarismus 25*f.*, 32*f.*, 47, 51, 55,  
 120, 123, 126, 268  
 MÜSIAD 253, 328

## N

nachfrageinduzierte Inflation 62  
 nachholende Entwicklungsmodell 145  
 NAIRU 49, 72, 123, 127  
 nationale Geldpolitik 256  
 Nationale Programm zur Übernahme  
 des Acquis Communautaire  
 140, 149, 152  
 natürliche Zinssatz 127  
 Neoklassik 10, 55, 71, 75  
 neoklassische Ökonomik 11, 291  
 neoklassische Portfoliomodell 132  
 neoklassisch-monetaristische Geldpo-  
 litik 120  
 Neoliberalismus 70, 72, 200  
 Net Errors and Omissions 317  
 Nettoinlandsvermögen 177  
 Neue Institutionenökonomik 16, 23,  
 40, 49, 51, 55, 117  
 neue Lira 298  
 Neue Monetäre Konsens 15  
 Neue Monetarismus 123  
 Neue Neoklassische Synthese 122

- Neue Politische Ökonomie 14, 26, 41  
Neue Politische Ökonomik 16, 23, 40,  
55, 337  
Neuer Konsens 72, 74, 85, 120, 122,  
129, 268, 291  
Neu-Keynesianismus 55, 122  
neu-klassische Paradigma 86  
neutrale Steuerungsinstanz 57  
Neutralität der Geldpolitik 76  
Neutralität der Zentralbank 33  
Neutralitätstheorie des Geldes 12, 47,  
58, 73, 92, 285, 293  
Nicht-Neutralität der Fiskalpolitik 200  
Nicht-Neutralität des Geldes 12  
Niedrigzinspolitik 244  
Nobelpreis-Laudatio 60  
Null-Realzinspolitik 220
- O
- OECD 61, 71, 170, 189, 317  
Offenmarktpolitik 21, 98, 269, 270, 312  
öffentliche Kreditierung 156  
öffentliche Verschuldung 198  
ökonomische Unabhängigkeit 90  
oligopolistische Unternehmerland-  
schaft 313  
Ölkrise 145  
Opferverhältniss 63  
optimale Geldpolitik 55  
Organization for Economic Cooperati-  
on 318  
Organization of Islamic Cooperation  
318  
Osmanische Bank 140, 142
- P
- Partisanentheorie 43, 96  
pass-through Effekt 62, 184, 240, 312f.  
Performanz-Kriterien 176, 185  
personelle Unabhängigkeit 90, 105,  
110  
Phillips-Kurve 123  
Policy-Forschung 52  
Policy-mix 135, 175, 182, 236  
political vulnerability 115  
Politik der Entpolitisierung 30f., 339  
Politik der gebundenen Hände 30  
Politikversagen 40, 85  
Politikwissenschaft 14  
politische Konjunkturzyklus 43  
politische Koordination 247  
Politische Ökonomie 8f., 11, 13f.  
politischer Einfluss 10, 244, 255  
politische Unabhängigkeit 90, 91  
Politisierung 137, 339  
politökonomische Konjunktur 118  
politökonomische Präferenzen 327  
poor political institutions 117  
Portfoliokapitalbewegungen 300  
Post-Keynesianer 60  
Post-Keynesianische Theorie 76, 180  
Post-Marxistische Theorien 76  
PPI 182  
präsidialer Inspektionsausschuss 163  
Preisfluktuationen 64  
Preisstabilität 5, 151, 153, 343  
Preisstabilitätspolitik 44, 65  
Preisvolatilitäten 70  
Price Waterhouse Cooperation 164  
Primärmarkt 101  
Primärüberschüsse 196  
private Bankensektor 37  
Privatisierung 70, 320  
Produktionskosten 327  
Produktionslücke 126–128, 133, 222,  
228, 232  
Produktionsverhältnisse 83  
Produktivität 207  
Profirate 302  
Programm zum Übergang in eine star-  
ke Ökonomie 139, 150  
public-choice Theorie 14, 38  
public relations 194
- Q
- quantitative Lockerung 100  
Quantitätstheorie 34

## R

rationale Erwartungen 47, 49  
Reaktionsfunktion 223  
real-business-cycle Theorie 123  
Reale Wechselkursentwicklung 301*f.*  
Reallöhne 70, 204, 207, 327  
Realschuldeneffekt 315, 324  
Realsektor 69  
Realzinsen 127, 199, 220  
Rechenschaftspflicht 52, 102  
Regelbindung 49, 51, 76  
regelerorientierte Geldpolitik 5, 48  
Regierungsversagen 57  
Regulationstheorie 97  
relative Autonomie 6, 77, 79, 82, 173, 337, 342  
relative Autonomie der Zentralbank 118  
Rentierinteressen 311, 343  
Repo-Auktionen 312  
Re-Regulierung 85  
Reserveaufbau 304  
Reservegeld 269  
reserve option mechanism 187  
restriktive Geldpolitik 97, 273  
Restrukturierung des Bankensektors 158  
Rezession von 1998/99 175  
rules versus discretion 48

## S

Say'sche Bedingung 128  
Schock-Therapie 38  
Schuldenakkumulation 271  
Schuldenstand 198  
Schuldenzahlungen 315  
Schwellenländer 2*f.*, 25, 27, 59, 64, 72, 80, 117, 132*f.*, 144–146, 170, 179, 195, 203, 227, 232, 236, 238, 244, 253, 256, 261, 303*f.*, 308, 328  
SDIF 158  
Sekundärmarkt 101  
Serdengeçti 181, 223

soziale Kosten 309  
Soziologie 83  
sozioökonomische Akteure 78  
spieltheoretische Modellierung der Geldpolitik 49  
Spitzenrefinanzierungsfazität 98, 218, 232, 239  
Spread 243  
Staatliche Geldpolitik 37  
Staatliche Planungsamt 147  
Staatsanleihen 210  
Staatsverschuldung 275  
Staatsverschuldung 263  
Stabilitätskultur 53, 59, 63, 94, 108*f.*  
Stagflation 25*f.*, 123  
stand-by Abkommen 185, 256  
ständige Fazilitäten 98  
steady-state 127  
Strategie der nachholenden Entwicklung 144  
Systemgrenze 83

## T

Taylor-Modell 20, 125, 129, 131, 217, 221  
Tea-Party Bewegung 36  
TOKI 251  
Transmissionskanäle 173  
Transparenz 52, 102*f.*, 180*f.*  
Trennung von Ökonomie und Politik 10, 56

Troika 118  
Türkei 114  
türkische Bankensektor 210  
TÜSIAD 149, 201, 252, 327

## U

Überbewertung 224  
Überraschungsinflation 32, 35, 47, 50  
Ultrakonservativ 54  
Umverteilungspolitik 74  
Unabhängigkeitsgrad 62, 112, 164  
Unabhängigkeitsindex 16, 170

Ungarn 107, 119  
USA 80  
USD 238

## V

Verhältnis von Inflation und Wachstum 60  
Verhältnis von Politik und Ökonomie 23  
Verschuldung 27, 198, 321  
Volatilität 306, 308  
Volcker-Schock 123

## W

wage-push Inflation 28  
Währungsflexibilität 296  
Währungskonkurrenz 295  
Währungspolitik 146, 295, 297, 329  
Währungsreform 298  
Währungsreserven 182  
Washingtoner Konsens 3, 117  
Wechselkurs 238, 240  
Wechselkursentwicklung 299f.  
Wechselkursstabilisierung 311  
Wechselkursvarianz 307  
Weltbank 148  
Wertschöpfungsprozesse 70

## Z

Zahlungsbilanz 317  
Zahlungsbilanzdisparitäten 28  
Zeitinkonsistenztheorie 44–47, 50, 52, 61  
Zentralbank 78f.  
Zentralbankautonomie 152  
Zentralbankbilanz 261f., 264  
Zentralbankgeld 78, 259, 269  
Zentralbankgesetz 144, 150  
Zentralbankgouverneur 52f., 107, 159, 160, 163, 329  
Zentralbankreform 61, 148, 169, 171  
Zentralbankunabhängigkeit 3, 5, 16, 25, 27–29, 31f., 34, 36, 42, 50,

52f., 59–65, 67, 71, 73, 75, 82–86, 90, 92, 118, 249, 296, 330, 337  
Zentralbankunabhängigkeit und Preisstabilität 57, 61  
Zielinflation 134, 178  
Zielinflationsregime 134, 178, 180, 182, 185, 215, 225, 268  
Zielunabhängigkeit 91, 93, 96, 162  
Zinskorridor 236, 239f.  
Zinspolitik 20, 217, 223, 231, 244  
Zwei-Säulen Strategie 291

# Recent Publications

## Potsdam Economic Studies

Editor: Prof. Dr. Malcolm Dunn

- 1. Inside the Capitalist Firm (2013)**  
Malcolm Dunn  
ISBN 978-3-86956-247-6
- 2. Corruption, Good Governance, and the African State (2013)**  
Joseph Ganahl  
ISBN 978-3-86956-248-3
- 3. EU-Russia Energy Relations: What Chance for Solutions? (2014)**  
Dimo Böhme  
ISBN 978-3-86956-278-0
- 4. Water Management Policies and their Impact on Irrigated Crop Production in the Murray-Darling Basin, Australia (2014)**  
Doreen Burdack  
ISBN 978-3-86956-306-0
- 5. Die relative Autonomie der Zentralbank: Eine politökonomische Analyse der türkischen Geldpolitik nach 2001 (2016)**  
Ulaş Şener  
ISBN 978-3-86956-362-6

# Potsdam Economic Papers

Editor: Prof. Dr. Malcolm Dunn

1. **Handel und Arbeitsmarkteffekte im Verarbeitenden Gewerbe Indiens (2013)**  
Vaishali Zambre  
ISBN 978-3-86956-268-1
2. **Financial Performance and Social Goals of Microfinance Institutions (2014)**  
Julian Schmied  
ISBN 978-3-86956-275-9
3. **Rural Poverty, Vulnerability and Food Insecurity: The Case of Bolivia (2014)**  
Victor Oviedo Treiber  
ISBN 978-3-86956-302-2
4. **Die Neutralitätstheorie des Geldes – Ein kritischer Überblick (2014)**  
Ulaş Şener  
ISBN 978-3-86956-307-7

# Potsdamer Schriften zur Raumwirtschaft

Editor: Prof. Dr. Klaus Schöler

1. **Elemente der Neuen Ökonomischen Geographie (2010)**  
Klaus Schöler  
ISBN 978-3-86956-083-0
2. **Das Städtesystem der Russischen Föderation aus Sicht der Neuen Ökonomischen Geographie (2010)**  
Albrecht Kauffmann  
ISBN 978-3-86956-074-8
3. **Asymmetrien in der Neuen Ökonomischen Geographie: Modelle, Simulationsmethoden und wirtschaftspolitische Diskussion (2011)**  
Sascha Frohwerk  
ISBN 978-3-86956-089-2
4. **Elemente der räumlichen Preistheorie (2013)**  
Klaus Schöler  
ISBN 978-3-86956-214-8
5. **Bildungsrenditen in Deutschland: eine nationale und regionale Analyse (2013)**  
Julia Reilich  
ISBN 978-3-86956-219-3
6. **Horizontale Fusionen bei räumlichem Wettbewerb: eine modelltheoretische Analyse intra- und interregionaler Fusionen (2014)**  
Kai Andree  
ISBN 978-3-86956-279-7

# Potsdamer Schriften zur Statistik und Wirtschaft

Editor: Prof. Dr. Hans Gerhard Strohe

1. **Stimmungen und Erwartungen im System der Märkte: eine Analyse mit DPLS-Modellen (2011)**  
Marcus Ruge  
ISBN 978-3-86956-142-4
2. **Staatsverschuldung und Inflation: eine empirische Analyse für Deutschland (2012)**  
Alexander Mehnert und Andreas Nastansky  
ISBN 978-3-86956-181-3
3. **Öffentliche Unternehmen in Deutschland: eine Analyse von Mikrodaten der amtlichen Statistik (2012)**  
Irina Dietrich  
ISBN 978-3-86956-182-0
4. **Die Krankenhäuser Ostdeutschlands in Transition: eine registerbasierte Analyse amtlicher Paneldaten (2012)**  
Hannes-Friedrich Ulbrich  
ISBN 978-3-86956-200-1







Die vorliegende Arbeit untersucht die Politik der Zentralbankunabhängigkeit (ZBU) am Beispiel der Türkei. Im Mittelpunkt der Arbeit stehen theoretische und empirische Fragen und Probleme, die sich im Zusammenhang mit der ZBU stellen und anhand der türkischen Geldpolitik diskutiert werden. Ein zentrales Ziel der Arbeit besteht darin, zu untersuchen, ob und inwiefern die türkische Zentralbank nach Erlangung der de jure institutionellen Unabhängigkeit tatsächlich als unabhängig und entpolitisiert eingestuft werden kann. Um diese Forschungsfrage zu beantworten, werden die institutionellen Bedingungen, die Ziele und die Regeln, nach denen sich die türkische Geldpolitik richtet, geklärt. Anschließend wird empirisch überprüft, ob die geldpolitische Praxis der CBRT sich an dem offiziell vorgegebenen Regelwerk orientiert. Die Hauptthese dieser Arbeit lautet, dass die formelle Unabhängigkeit der CBRT und die regelorientierte Geldpolitik nicht mit einer Entpolitisierung der Geldpolitik in der Türkei gleichzusetzen ist. Als Alternative schlägt die vorliegende Studie vor, den institutionellen Status der CBRT als einen der relativen Autonomie zu untersuchen. Auch eine de jure unabhängige Zentralbank kann sich nicht von politischen Eingriffen abkoppeln, wie das Fallbeispiel Türkei zeigen wird.

