



Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE

WIRTSCHAFT & POLITIK 19/10/2026

# **Unter dem Druck der Staatsschulden: Wie unabhängig sind EZB und Fed?**

von AGNIESZKA GEHRINGER & GUNTHER SCHNABL

## **Zusammenfassung**

Die Unabhängigkeit von Fed und EZB steht wegen steigender Staatsverschuldung zunehmend unter Druck. Zudem hat insbesondere in Europa die EZB die Verantwortung für den Fortbestand des Euro, für die Finanzstabilität sowie für den Klimaschutz übernommen. Beide Zentralbanken haben durch die Ausweitung der Bilanz und wachsende Aufgabenbereiche die Grenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik verwischt, was sich in wissenschaftlichen Indikatoren für Zentralbankunabhängigkeit nicht widerspiegelt hat. Die vom US-Finanzminister Scott Bessent und dem Fed-Vorsitzenden Kevin Warsh angestrebte Neuausrichtung der Fed könnte diese Entwicklung umkehren. Hohe Staatsschulden erschweren jedoch eine dauerhafte Rückkehr zu einer stärker unabhängigen und stabilitätsorientierten Geldpolitik.

## **Abstract**

The independence of the Fed and the ECB is coming under increasing pressure due to rising government debt. Furthermore, particularly in Europe, the ECB has assumed responsibility for the continued existence of the euro, financial stability, and climate protection. By expanding their balance sheets and taking on a growing range of responsibilities, both central banks have blurred the lines between monetary and fiscal policy – a development not reflected in academic indicators of central bank independence. The reorientation of the Fed sought by U.S. Treasury Secretary Scott Bessent and Fed Chair Kevin Warsh could reverse this trend. However, high levels of government debt make a lasting return to a more independent and stability-oriented monetary policy difficult.



## 1. Zentralbankunabhängigkeit unter Druck

Kaum ein anderer Politiker hat seine Wünsche bezüglich der Zinspolitik so offen zum Ausdruck gebracht wie US-Präsident Donald Trump. Im September 2026 schrieb er auf Truth Social „LOWER THE INTEREST RATES FOR THE UNITED STATES OF AMERICA, AND FAST!“<sup>1</sup>. Trump versucht immer noch, Lisa Cook wegen angeblicher Falschangaben bei Hypothekenanträgen aus dem Board of Governors der Fed zu drängen. Den ehemaligen Vorsitzenden Jerome Powell hat er vielfach beleidigt und strafrechtliche Ermittlungen gegen ihn auf den Weg gebracht – was Powell als politische Einschüchterung bezeichnet hat.<sup>2</sup>

EZB-Präsidentin Christine Lagarde ist in diesem Konflikt Jerome Powell zur Seite gesprungen. Sie hat betont, dass, wann immer es politische Einmischung gegeben habe, geringeres Wirtschaftswachstum und gestiegene Inflation die Folge waren. Gleichzeitig gibt es Diskussionen über einen taktischen vorzeitigen Rückzug Lagardes aus der EZB, um bei einem möglichen Wahlsieg des Rassemblement National in Frankreich dessen Einfluss auf die europäische Geldpolitik zu begrenzen. Die Präsidentschaftskandidatin des Rassemblement National Marine Le Pen will die EZB dazu bringen, die Renditen der Staatsanleihen des hoch verschuldeten Landes zu drücken. Währenddessen spricht der neue, von Trump ernannte Fed-Vorsitzende Kevin Warsh von einem neuen Treasury-Fed Accord, der die Unabhängigkeit der Fed wieder stärken soll (Broughel 2026; Schnabl 2026).

Diese Entwicklungen verdeutlichen die Ambivalenz zwischen rechtlich verankerter Zentralbankunabhängigkeit und politischer Einflussnahme. Die institutionelle Absicherung der Geldpolitik vor politischer Einflussnahme beruht auf der Einsicht, dass politisch motivierte Eingriffe zu einer expansiveren Geldpolitik und damit langfristig zu höherer Inflation, schwächerem Wachstum und unerwünschten Verteilungseffekten führen können.<sup>3</sup> Aus diesem Grund gab es immer wieder Forderungen, die Zentralbanken vorgegebenen Regeln zu unterwerfen, um sie resistenter gegen politischen Druck zu machen (z. B. Friedman 1968; Taylor 1993). Seit den 1990er Jahren hat sich die Zentralbankunabhängigkeit weltweit zunehmend als institutionelles Leitbild etabliert.

Doch andererseits scheint es offensichtlich, dass es hinter und sogar vor den Kulissen politischen Druck auf die Zentralbanken gegeben hat – und mehr denn je gibt. Wie steht es um die Unabhängigkeit von Fed und EZB als den Hüterinnen der führenden Leitwährungen? Wie unabhängig sind die beiden Zentralbanken tatsächlich,

---

<sup>1</sup> Großbuchstaben im Originaltext.

<sup>2</sup> Siehe Statement des Federal Reserve Chair Jerome H. Powell vom 11.1.2026.

<sup>3</sup> Dazu trugen sowohl die wirtschaftswissenschaftliche Forschung über den Zusammenhang zwischen Zentralbankunabhängigkeit und Preisstabilität (Alesina und Summers, 1993; Cukierman et al., 1992) als auch zahlreiche institutionelle Reformen bei, mit denen Zentralbanken rechtlich stärker gegen politische Einflussnahme abgeschirmt wurden (Garriga, 2016; Romelli, 2022).



wenn ihre geldpolitischen Aufgaben, Instrumente und Verflechtungen mit der Fiskalpolitik erheblich zugenommen haben – selbst wenn ihre rechtlichen Schutzmechanismen auf ein hohes Maß formaler Unabhängigkeit hindeuten?

## 2. Die Unabhängigkeit von Fed und EZB

Die Unabhängigkeit einer Zentralbank ist in vielen Fällen rechtlich verankert. Denn: Demokratische Regierungen wünschen sich positive Konjunkturanreize durch Zinssenkungen, weil diese unmittelbar eintreten, die Inflation aber nur verzögert kommt (Kyddland und Prescott 1977; Barro und Gordon 1983). Unabhängige Zentralbanken sollen diesem politischen Druck widerstehen und eine glaubwürdige, auf langfristige Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik machen. Eine hohe Glaubwürdigkeit trägt dazu bei, Inflationserwartungen zu verankern und Inflationsrisikoprämien auf langfristige Zinsen zu reduzieren. Von der Wissenschaft wurde dokumentiert, dass ein höherer Grad an Zentralbankunabhängigkeit mit niedrigerer Inflation verbunden ist (Cukierman et al. 1992; Alesina und Summers 1993; Crowe und Meade, 2008; Garriga 2016).<sup>4</sup>

Weil die geldpolitischen Entscheidungen der unmittelbaren politischen Steuerung entzogen sind, geht mit der Unabhängigkeit allerdings auch eine besondere Rechenschaftspflicht (*accountability*) einher. Die Zentralbank muss vor den Volksvertretern ihre Entscheidungen begründen. Je größer der Entscheidungsspielraum einer Zentralbank, desto wichtiger sind Transparenz, Berichtspflichten und überprüfbare Verfahren (Goodhart und Lastra, 2018). Rechenschaft verlangt Erklärung und Kontrolle, darf aber nicht in ein Weisungsrecht bezüglich einzelner geldpolitischer Entscheidungen umschlagen (Binder, 2021). Die Rechenschaftspflicht gewinnt an Bedeutung, wenn Entscheidungen der Zentralbanken Verteilungs-, Finanzstabilitäts- oder fiskalische Nebenwirkungen haben (Goodhart und Lastra 2018).<sup>5</sup>

In der wissenschaftlichen Literatur wird zwischen rechtlicher (*de jure*) und tatsächlicher (*de facto*) Zentralbankunabhängigkeit unterschieden (Cukierman et al. 1992; Crowe und Meade 2008). Die *de jure*-Unabhängigkeit bezeichnet die gesetzlich verankerten institutionellen Schutzmechanismen, etwa Ernennungsverfahren, Amtszeitgarantien, geldpolitische Entscheidungsbefugnisse und Beschränkungen der staatlichen Einflussnahme. Die *de facto*-Unabhängigkeit beschreibt hingegen, inwieweit eine Zentralbank ihre geldpolitischen Entscheidungen tatsächlich frei von politischem Druck treffen kann. Beide Dimensionen müssen nicht übereinstimmen:

---

<sup>4</sup> Neuere Beiträge sehen den Vorteil unabhängiger Zentralbanken in der Verankerung niedriger Inflationserwartungen. Beispielsweise zeigen Levin et al. (2004) und Leveuge et al. (2018), dass unabhängige und damit glaubwürdigere Zentralbanken mit besser verankerten Erwartungen und einer geringeren Inflationspersistenz einhergehen. Dincer und Eichengreen (2014) argumentieren, dass Unabhängigkeit und Transparenz die Wirksamkeit der Geldpolitik stärken, indem sie den Einfluss geldpolitischer Signale auf die Erwartungen des privaten Sektors verbessern.

<sup>5</sup> Zu einer Diskussion über eine ausreichende Rechenschaftspflicht der EZB siehe De Haan und Eijffinger (2000).



Selbst bei weitreichender rechtlicher Unabhängigkeit können informelle Einflussnahme und politische Erwartungen die Entscheidungen einer Zentralbank beeinflussen. Umgekehrt können etablierte institutionelle Normen die tatsächliche Unabhängigkeit auch bei schwächeren gesetzlichen Schutzmechanismen sichern (Cukierman 1992; Drechsel 2024).

Während die rechtliche Unabhängigkeit anhand institutioneller Merkmale vergleichsweise gut messbar ist, lässt sich die tatsächliche Unabhängigkeit nur schwer erfassen. Entsprechend konzentrieren sich die etablierten Indikatoren, darunter der von Romelli (2022, 2024) entwickelte CBIE-Index, auf die *de jure*-Unabhängigkeit. Zur Erfassung der *de facto*-Unabhängigkeit werden unter anderem die Fluktuation von Zentralbankpräsidenten, Expertenbefragungen und dokumentierte Fälle politischer Einflussnahme herangezogen (Cukierman et al. 1992; Drechsel 2024). Diese Ansätze können jedoch nur Teilaspekte der tatsächlichen Unabhängigkeit abbilden.

### **2.1. De-jure-Unabhängigkeit der Fed**

Die rechtliche Unabhängigkeit der US-amerikanischen Zentralbank Fed beruht auf mehreren institutionellen Schutzmechanismen. Dazu zählen die Absicherung ihrer Führung gegen kurzfristige politische Einflussnahme (personelle Unabhängigkeit), die Verteilung geldpolitischer Entscheidungsbefugnisse auf mehrere Akteure (organisatorische Unabhängigkeit), das Recht, das Budget selbst festzusetzen (finanzielle Unabhängigkeit) sowie die gesetzliche Festlegung ihres Mandats. Diese Regelungen sollen sicherstellen, dass die Fed ihre geldpolitischen Entscheidungen unabhängig von kurzfristigen Interessen der Regierung treffen kann.

Die Mitglieder des Gouverneursrats der US-amerikanischen Zentralbank Fed werden vom Präsidenten ernannt und müssen nach Anhörung und mehrheitlicher Zustimmung des *Senate Banking Committee* vom Senat bestätigt werden. Die Mitglieder des siebenköpfigen Gouverneursrats haben eine nicht verlängerbare Amtszeit von 14 Jahren, die so gestaffelt ist, dass alle zwei Jahre eine Amtszeit abläuft. Eine einzelne Regierung kann deshalb nicht den gesamten Gouverneursrat rasch umgestalten. Der Vorsitzende der Fed wird aus dem Kreis der Gouverneure für eine Amtszeit von vier Jahren ernannt. Ein Wechsel an der Spitze der Fed führt somit nicht zwangsläufig zu einer unmittelbaren Veränderung der geldpolitischen Ausrichtung, da alle Mitglieder des Gouverneursrats im Amt bleiben und nicht an die Weisungen der Regierung gebunden sind.

Neben der personellen Absicherung trägt die dezentrale Entscheidungsstruktur zur Unabhängigkeit der Fed bei. Die geldpolitischen Beschlüsse werden von dem *Federal Open Market Committee* (FOMC) gefasst, in dem die Mitglieder des *Board of Governors* und die Vorsitzenden der 12 regionalen Federal-Reserve-Banken



vertreten sind.<sup>6</sup> Die Verteilung der Entscheidungsgewalt auf mehrere Akteure erschwert die politische Einflussnahme. Die Präsidenten der regionalen Reservebanken bringen die Perspektiven aus verschiedenen Regionen der US-Wirtschaft in die geldpolitischen Entscheidungen ein (Bobrov et al. 2025). Der Präsident der Federal Reserve Bank of New York repräsentiert die sehr wichtige Sichtweise des weltführenden Finanzplatzes New York. Die geldpolitischen Entscheidungen werden durch die Beteiligung der regionalen Zentralbanken stabilisiert, weil vielfältige Informationen gebündelt und der Einfluss individueller Interessen verringert werden (Blinder 2004, Bordo und Istrefi 2023). Zugleich können kontroverse Diskussionen über Inflation, Beschäftigung und Finanzstabilität dazu beitragen, dass Entscheidungen stärker auf wirtschaftlichen Analysen als auf individuellen oder politischen Interessen beruhen (Gehring 2015).

Eine weitere Dimension der rechtlichen Unabhängigkeit betrifft das geldpolitische Mandat und die Entscheidungsbefugnisse der Fed. Während die Ziele durch den Kongress gesetzlich vorgegeben werden, verfügt die Fed über einen eigenständigen Entscheidungsspielraum bei der Wahl der Instrumente zu ihrer Erreichung. Ursprünglich enthielt der *Federal Reserve Act* von 1913 kein explizites geldpolitisches Mandat. 1977 fügte der Kongress mit dem *Federal Reserve Reform Act* den bis heute maßgeblichen Section 2A hinzu. Dieser verpflichtet den *Board of Governors* und das FOMC, die Geld- und Kreditaggregate im Einklang mit dem langfristigen Produktionspotenzial der Wirtschaft zu steuern, "so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates". Das Mandat legt damit die Ziele fest, an denen sich die unabhängigen geldpolitischen Entscheidungen der Fed orientieren sollen.

Die Fed konkretisiert diese gesetzlichen Ziele im Rahmen ihrer geldpolitischen Strategie. Seit Januar 2012 lautet die offizielle Operationalisierung für das Ziel stabiler Preise, dass eine Veränderungsrate des Index für *Personal Consumption Expenditures* (PCE) von 2 Prozent pro Jahr langfristig am besten mit dem gesetzlichen Mandat stabiler Preise vereinbar ist.<sup>7</sup> Maximale Beschäftigung wird anhand verschiedener Arbeitsmarktindikatoren beurteilt, darunter die Arbeitslosenquote und die Zahl offener Stellen. Moderate langfristige Zinsen werden als natürliche Folge stabiler Preise angesehen und damit nicht eigenständig verfolgt.

---

<sup>6</sup> Diese werden vom Board of Directors der jeweiligen regionalen Fed ernannt und müssen vom Board of Governors der Fed bestätigt werden. Die Amtszeit ist 5 Jahre. Die Amtszeiten aller zwölf Präsidenten enden grundsätzlich gleichzeitig in Jahren, die auf 1 oder 6 enden; anschließend können sie erneut für fünf Jahre bestellt werden. Von den regionalen Feds sind immer fünf stimmberechtigt, der Präsident der Federal Reserve Bank of New York immer, vier weitere nach dem Rotationsprinzip.

<sup>7</sup> An diesem Ziel hielten auch die Überprüfungen des geldpolitischen Rahmenwerks von 2020 und 2025 fest. Verändert wurde jedoch die Strategie zu seiner Erreichung: Während das 2020 eingeführte Rahmenwerk nach Phasen anhaltend niedriger Inflation zeitweise eine Inflation von moderat über 2 Prozent vorsah, kehrte die Fed mit der Reform von 2025 zu einem flexiblen Inflation Targeting zurück und betont die Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen bei 2 Prozent.



Die Fed verfügt somit über Spielraum bei der Interpretation und Umsetzung ihres Mandats, kann die gesetzlichen Ziele jedoch nicht eigenständig verändern. Da das Mandat im einfachen Bundesrecht verankert ist, kann es vom Kongress im regulären Gesetzgebungsverfahren geändert werden. Darin liegt eine wichtige Grenze der rechtlichen Unabhängigkeit der Fed, insbesondere im Vergleich zur EZB. Das für das Erreichen der Ziele notwendige Budget kann die Fed selbst festlegen (finanzielle Unabhängigkeit).

## **2.2. De jure-Unabhängigkeit der EZB**

Die rechtliche Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank (EZB) ist ähnlich wie bei der Fed durch personelle und organisatorische Schutzmechanismen abgesichert. Diese sind stärker rechtlich verankert, da ihre institutionellen Grundlagen unmittelbar im europäischen Primärrecht festgelegt sind. Der EZB-Rat als oberstes Beschlussorgan der Europäischen Zentralbank setzt sich aus den sechs Mitgliedern des Direktoriums der EZB sowie den Präsidentinnen und Präsidenten der nationalen Zentralbanken der Euro-Mitgliedsstaaten zusammen.

Die Mitglieder des Direktoriums werden vom Europäischen Rat für eine nicht verlängerbare Amtszeit von acht Jahren ernannt (Art. 283 AEUV, Art. 11.2 ESZB-Satzung). In der Praxis sind alle vier großen Euroländer – Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien – im sechsköpfigen Direktorium vertreten. Die Präsidentinnen und Präsidenten der nationalen Zentralbanken werden nach nationalem Recht ernannt, wobei die ESZB-Satzung eine Mindestamtszeit von fünf Jahren vorschreibt (Art. 14.2 ESZB-Satzung). Eine Wiederernennung ist möglich. Damit verbindet die EZB langfristige personelle Kontinuität mit einer institutionellen Beteiligung der Mitgliedstaaten an den geldpolitischen Entscheidungen.<sup>8</sup>

Die dezentrale Entscheidungsstruktur spiegelt den supranationalen Charakter der EZB wider. Während die sechs Direktoriumsmitglieder dauerhaft stimmberechtigt sind, gilt für die nationalen Zentralbankpräsidenten seit 2015 ein Rotationssystem, das die Gesamtzahl der Stimmrechte auf 21 begrenzt. Die fünf Länder mit dem größten Gewicht (gemessen an Wirtschaftskraft und Größe des Finanzsektors)<sup>9</sup> teilen sich vier Stimmrechte, während die übrigen 16 Zentralbankpräsidenten elf Stimmrechte haben. Die Beteiligung der nationalen Zentralbanken dient dabei nicht nur der Einbindung unterschiedlicher wirtschaftlicher Perspektiven, sondern auch der institutionellen Integration der Mitgliedstaaten in eine gemeinsame Geldpolitik. Die Mitglieder des EZB-Rats sind jedoch dem Interesse des gesamten Euroraums verpflichtet und dürfen keine nationalen Weisungen entgegennehmen.

---

<sup>8</sup> Dabei gilt das Prinzip, dass ein Land (außerhalb des Direktoriums) eine Stimme hat.

<sup>9</sup> Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande und Spanien.



Besonders stark ausgeprägt ist die rechtliche Absicherung des geldpolitischen Mandats. Gemäß Art. 127 Abs. 1 AEUV sowie Art. 2 der ESZB-Satzung ist die Preisstabilität das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken. Nur soweit dies ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Europäischen Union, um zu den in Art. 3 AEUV genannten Zielen der Union beizutragen. Diese Hierarchie der Ziele unterscheidet die EZB von der Fed, die ein duales Mandat hat.<sup>10</sup> Zudem ist das Mandat der EZB im europäischen Primärrecht verankert und kann deshalb grundsätzlich nur durch eine Vertragsänderung unter Zustimmung aller Mitgliedstaaten geändert werden. Die rechtliche Hürde für eine politische Neuausrichtung des Mandats liegt damit deutlich höher als bei der Fed.<sup>11</sup>

Über diese institutionellen Schutzmechanismen hinaus enthält das europäische Primärrecht zwei ausdrückliche Beschränkungen politischer Einflussnahme. Art. 130 AEUV untersagt sowohl der EZB als auch den nationalen Zentralbanken, Weisungen von EU-Organen oder Regierungen der Mitgliedstaaten einzuholen oder entgegenzunehmen. Ergänzend verbietet Art. 123 AEUV monetäre Staatsfinanzierung, insbesondere die Gewährung von Krediten an öffentliche Stellen der Mitgliedstaaten sowie den unmittelbaren Erwerb ihrer Schuldtitel durch das Eurosystem. Damit soll verhindert werden, dass die Geldpolitik den Finanzierungsbedürfnissen der öffentlichen Haushalte untergeordnet wird. Das Verbot schließt allerdings den Erwerb von Staatsanleihen am Sekundärmarkt nicht grundsätzlich aus.

### **2.3. Messung der Unabhängigkeit von Fed und EZB**

Die Messung der Zentralbankunabhängigkeit konzentriert sich bislang überwiegend auf ihre rechtliche (*de jure*) Dimension. Bereits Bade und Parkin (1978) sowie Grilli et al. (1991) entwickelten Indikatoren, die anhand gesetzlicher und institutioneller Merkmale den Grad der Unabhängigkeit einer Zentralbank erfassen. Dazu gehören insbesondere die Ernennung und Amtszeit der Zentralbankführung, die geldpolitischen Entscheidungsbefugnisse, die gesetzliche Festlegung der Ziele sowie Beschränkungen der monetären Staatsfinanzierung. Spätere Ansätze erweiterten und verfeinerten diese Kriterien (Cukierman et al. 1992; Jácome und Vázquez 2008; Romelli, 2022, 2024). Die daraus abgeleiteten Indizes ermöglichen internationale Vergleiche sowie die Untersuchung institutioneller Veränderungen im Zeitverlauf.

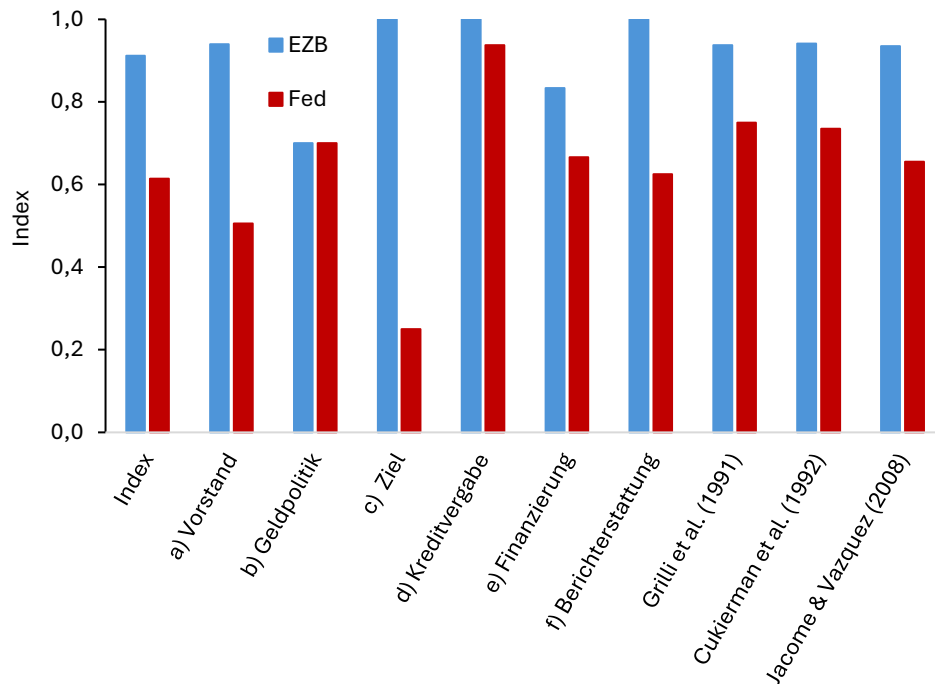
---

<sup>10</sup> Allerdings hat zuletzt der Fed-Vorsitzende Kevin Warsh eine Zielhierarchie angedeutet, nach der Preisstabilität eine Voraussetzung für hohe Beschäftigung sei (Warsh, 2026).

<sup>11</sup> Die Operationalisierung des Mandats wurde über die Zeit hinweg immer wieder verändert (Schnabl und Sepp 2021).



**Abb. 1: Messgrößen für die Unabhängigkeit von Fed und EZB (2023)**



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis der Datenbank cbidata.org. „Index“ sowie die Teilindikatoren a) bis f) basieren auf Romelli (2022) und Romelli (2024).

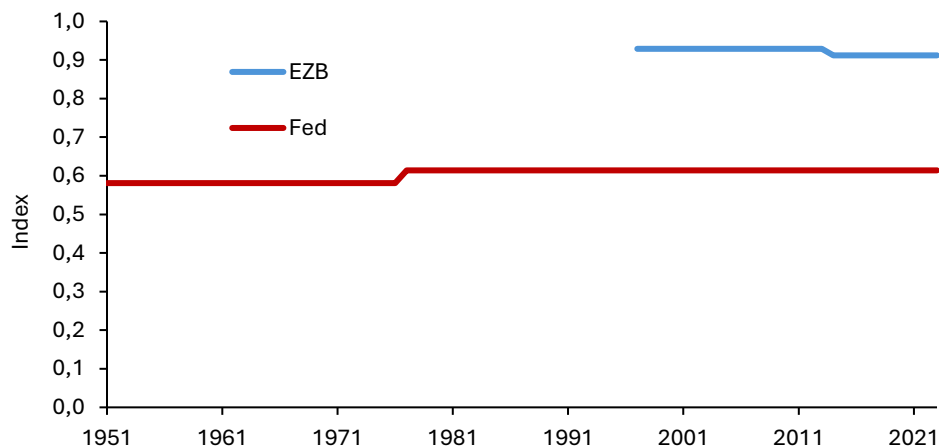
Abb. 1 vergleicht die rechtliche Unabhängigkeit von Fed und EZB anhand verfügbarer Indikatoren für das Jahr 2023. Neben dem gesamten CBIE-Index von Romelli sind auch seine Unterkategorien gezeigt. Hinzu kommen drei alternative Indizes nach Grilli et al. (1991), Cukierman et al. (1992) und Jacome und Vazquez (2008). Die Werte sind auf einer Skala von 0 (keine Unabhängigkeit) bis 1 (maximale Unabhängigkeit) normiert. Beide Zentralbanken weisen einen hohen Grad an rechtlicher Unabhängigkeit auf, wobei die EZB in den meisten Kategorien höhere Werte erreicht. Dies entspricht insbesondere der stärkeren rechtlichen Absicherung ihres Mandats und den strengeren Beschränkungen politischer Einflussnahme. Der Vergleich verdeutlicht zugleich, dass die Bewertung der Unabhängigkeit von den jeweils berücksichtigten institutionellen Merkmalen und deren Gewichtung abhängt.

Im Zeitverlauf zeigt sich bei den wissenschaftlichen Indikatoren eine weitgehend unveränderte rechtliche Unabhängigkeit beider Zentralbanken (Abb. 2). Der Anstieg des Fed-Index im Jahr 1977 spiegelt die gesetzliche Konkretisierung ihres Mandats durch den *Federal Reserve Reform Act* wider. Für die EZB weist der Index einen leichten Rückgang im Zusammenhang mit der Übertragung zusätzlicher Aufgaben im Bereich der Bankenaufsicht im Jahr 2014 auf, da diese Erweiterung des Aufgabenbereichs Zielkonflikte zwischen Geldpolitik und Bankenaufsicht schaffen kann.



Die in Abbildungen 1 und 2 dargestellten Indikatoren erfassen ausschließlich die rechtliche Unabhängigkeit. Dies gilt auch für den dort ausgewiesenen Index von Cukierman et al. (1992). Die Autoren betonten jedoch bereits früh, dass die rechtliche Unabhängigkeit nicht zwangsläufig mit der tatsächlichen Entscheidungsautonomie einer Zentralbank übereinstimmen muss. Deshalb ergänzten sie ihren gesetzlichen Index um alternative Messgrößen der *de facto*-Unabhängigkeit, insbesondere die Fluktuation von Zentralbankpräsidenten und auf Befragungen beruhende Einschätzungen ihrer tatsächlichen Entscheidungsautonomie. Cukierman und Webb (1992) entwickelten einen Indikator der politischen Verwundbarkeit, der Wechsel an der Zentralbankspitze im Zusammenhang mit Regierungswechseln untersucht.

**Abb. 2: Entwicklung der *de jure*-Unabhängigkeit von Fed und EZB**



Quelle: Romelli (2022) und Romelli (2024). 0 = keine Unabhängigkeit. 1 = maximale Unabhängigkeit.

Diese Ansätze liefern Hinweise auf politische Einflussnahme, erfassen jedoch nur einzelne Aspekte der tatsächlichen Unabhängigkeit und sind zwischen einzelnen Zentralbanken sowie im Zeitverlauf nur eingeschränkt vergleichbar. Neuere Untersuchungen nutzen deshalb auch historische Dokumente und direkte Kontakte zwischen Regierungen und Zentralbankvertretern, um politische Einflussnahme zu identifizieren (Drechsel 2024, siehe Kap. 4). Ein umfassender und über längere Zeiträume vergleichbarer Indikator der *de facto*-Unabhängigkeit hat sich bislang nicht etabliert.

Damit bleibt eine wesentliche Dimension der Zentralbankunabhängigkeit durch die gängigen von der Wissenschaft erarbeiteten Indikatoren unzureichend erfasst. Eine hohe rechtliche Unabhängigkeit gewährleistet nicht zwangsläufig, dass geldpolitische Entscheidungen frei von politischen Einflüssen getroffen werden. Umgekehrt können informelle Normen und institutionelle Traditionen die tatsächliche Unabhängigkeit auch bei schwächeren gesetzlichen Schutzmechanismen stärken. Gerade für Fed und EZB stellt sich deshalb die Frage, inwieweit ihre weitreichenden rechtlichen Schutzmechanismen auch mit einer tatsächlichen geldpolitischen Entscheidungsautonomie einhergehen.



Anhaltspunkte dafür kann die Analyse der geldpolitischen Praxis liefern, insbesondere die Entwicklung der Ziele und Instrumente. Auch die zunehmenden Verflechtungen zwischen Geldpolitik, Finanzmärkten und öffentlichen Haushalten können Aufschluss über mögliche politische und wirtschaftliche Abhängigkeiten geben. Vor diesem Hintergrund untersucht das folgende Kapitel die Entwicklung der Geldpolitik von Fed und EZB und die damit verbundenen möglichen Auswirkungen auf ihre tatsächliche Unabhängigkeit.

### **3. Entwicklung der Geldpolitik von EZB und Fed**

Einen theoretischen Ausgangspunkt der Analyse des politischen Einflusses auf Zentralbanken bieten die Überlegungen von Hayek (1976), der auf unterschiedliche Interessen hinweist, die Zentralbanken unter Druck setzen können. Daraus lassen sich drei mögliche Einflusskanäle ableiten.

Erstens können fiskalische Interessen der Regierungen die geldpolitische Unabhängigkeit beeinträchtigen. Insbesondere hochverschuldete Staaten profitieren von niedrigen Zinsen, die ihre Finanzierungskosten begrenzen, sowie von Inflation, die den realen Wert nominaler Staatsschulden verringert. Daraus können politische Anreize entstehen, auf eine expansive Geldpolitik hinzuwirken. In vielen Ländern waren bzw. sind Zentralbanken auch nicht unabhängig, sondern von den Weisungen des Finanzministeriums abhängig.<sup>12</sup>

Zweitens können Interessen des Finanzsektors die Entscheidungen der Zentralbanken beeinflussen. Banken und andere Finanzmarktakteure profitieren unter bestimmten Bedingungen von günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten, zusätzlicher Liquidität und stabilisierenden Interventionen der Zentralbanken in Finanzkrisen. Daraus können Erwartungen an die Zentralbanken entstehen, die deren geldpolitischen Handlungsspielraum insbesondere in Krisen einschränken. Es können personelle Verbindungen zwischen privaten Finanzinstituten und Zentralbanken entstehen, wenn einflussreiche Personen von privaten Finanzinstituten in Führungspositionen von Zentralbanken wechseln. Mario Draghi war zunächst beim italienischen Finanzministerium, Goldman Sachs und der Banca d'Italia tätig, bevor er Präsident der Europäischen Zentralbank wurde.

Drittens können institutionelle Eigeninteressen der Zentralbanken zu einer Ausweitung ihrer Aufgaben und ihres Einflussbereichs beitragen. Nach der Bürokratiethorie von Niskanen (1971) haben öffentliche Institutionen Anreize, ihre Zuständigkeiten, Ressourcen und Entscheidungsspielräume auszuweiten, weil dies mit einer höheren Bezahlung und mehr Prestige für deren Führung verbunden ist. Auf Zentralbanken übertragen könnte dies beispielsweise die Übernahme zusätzlicher Aufgaben in der Bankenaufsicht oder sogar finanzmarktunabhängigen Bereichen – wie

---

<sup>12</sup> Beispielsweise auch in vielen heutigen Euroländern vor Beginn des Euroeinführungsprozesses, konkret Frankreich, Italien und Spanien (De Grauwe 2022).



beispielsweise in der Klimapolitik – sein. Die finanzielle Unabhängigkeit von Zentralbanken erleichtert diesen Prozess, da sie sich die dafür nötigen finanziellen Mittel selbst bewilligen können. Eine solche Mandatsausweitung kann politische Verflechtungen und Zielkonflikte schaffen.

Diese drei Mechanismen bieten einen analytischen Rahmen, um die Entwicklung der Geldpolitik von Fed und EZB einzuordnen. Insbesondere seit der globalen Finanzkrise 2008/2009 haben sowohl Fed als auch EZB ihre geldpolitischen Instrumente erheblich erweitert und Aufgabenbereiche deutlich ausgebaut. Im Folgenden wird untersucht, wie sich diese Entwicklung vollzogen hat und inwieweit dadurch Abhängigkeiten entstanden sein könnten. Dabei ist zwischen geldpolitischen Maßnahmen, die zur Erfüllung des gesetzlichen Mandats ergriffen wurden, und möglichen Einschränkungen der tatsächlichen Entscheidungsautonomie zu unterscheiden.

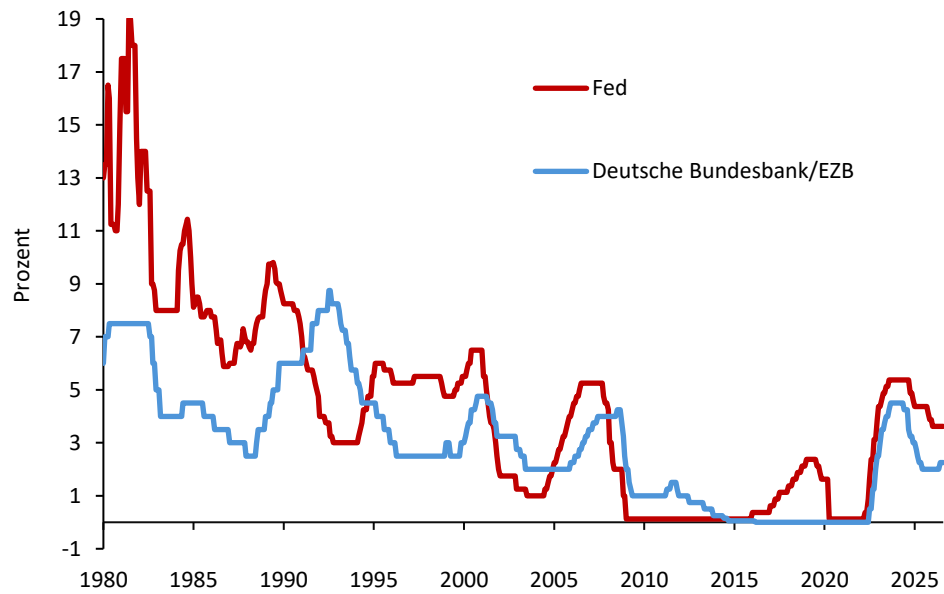
### **3.1 Die Entwicklung der Fed vom Greenspan Put über QE zur Bilanzausweitung**

Unter Fed-Chef Alan Greenspan (1987–2006) etablierte sich eine geldpolitische Strategie – als *Jackson Hole Consensus* bezeichnet – die der Stabilisierung der Finanzmärkte zunehmend Bedeutung beimaß. Greenspan argumentierte, dass die Fed spekulative Übertreibungen an den Finanzmärkten kaum zuverlässig erkennen könne und Zinserhöhungen zur Eindämmung möglicher Preisblasen erhebliche realwirtschaftliche Kosten verursachen könnten. Platze hingegen eine Blase, dann solle die Fed die Zinsen stark senken, um einen wirtschaftlichen Absturz zu verhindern. Diesem Muster – das später als „Greenspan Put“ bekannt wurde – folgte die Fed beim Aktiencrash 1987, der LTCM-Krise 1998 und dem Platzen der Dotcom-Blase 2000. Daraus entwickelte sich eine Art Versicherung gegen Verluste an den Finanzmärkten, die auch von Greenspans Nachfolgern praktiziert wurde. Im Ergebnis sank der Leitzins (Federal Funds Rate) schrittweise auf null ab (Abb. 3).

Während der globalen Finanzkrise 2008/2009 weitete die Fed unter Ben Bernanke ihre Interventionen erheblich aus. Sie kaufte in großem Umfang hypotheckenbesicherte Wertpapiere und Staatsanleihen, um die Finanzmärkte zu stabilisieren. Die verschiedenen Programme der sogenannten quantitativen Lockerung (*Quantitative Easing*, QE) ließen die Bilanzsumme der Fed bis 2022 auf nahezu neun Billionen Dollar anwachsen (Abb. 4). Gleichzeitig sanken die Renditen langfristiger US-Staatsanleihen auf historische Tiefstände und erreichten während der Coronakrise zeitweise rund 0,65 Prozent (Abb. 5). Da die US-Treasuries ein wichtiger Benchmark für die Preisfindung auf den internationalen Kapitalmärkten sind, griff die Fed mit der Quantitativen Lockerung tief in die nationalen und internationalen Finanzmärkte ein.

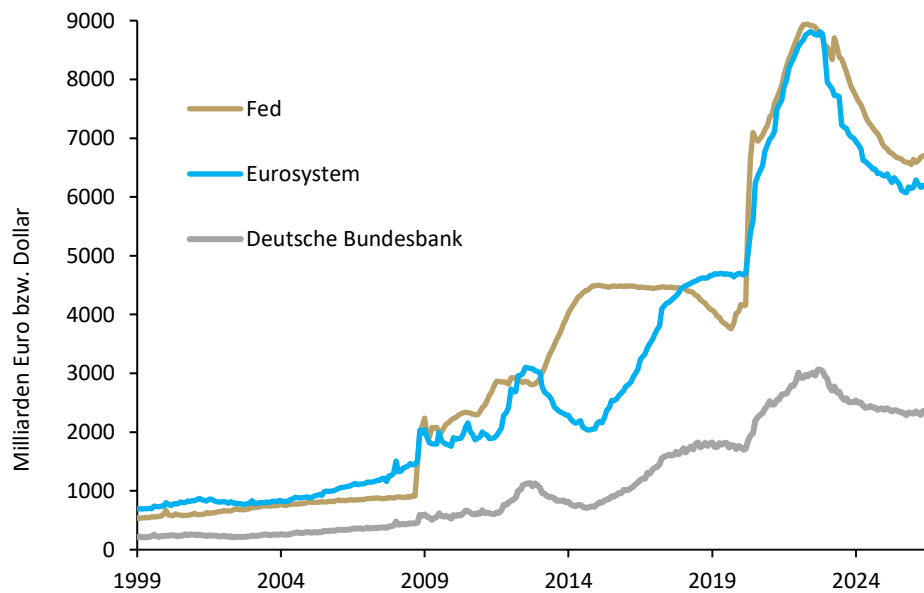


**Abb. 3: Leitzinsen**



Quelle: Fed, Deutsche Bundesbank, EZB.

**Abb. 4: Bilanzvolumen**

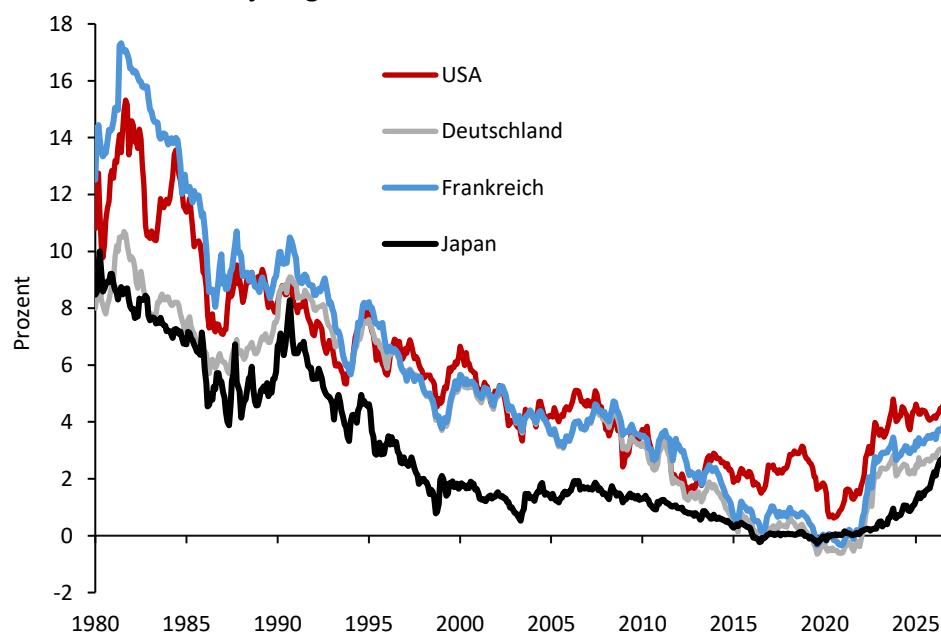


Quelle: Fed, Deutsche Bundesbank, EZB.



Die Ursachen des langfristigen Zinsrückgangs sind in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur umstritten. Forschungspapiere aus dem Umfeld der Zentralbanken betonten vor allem strukturelle Faktoren. Laubach und Williams (2003) sowie Holston, Laubach und Williams (2017), also Papiere, welche im Kosmos des Federal Reserve Systems entstanden, erklärten den Rückgang der natürlichen Realzinsen unter anderem durch ein geringeres langfristiges Wachstumspotenzial und Veränderungen im Spar- und Investitionsverhalten.<sup>13</sup> Bernanke (2005) verwies auf einen globalen Sparüberschuss (*global saving glut*), der über internationale Kapitalströme das amerikanische Zinsniveau gedrückt habe. Diese Erklärungen implizieren, dass die Zentralbanken den langfristigen Zinsrückgang nicht maßgeblich selbst verursacht, sondern ihre Leitzinsen an ein durch strukturelle Faktoren gesunkenes Gleichgewichtszinsniveau angepasst haben. Damit relativieren sie zugleich die Verantwortung der Zentralbanken für die wirtschaftlichen Nebenwirkungen der langanhaltenden Niedrigzinspolitik.<sup>14</sup>

**Abb. 5: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen**



Quelle: OECD, Cabinet Office Japan.

Demgegenüber weisen Gehringer und Mayer (2019) in einer empirischen Untersuchung für die USA, den Euroraum, Japan und das Vereinigte Königreich auf einen maßgeblichen Einfluss der Zentralbankpolitik auf die langfristigen Zinsen hin. Ihre

<sup>13</sup> John Williams war von 2011 bis 2018 Präsident der Federal Reserve Bank of San Francisco und ist seit 2018 Präsident der Federal Reserve Bank of New York.

<sup>14</sup> Summers (2014) sprach als Grund für sinkende Zinsen von säkularer Stagnation, die die Kapitalnachfrage reduziere. Gordon (2017) argumentierte, dass alle guten Investitionsprojekte getätigt seien und deshalb das Wachstum dauerhaft niedrig und langsam sein werde. Zum Einfluss der Zentralbanken auf die wissenschaftliche Forschung siehe auch Bugdalle (2026).



Ergebnisse sprechen gegen die Vorstellung, dass die Zentralbanken lediglich auf einen unabhängig von ihrer Politik bestimmten „natürlichen“ Zins reagieren.<sup>15</sup> Mayer und Schnabl (2021) zeigten, dass es keinen messbaren Zusammenhang zwischen Demographie und Sparen der Haushalte gibt.

### 3.2 Die EZB von Stabilitätsorientierung zur Ausweitung der Aufgaben

Die EZB wurde mit der Einführung des Euro nach dem stabilitätsorientierten Vorbild der Deutschen Bundesbank geschaffen. Obwohl ihr im europäischen Primärrecht verankertes Mandat weitgehend unverändert blieb, hat sie ihre geldpolitische Strategie und ihr Instrumentarium im Zeitverlauf erheblich verändert (Schnabl und Sepp, 2021). Unter anderem wurde bei der Revision des geldpolitischen Rahmens im Jahr 2003 der Referenzwert für das Geldmengenwachstum (M3) faktisch aufgegeben und die Obergrenze für die Inflationsrate in ein Punktziel uminterpretiert.

Die einheitliche, zunehmend expansive Geldpolitik mit einem starken Geldmengenwachstum ging mit erheblichen wirtschaftlichen Ungleichgewichten im Euroraum einher. Insbesondere in einigen südlichen Mitgliedstaaten begünstigten zwischen 2003 und 2007 niedrige Realzinsen eine starke Kreditexpansion, steigende Immobilienpreise und eine Ausweitung staatlicher Ausgaben. Als die Finanzkrise 2008/2009 in die europäische Staatsschuldenkrise überging, sah sich die EZB zunehmend mit der Aufgabe konfrontiert, nicht nur das Preisniveau, sondern auch die Finanzmärkte, den Zusammenhalt des Euro sowie die Finanzierungsbedingungen einzelner Mitgliedstaaten zu stabilisieren.

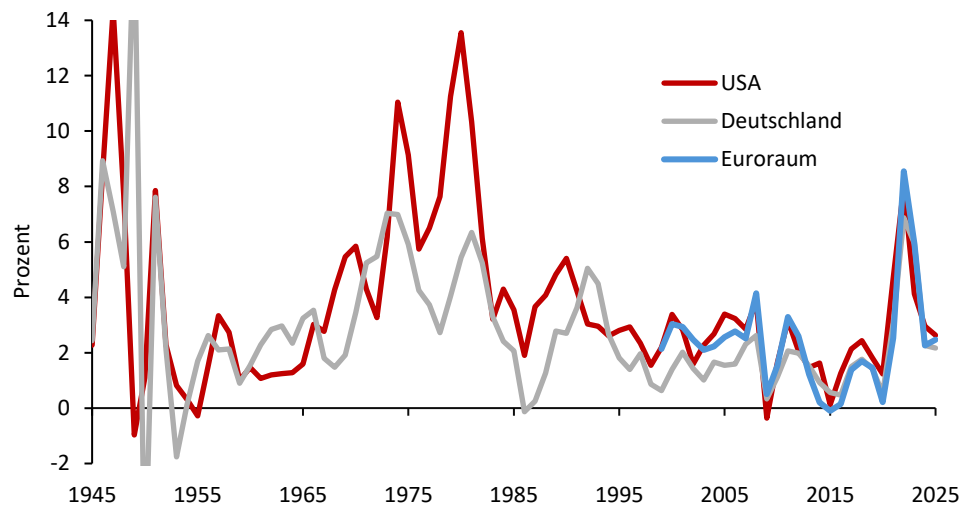
Ein entscheidender Wendepunkt war die Ankündigung des Programms *Outright Monetary Transactions* (OMT) im Jahr 2012, die auf die Zusage von EZB-Präsident Mario Draghi folgte, alles Notwendige zur Erhaltung des Euro zu unternehmen – koste es, was es wolle. Das Programm ermöglichte unter bestimmten Bedingungen den potenziell unbegrenzten Ankauf von Staatsanleihen einzelner Mitgliedstaaten am Sekundärmarkt. Obwohl es nie aktiviert wurde, trug bereits seine Ankündigung erheblich zur Verringerung der Risikoaufschläge auf Staatsanleihen hochverschuldeter Euroländer bei. Ab 2015 folgten im Rahmen des *Asset Purchase Programme* (APP) umfangreiche Staatsanleihekäufe, die mit anhaltend niedriger Inflation begründet wurden (siehe auch Abb. 6). Während der Coronakrise weitete die EZB ihre Wertpapierkäufe mit dem *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) nochmals erheblich aus. Die Ankäufe konnten flexibler zwischen den Mitgliedstaaten verteilt werden, um einer Fragmentierung der Finanzierungsbedingungen entgegenzuwirken.

---

<sup>15</sup> Zudem wurde die Inflationsmessung verändert, nachdem die vom US-Senat beauftragte Boskin-Kommission (1996) festgestellt hatte, dass der Konsumentenpreisindex in den USA die Lebenshaltungskosten um etwa 1,1 Prozentpunkt pro Jahr überschätzen würde. Zur Veränderung der Inflationsmessung siehe Schnabl und Sepp (2021).



**Abb. 6: Konsumentenpreis-inflation**



Quelle: BIS, Eurostat. Anmerkung: Zur besseren internationalen Vergleichbarkeit wird für die USA der Konsumentenpreisindex (CPI) anstelle des von der Fed bevorzugten Preisindex der privaten Konsumausgaben (PCE) verwendet. Beide Indizes weisen einen sehr ähnlichen zeitlichen Verlauf auf.

Die Bilanzsumme des Eurosystems stieg dadurch stark an (Abb. 4). Seit 2022 erlaubt das sogenannte Transmissionsschutzinstrument unter gewissen – politisch interpretierbaren – Voraussetzungen den präferierten Ankauf von Staatsanleihen einzelner Euroländer. Die Krisen rechtfertigten somit die Transformation der Geldpolitik der EZB hin zu umfangreichen Ankäufen von Staatsanleihen, deren Vereinbarkeit mit dem in den europäischen Verträgen verankerten Verbot der monetären Staatsfinanzierung – insbesondere in Deutschland – rechtlich umstritten war. Das Instrumentarium der EZB wurde im Rahmen der unkonventionellen Geldpolitik im Zeitverlauf zunehmend auf spezielle länderspezifische Entwicklungen ausgerichtet (Pfeifer und Schnabl, 2026).<sup>16</sup>

Diese Entwicklung wirft eine grundlegende Frage nach der Abgrenzung zwischen Geld- und Fiskalpolitik auf. Die EZB begründete ihre Interventionen in der Regel mit der Sicherstellung der geldpolitischen Transmission und der Erfüllung ihres Preisstabilitätsmandats. Gleichzeitig führten die Maßnahmen zu einer erheblichen Entlastung der öffentlichen Haushalte, insbesondere in hochverschuldeten Mitgliedstaaten. Damit entstand eine zunehmende Verflechtung zwischen der Geldpolitik und den fiskalischen Bedingungen im Euroraum, obwohl die europäischen Verträge eine eigenständige Geldpolitik und das Verbot unmittelbarer monetärer Staatsfinanzierung vorsehen.

<sup>16</sup> Das bedeutete eine Abkehr von dem Prinzip, dass es für alle Mitgliedsländer nur eine gemeinsame Geldpolitik geben sollte „*One size fits all*“.



### 3.3. De facto-Unabhängigkeit von Fed und EZB

Die Analyse zeigt, dass sich die geldpolitische Praxis von Fed und EZB trotz weitgehend unveränderter rechtlicher Unabhängigkeit erheblich verändert hat. Die expansive Geldpolitik hat nicht nur die Finanzierungsbedingungen beeinflusst, sondern auch die wirtschaftlichen Handlungsspielräume von Regierungen und Finanzmarktakteuren erweitert. Dadurch können Interessen entstanden oder verstärkt worden sein, die einer geldpolitischen Straffung entgegenstehen. Die drei eingangs erläuterten Mechanismen bieten einen Rahmen, um die möglichen Auswirkungen auf die tatsächliche Unabhängigkeit zu untersuchen.

Bezogen auf die zunehmende Verflechtung zwischen Geld- und Fiskalpolitik senken niedrige Zinsen und umfangreiche Staatsanleihekäufe die Finanzierungskosten öffentlicher Haushalte und ermöglichen eine höhere Staatsverschuldung, ohne dass die laufenden Zinsausgaben im gleichen Umfang steigen. Für hochverschuldete Staaten entsteht damit ein erhebliches Interesse an einer dauerhaft expansiven Geldpolitik. Denn steigende Zinsen belasten die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und können politischen Druck auf die Zentralbanken auslösen, geplante Zinserhöhungen geringer ausfallen zu lassen. Im Euroraum trugen bereits die Ankündigung des OMT-Programms 2012 und die späteren Staatsanleihekäufe der EZB wesentlich dazu bei, die Finanzierungskosten hochverschuldeter Mitgliedstaaten zu senken. Die EZB rechtfertigte diese Maßnahmen mit der Sicherstellung der geldpolitischen Transmission, wohl auch da die dauerhafte Entlastung staatlicher Haushalte nicht zu ihrem geldpolitischen Mandat gehört.

Soweit die Stabilisierung staatlicher Finanzierungskosten die geldpolitischen Entscheidungen bestimmt, entsteht ein Konflikt mit dem Prinzip einer unabhängig am Preisstabilitätsziel ausgerichteten Geldpolitik. Die Interventionen der EZB können daher als Hinweis auf eine wachsende Gefahr fiskalischer Dominanz interpretiert werden, bei der fiskalische Erfordernisse zunehmend den geldpolitischen Handlungsspielraum begrenzen (Braun 2018; Jones und Matthijs 2019). So hat der belgische Zentralbankpräsident Pierre Wunsch in Bezug auf die Europäische Zentralbank argumentiert, dass diese nicht in der Lage sei, ohne Rücksicht auf die fiskalischen Auswirkungen ihrer geldpolitischen Entscheidungen zu agieren (Barwick, 2023).

In den USA wurde die expansive Geldpolitik der Fed zunehmend unter diesem Gesichtspunkt kritisiert. Der aktuell amtierende US-Finanzminister Scott Bessent (2025) hat argumentiert, dass die Fed durch ihre umfangreichen Staatsanleihekäufe die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik verwässert hat. Der neue Fed-Chair Kevin Warsh (2026) bezeichnete die umfangreichen Staatsanleihekäufe als „versteckte Fiskalpolitik“ (*fiscal policy in disguise*). Die Kritik richtet sich insbesondere gegen die Rolle der Fed als bedeutender Gläubiger des amerikanischen Staates und die damit verbundene Unterstützung günstiger staatlicher Finanzierungsbedingungen.



Beim zweiten Mechanismus einer zunehmenden Abhängigkeit der Finanzmärkte von geldpolitischer Unterstützung begründete bereits der „Greenspan Put“ die Erwartung, dass die Fed bei größeren Kursverlusten stabilisierend eingreifen würde. Die späteren Programme der quantitativen Lockerung verstärkten diese Erwartung, indem sie die langfristigen Zinsen und Risikoprämien senkten und die Nachfrage nach Finanzanlagen begünstigten. Steil steigende Aktien- und Immobilienpreise begünstigten hohe Gewinne der Finanzmarktakteure. Der neue Fed-Chair Kevin Warsh hat entsprechend die langjährige Geldpolitik der Fed als Umverteilung von Main Street zu Wall Street kritisiert (Schnabl 2026).

Die Verteilungswirkungen der expansiven Geldpolitik beschränkten sich nicht auf die Vermögensmärkte. Niedrige Zinsen erweiterten auch die fiskalischen Ausgabenspielräume und begünstigten damit Wirtschaftsbereiche, die stark von der Ausweitung der Staatsausgaben profitierten. Dies gilt in den USA insbesondere für das Bildungs- und Gesundheitswesen, in denen staatliche Finanzierung, öffentliche Versicherungsprogramme und regulatorische Entscheidungen eine wichtige Rolle spielen. Steigende staatliche Ausgaben können dort die Nachfrage nach Arbeitskräften erhöhen und eine positive Lohnentwicklung unterstützen.

Vor diesem Hintergrund ist die unterschiedliche sektorale Reallohnentwicklung in den USA aufschlussreich (Abb. 7). Während Beschäftigte im Bildungs-, Gesundheits- und Finanzsektor über einen langen Zeitraum hinweg – insbesondere in der langen Phase einer überwiegend expansiven Geldpolitik – Reallohnzuwächse verzeichneten, entwickelte sich die Entlohnung im verarbeitenden Gewerbe deutlich schwächer. Dieses Muster ist mit der Hypothese vereinbar, dass die expansive Geldpolitik über steigende Vermögenspreise und erweiterte fiskalische Ausgabenspielräume insbesondere staatsnahe und finanzwirtschaftliche Sektoren begünstigt hat.<sup>17</sup>

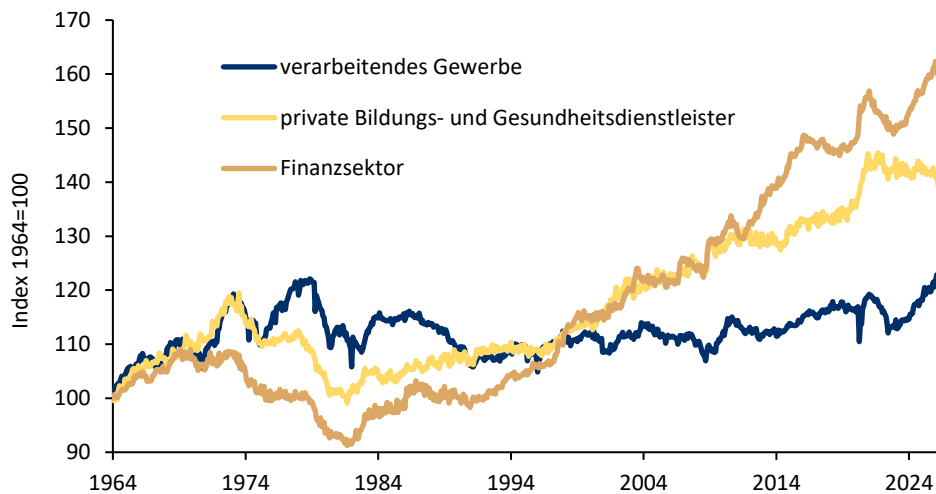
Die bürokratische Dominanz bei der Fed hat der amtierende US-Finanzminister Scott Bessent (2025) kritisiert. Die Fed habe durch die starke Ausweitung ihrer Bilanz ihre Kompetenzen über das gesetzliche Doppelmandat von Preisstabilität und maximaler Beschäftigung hinaus auf immer neue wirtschafts-, finanz- oder gesellschaftspolitische Ziele ausgedehnt (*mission creep*). Ähnlich hat die EZB ihr Mandat ausgeweitet. Im Verlauf der Eurokrise zog sie die Verantwortung für den Zusammenhalt des Euroraums an sich und übernahm die Aufsicht über die großen Banken.

---

<sup>17</sup> Die sektorale Lohnentwicklung kann neben der Geldpolitik auch durch andere Faktoren wie Produktivitätsunterschiede, Veränderungen der Beschäftigtenstruktur und internationale Wettbewerbsbedingungen beeinflusst werden.



**Abb. 7: Sektorale Reallohnentwicklung in den USA**



Quelle: Bureau of Labor Statistics.

Grundsätzlich entfernte sich die EZB de facto vom Grundsatz der Marktneutralität (Cœuré 2015). Dieser besagt, dass eine Zentralbank eine systematische Verzerrung der relativen Preise oder die Bevorzugung bestimmter Sektoren, Emittenten oder Länder vermeiden sollte.<sup>18</sup> EZB-Direktoriums-Mitglied Schnabel (2021) plädierte dafür, das bisherige Prinzip der Marktneutralität durch das Prinzip einer grün ausgerichteten Markteffizienz zu ersetzen. Im Juli 2021 kündigte die EZB die Einbeziehung des Klimawandels in ihren geldpolitischen Rahmen an. Der Fokus lag auf Anleihekäufen und den Vorgaben bei der Hinterlegung von Sicherheiten bei Refinanzierungsgeschäften mit der EZB.

Darauf folgte im Juli 2022 die Entscheidung, die Käufe von Unternehmensanleihen im Rahmen des CSPP und des PEPP auf Emittenten mit besserer Klimabilanz – gemessen an Emissionen, Übergangsziele und der Qualität der Offenlegung – auszurichten und klimabezogene Offenlegungspflichten für Vermögenswerte des privaten Sektors einzuführen (EZB 2021; EZB 2022). Im Juli 2025 integrierte die EZB einen Klimafaktor in die Bewertung von Vermögenswerten, die bei Refinanzierungsgeschäften der Zentralbank verwendet werden (EZB 2025). Kritiker sehen darin jedoch eine Annäherung an industriepolitische Zielsetzungen, da die Zentralbank durch ihre Entscheidungen relative Finanzierungskosten beeinflusst und damit die Kapitalallokation zwischen Unternehmen und Sektoren verändert (Gehring 2022).

Darüber hinaus kündigte EZB-Präsidentin Christine Lagarde (2020) im Jahr 2020 an, dass in einer zunehmend digitalisierten Wirtschaft die Stärke und Autonomie der europäischen Zahlungssysteme sichergestellt werden müsse. Seitdem hat die EZB

<sup>18</sup> Durch den Kauf beträchtlicher Mengen an Staats- und Unternehmensanleihen beeinflusste die EZB direkt deren Renditen, drückte die Risikoprämien und veränderte die Kapitalallokation zwischen Ländern und Sektoren.



die Einführung eines digitalen Euros mit dem Argument forciert, dass Europa die Dominanz amerikanischer Zahlungssysteme in Europa brechen müsse. Dafür hat die EZB einen Gesetzgebungsprozess in Brüssel angestoßen. Der digitale Euro hat politische Dimensionen bekommen, weil die EZB damit eine aktivere Rolle im europäischen Zahlungsverkehr übernimmt und in das privatwirtschaftlich organisierte Zahlungssystem für Endnutzer eingreift. Dies wirft Fragen nach dem Wettbewerb mit privaten Zahlungsdienstleistern, dem Schutz personenbezogener Zahlungsdaten und der demokratischen Kontrolle einer staatlich bereitgestellten digitalen Zahlungsinfrastruktur auf.

Die geldpolitische Neuausrichtung der EZB – die auch ohne formelle Änderungen ihres Mandats erfolgt ist – kann als weitgehende Politisierung der Zentralbank verstanden werden. Dies erhöht die politische Brisanz ihrer Entscheidungen und schafft zusätzliche Kanäle für Kontroversen und Kritik, die die Glaubwürdigkeit untergraben können.

#### **4. Eine aktuelle Neuausrichtung der Zentralbankunabhängigkeit?**

Wenn die Preisstabilität den Finanzierungsbedürfnissen der Regierung oder anderen Zielen untergeordnet wird, dann steigt die Inflation und es sinkt das Wachstum (Weise 2012; Ahmed et al. 2021). Bevölkerungsgruppen, die dem Staat näherstehen – z. B. Staatsbedienstete – profitieren auf Kosten anderer Bevölkerungsgruppen, die unter steigenden Preisen leiden. Wird mit Hilfe von niedrigen Zinsen der Finanzsektor stabilisiert, profitiert dieser auf Kosten anderer Wirtschaftsbereiche. Werden der Inflationsdruck und die damit verbundene Unzufriedenheit in der Bevölkerung zu groß, dann kann es zu einem politischen Umschwung kommen, wie er derzeit in Argentinien zu beobachten ist.<sup>19</sup> Neuausrichtungen der Geldpolitik trotz unveränderter institutioneller Rahmenbedingungen hat es in der Vergangenheit immer wieder gegeben.

##### **4.1. Die Neuausrichtung der Geldpolitik in den USA aus historischer Sicht**

Die 1950er- und 1960er Jahre waren in der westlichen Welt eine Phase hoher Geldwertstabilität, da der Dollar an Gold und die anderen Währungen an den Dollar gebunden waren. Die Fed war ab 1951 wieder unabhängig und hielt den Dollar stabil. In der zweiten Hälfte der 1960er-Jahre erhöhte jedoch der Vietnamkrieg die Finanzierungslasten für die USA. Präsident Lyndon B. Johnson übte zunehmend Druck auf den Fed-Vorsitzenden William McChesney Martin aus, mit dem Ankauf von

---

<sup>19</sup> Dort haben über lange Zeit hinweg die Peronisten hohe Staatsausgaben mit Hilfe der Zentralbank finanziert, wobei insbesondere den Peronisten nahestehende soziale Gruppen von den zu hohen Staatsausgaben profitiert haben. Die gesamte Bevölkerung musste über hohe Inflation die Lasten tragen. Der neue Präsident Javier Milei hatte im Wahlkampf versprochen, der großen Umverteilung ein Ende zu machen. Er hat über drastische Ausgabenkürzungen und den damit verbundenen Ausgleich des Haushaltsdefizits einen deutlichen Rückgang der Inflation erreicht (siehe Kleinheyer und Schnabl 2025).



Staatsanleihen den Vietnamkrieg und das „Great Society“-Programm der Regierung mitzufinanzieren.<sup>20</sup> Archivunterlagen zeigen, dass die Mitglieder des Offenmarktausschusses der Federal Reserve aufgrund des politischen Drucks notwendige geldpolitische Straffungen verzögerten (Weise 2012).

Selbst als der Inflationsdruck offensichtlich war, wägen die Zentralbanker geldpolitische Ziele gegen die zu erwartenden politischen Kosten ab. 1969 nominierte Präsident Richard Nixon seinen engen Vertrauten Arthur Burns als Zentralbankpräsidenten, den er unter Druck setzte, die Zinsen zu senken – insbesondere als 1972 die Wiederwahl anstand.<sup>21</sup> Burns soll einem Journalisten gesagt haben, dass ein Fed-Vorsitzender letztlich tun müsse, was der Präsident verlange, da die Zentralbank sonst ihre Unabhängigkeit verlieren würde (French, 2010). Als die Inflation in den 1970er Jahren im Ergebnis stark anstieg, führte Burns dies auf Sondereffekte wie steigende Ölpreise aufgrund geopolitischer Spannungen oder steigende Lebensmittelpreise aufgrund von Dürren zurück (Roach 2021).<sup>22</sup>

Allerdings mündete die starke Ausweitung der Geldmenge in eine Kombination aus Inflation, geringem Wachstum und steigender Arbeitslosigkeit (Stagflation). Zudem geriet der Dollar als internationale Leitwährung unter Druck: Die USA konnten sich Ende der 1970er Jahre im Ausland nur noch über die Ausgabe von Anleihen in Deutscher Mark und Schweizer Franken ausreichend finanzieren. So kam es in der Folge zu einer neuen geldpolitischen Wende.

Ende der 1970er Jahre löste Paul Volcker William Miller als Fed-Vorsitzenden ab, der nach Arthur Burns nur 17 Monate im Amt war und als zu „taubenhaft“ galt (Medley 2013). Präsident Jimmy Carter machte Miller zum Finanzminister, so dass der Weg für Volcker frei war. Er galt als jemand, der bereit war, auch gegen politischen Widerstand die Inflation konsequent zu bekämpfen.<sup>23</sup> Volcker erhöhte die Leitzinsen stark (Abb. 3), was nach einer kurzen Rezession schließlich in die Niedriginflationsphase der 1980er Jahre führte.

#### **4.2. Die Bessent-Warsh-Kritik**

Die Kritik an der expansiven Geldpolitik der vergangenen Jahrzehnte hat mit US-Finanzminister Scott Bessent und dem neuen Fed-Vorsitzenden Kevin Warsh

---

<sup>20</sup> Johnson soll Martin auf seine Ranch in Texas bestellt haben, um ihn wegen Zinserhöhungen scharf zu kritisieren (Fessenden 2016).

<sup>21</sup> Tonbandaufnahmen und Tagebücher verdeutlichen die Intensität dieses Drucks, wobei geldpolitische Diskussionen eng mit wahlpolitischen Überlegungen verknüpft waren (Drechsel 2024).

<sup>22</sup> Die expansive Geldpolitik der 1970er-Jahre wurde wissenschaftlich damit gerechtfertigt, dass Inflation Arbeitslosigkeit reduzieren könne (Samuelson und Solow 1960). Daraus leitete beispielsweise der deutsche Kanzler Helmut Schmidt die Sichtweise ab, dass er lieber fünf Prozent Inflation als fünf Prozent Arbeitslosigkeit habe.

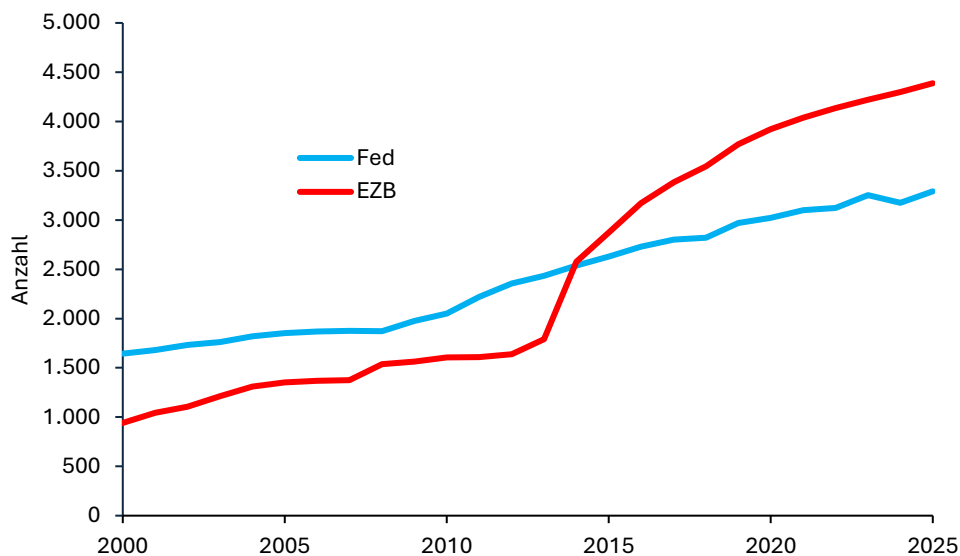
<sup>23</sup> Volcker reagierte auf einer Tagung der American Bankers Association in San Francisco auf Zinssendungsdruck des Finanzministers mit den Worten, dass die Fed trotz einer ungewöhnlichen Kommunikation aus dem Finanzministerium keine Pläne habe, die Zinsen zu senken (Todd 2012).



Eingang in eine mögliche Neuausrichtung der Fed gefunden. Bessent (2025) wirft der Fed vor, ihre Aufgaben seit der globalen Finanzkrise 2008 weit über das ursprüngliche geldpolitische Mandat hinaus ausgedehnt zu haben. Dazu zählt er die Steuerung von Vermögenspreisen, umfangreiche Staatsanleihekäufe, eine wachsende Rolle in der Bankenaufsicht und -regulierung sowie die Berücksichtigung zusätzlicher wirtschaftspolitischer Ziele (siehe oben).

Als Ausdruck dieser institutionellen Expansion verweist Bessent auf den starken Anstieg der Beschäftigtenzahl und des Budgets der Fed (Abb. 8 und Abb. 9). Da sich die Fed überwiegend aus eigenen Erträgen finanziert und ihre laufenden Ausgaben nicht dem regulären Haushaltsbewilligungsverfahren des Kongresses unterliegen, sieht er darin ein Problem demokratischer Kontrolle. Die Fed habe ihre Bilanz von rund 900 Milliarden Dollar vor der Finanzkrise auf zeitweise nahezu neun Billionen Dollar ausgeweitet (siehe Abb. 4), ohne dass eine Billigung durch den Kongress erfolgt sei.

**Abb. 8: Anzahl der Mitarbeiterstellen bei Fed und EZB**



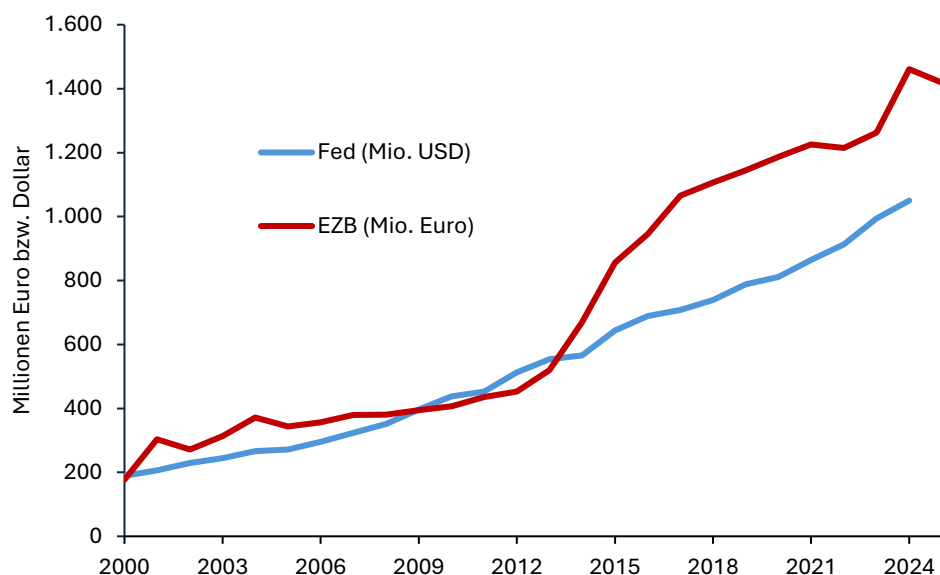
Quelle: Jahresberichte Fed und EZB. Ab 2018 Jahresdurchschnittswerte statt Stichtagswerte.

Bessents Kritik richtet sich jedoch nicht allein gegen den Umfang der Zentralbankaktivitäten, sondern auch gegen deren wirtschaftliche Folgen. Die Fed habe systematisch ihre eigene Steuerungsfähigkeit überschätzt und aufgrund von fehlerhaften Modellen die Auswirkung ihrer Politik auf Inflation und Wachstum falsch eingeschätzt. Die Fed habe zugunsten der Finanzmärkte umverteilt. Durch den Ankauf von hypotheckenbesicherten Wertpapieren habe die Fed in die Kreditallokation eingegriffen, obwohl diese Aufgabe traditionell den Kapitalmärkten vorbehalten sei. Durch den starken Ankauf von Staatsanleihen habe die Fed die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik verwischt.



Die Kritik von Bessent greift damit die drei zuvor diskutierten Mechanismen einer möglichen Einschränkung der tatsächlichen Zentralbankunabhängigkeit auf: fiskalische Interessen, die zunehmende Bedeutung der Finanzmarktstabilisierung und die institutionelle Ausweitung des Aufgabenbereichs. Da diese Entwicklungen die Unabhängigkeit und Glaubwürdigkeit der Fed untergraben hätten, solle die Fed zu ihrem ursprünglichen engen, klar messbaren Mandat zurückkehren. Eine ähnliche Diskussion existiert hingegen im Euroraum noch nicht. Im Zuge des jüngsten Anstiegs der Zinsen auf französische Staatsanleihen hat in Frankreich eine Diskussion über die Rolle der EZB für die Zinsen auf französische Staatsanleihen eingesetzt. Im breiteren Kontext wird derzeit die Frage gestellt, ob die EZB wieder im Zuge einer möglichen neuen Eurokrise den Zusammenhalt des Euro sichern wird.

**Abbildung 9: Entwicklung der Budgets von Fed und EZB**



Quelle: Jahresberichte der EZB und der Fed.

### 4.3. Warshs Reformagenda

Aufbauend auf der Kritik von Bessent (2025) stellte Warsh (2026) in seiner Rede in Jackson Hole eine Reformagenda vor, die auf eine stärker regelgebundene, zurückhaltende und am gesetzlichen Mandat orientierte Geldpolitik abzielt. Ausgangspunkt ist seine Kritik an den Annahmen, auf denen die expansive Geldpolitik der vergangenen Jahrzehnte beruhte. Insbesondere die Vorstellungen einer dauerhaften globalen Sparschwemme (Bernanke 2005) und einer dauerhaften säkularen Stagnation (Summers 2015; Gordon 2017) hält er angesichts neuer technologischer Entwicklungen für überholt. Die künstliche Intelligenz eröffne erhebliche Produktivitätspotenziale und schaffe zugleich einen hohen Kapitalbedarf. Die Geldpolitik müsse diesen Veränderungen Rechnung tragen, anstatt von einem strukturellen



Überangebot an Ersparnissen und schwachen Investitionsmöglichkeiten auszugehen.

Ein zentraler Bestandteil der Reformagenda betrifft die Kommunikation und Entscheidungsfindung der Fed. Warsh kritisiert insbesondere die Praxis der *Forward Guidance*, bei der Zentralbanken ihre zukünftige Zinspolitik an die Finanzmärkte kommunizieren. Eine zu weitgehende Festlegung auf künftige Entscheidungen würde die geldpolitische Flexibilität einschränken und die Informationsfunktion der Finanzmärkte beeinträchtigen. Wenn Marktakteure ihre Erwartungen überwiegend an den Ankündigungen der Fed ausrichten und die Fed ihrerseits diese Markterwartungen zur Beurteilung der wirtschaftlichen Lage heranziehe, könnten sich gegenseitig verstärkende Fehleinschätzungen die Folge sein. Warsh plädiert deshalb für eine zurückhaltendere Kommunikation, die den Marktakteuren mehr Raum für eigenständige Einschätzungen lässt.

Darüber hinaus formuliert Warsh sechs Grundprinzipien für die zukünftige Geldpolitik. Erstens sollen Entscheidungen auf möglichst aktuellen, relevanten und verlässlichen Daten beruhen, wobei längerfristige Trends stärker zu berücksichtigen sind als einzelne Datenpunkte. Zweitens müsse die Fed das Verhältnis zwischen gesamtwirtschaftlicher Nachfrage und Angebot beurteilen, sich dabei aber der erheblichen Unsicherheit über das Produktionspotenzial bewusst sein. Drittens bekräftigt Warsh das Inflationsziel von zwei Prozent, gemessen am Preisindex der privaten Konsumausgaben (PCE), als verbindliche geldpolitische Zielgröße. Viertens sieht er zwischen Preisstabilität und maximaler Beschäftigung mittelfristig keinen grundsätzlichen Zielkonflikt, da hohe Inflation Beschäftigung und wirtschaftlichen Wohlstand beeinträchtigt.

Die beiden weiteren Prinzipien betreffen unmittelbar das geldpolitische Instrumentarium. Fünftens sollen die kurzfristigen Zinsen wieder das zentrale Instrument der Geldpolitik bilden, während unkonventionelle Maßnahmen auf außergewöhnliche Krisensituationen beschränkt bleiben sollen. Sechstens misst Warsh der Geldmenge wieder eine größere Bedeutung bei. Dabei sollen sowohl die von der Zentralbank geschaffene Geldbasis als auch die Geldschöpfung des Geschäftsbankensystems berücksichtigt werden.<sup>24</sup> Zwar verändern nach Warsh Finanzinnovationen die Beziehungen zwischen Geldmenge, Umlaufgeschwindigkeit und wirtschaftlicher Aktivität, doch rechtfertige dies nicht, monetäre Entwicklungen bei der Beurteilung zukünftiger Inflationsrisiken zu vernachlässigen.

Die Bedeutung dieses letzten Prinzips verdeutlicht die Entwicklung der Geldmengenaggregate in den USA und im Euroraum (Abb. 10). Insbesondere der starke Anstieg des Geldmengenwachstums im Jahr 2020 wurde weder von der Fed noch von der EZB als hinreichendes Warnsignal für die anschließend stark steigende Inflation

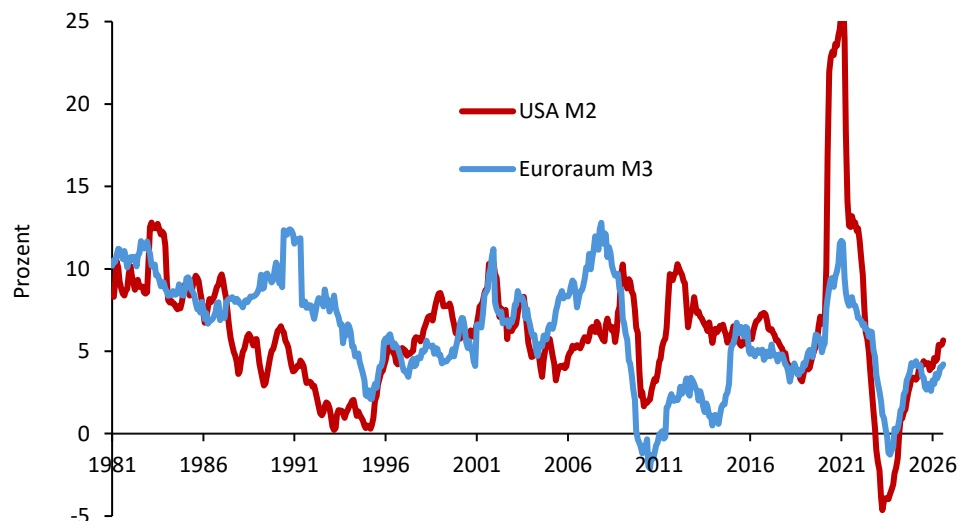
---

<sup>24</sup> Siehe auch Warsh (2022). Dies entspricht der Sichtweise von Friedman (1963), dass Inflation immer und überall ein monetäres Phänomen ist.



gewertet. Aus der Perspektive von Warsh (2026) spricht dies für eine stärkere Berücksichtigung monetärer Aggregate und eine kritischere Überprüfung der bisher verwendeten geldpolitischen Modelle. Warsh will eine Stabilisierung des Dollars durch eine Verkürzung der Fed-Bilanz erreichen, was für ihn mit einer Entpolitisierung der Fed verbunden ist (Schnabl 2026).

**Abb. 10: Geldmengenwachstum**



Quelle: Jahresberichte der EZB und der Fed.

## 5. Ausblick: Wenn Staatsschulden die Geldpolitik bestimmen

Zentralbanken können zwar institutionell unabhängig sein, die Ernennung von führenden Zentralbankern durch die Politik ist jedoch ein Einfallstor für politische Einflussnahme. Die lange Zeit sehr unabhängige Deutsche Bundesbank dürfte seit der Auflösung der Goldbindungen der Währungen in den frühen 1970er-Jahren damit eher die Ausnahme als die Regel gewesen sein. Der Rückblick auf die Entwicklung der Unabhängigkeit der US-amerikanischen Fed zeigt, dass unter einem weitgehend unveränderten institutionellen Rahmen des Federal Reserve Systems die Geldpolitiken sehr unterschiedlich ausgestaltet werden konnten. In diesem Lichte erscheint die Zentralbankunabhängigkeit eher als Feigenblatt, denn als Garant für dauerhafte Geldwertstabilität.

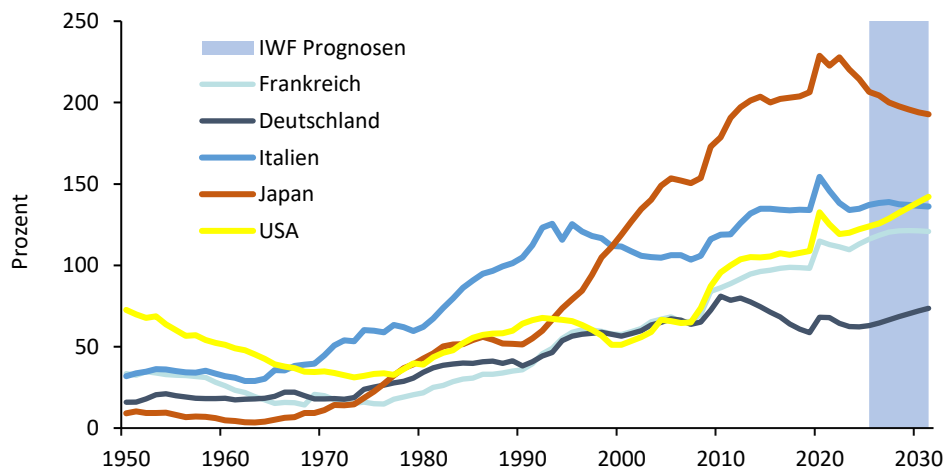
Das dürfte auch für die Europäische Zentralbank der Fall sein, die sehr unabhängig gestartet ist (monetäre Dominanz) und sich über den Zeitverlauf hinweg der monetären Staatsfinanzierung im Euroraum (fiskalische Dominanz) angenähert hat. Das ging mit einer zunehmenden Aufweichung der Mechanismen zur Schuldenkontrolle in der EU einher (Bugdalle 2025). Zentralbanken können die zunehmende fiskalische Dominanz dazu nutzen, ihren Wirkungsbereich auszudehnen. Für die Europäische Zentralbank ist der Aufwuchs bei den Aufgaben und die damit verbundene Ausweitung von Mitarbeitern und Budget besonders beeindruckend (siehe Abb. 8 und Abb. 9). Der Blick auf die USA der späten 1970er-Jahre zeigt aber auch, dass



eine Wende hin zu einer stabilitätsorientierteren Geldpolitik politisch gewollt sein und konsequent herbeigeführt werden kann.

Das führt zu der Frage, ob die USA heute an einem ähnlichen Punkt wie Ende der 1970er-Jahre stehen. Eine Parallele ist, dass auch heute der Weltleitwährungsstatus des Dollars gefährdet ist (Gehring 2026). Wichtige Halter von Dollarreserven wie China und Russland haben ihre Bestände an US-Treasuries signifikant reduziert, der Anteil des Dollars an den Weltwährungsreserven ist zugunsten von Gold zurückgegangen. Wenn die USA nicht den Weltleitwährungsstatus des Dollars riskieren wollen, ist die Stabilisierung des Dollars nach der von Scott Bessent und Kevin Warsh angestrebten Strategie im politischen Interesse der USA. Dagegen sprechen die Attacken des Präsidenten Donald Trump gegen die Fed und möglicher Widerstand innerhalb der Fed, beispielsweise durch den Präsidenten der Federal Reserve Bank of New York, John Williams (2026), der für die Geldpolitik der Fed vor Warsh stehen dürfte.

**Abbildung 11: Staatsverschuldung als Anteil am Bruttoinlandsprodukt**



Quelle: IWF.

Das finale Kräftemessen zwischen Regierungen und Zentralbanken könnte durch die Fakten entschieden werden. Historisch gesehen war der Druck auf die Zentralbanken zur monetären Staatsfinanzierung dann besonders hoch, wenn die Staatsverschuldung hoch war. In den USA liegt die Staatsverschuldung als Anteil am Bruttoinlandsprodukt aktuell bei 123 Prozent (Abb. 11) und damit ähnlich hoch wie nach dem Zweiten Weltkrieg. Weitere Zinserhöhungen der Fed würden die Zinslasten des US-amerikanischen Staates weiter erhöhen, obwohl die Zinsausgaben schon über dem Niveau der Militärausgaben liegen. Eine dauerhaft restriktive Geldpolitik der Fed würde eine deutliche Kürzung der Staatsausgaben notwendig machen, die Donald Trump trotz ursprünglich ehrgeiziger Sparziele bisher nicht erreicht hat – und auch keine weiteren Bemühungen dahingehend zeigt.



Im reformunwilligen Europa dürfte in einigen großen Eurostaaten wie Frankreich der Wunsch nach monetärer Staatsfinanzierung noch größer sein. Im Zuge der wachsenden Sorge um eine Staatsschuldenkrise in Frankreich und damit eine neue Eurokrise haben der Finanzminister Roland Lescure und die aussichtsreiche Präsidentschaftskandidatin Marine Le Pen bereits öffentlich darüber nachgedacht, ob die EZB die Renditen französischer Staatsanleihen reduzieren könnte. Die EZB hat sich mit der Ankündigung des sogenannten Transmissionsschutzinstruments für eine erneute Rettung des Euros, die eigentlich eine fiskalische Aufgabe ist, in Position gebracht. Eine Abkehr von der wachsenden Politisierung der EZB erscheint deshalb als unwahrscheinlich.



## Literatur

Advisory Commission to Study the Consumer Price Index (1996): Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living. Final Report to the Senate Finance Committee. Washington, DC: U.S. Senate Finance Committee. Verfügbar unter: <https://www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html> (Zugriff am: 13.10.2026).

Ahmed, Rashad / Aizenman, Joshua / Jinjara, Yothin (2021): Inflation and exchange rate targeting challenges under fiscal dominance. *Journal of Macroeconomics* 67, 103281. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2020.103281> (Zugriff am: 13.10.2026).

Alesina, Alberto / Summers, Lawrence H. (1993): Central bank independence and macroeconomic performance: Some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking* 25 (2), 151–162. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.2307/2077833> (Zugriff am: 13.10.2026).

Barro, Robert J. / Gordon, David B. (1983): Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics* 12 (1), 101–121. Verfügbar unter: [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(83\)90051-X](https://doi.org/10.1016/0304-3932(83)90051-X) (Zugriff am: 13.10.2026).

Barwick, David (2023): ECB's Wunsch: If fiscal policy stays loose, monetary policy would have to do more. *Econostream Media*, 27.05.2023. Verfügbar unter: [https://www.econostream-media.com/news/2023-05-27/ecb%E2%80%99s\\_wunsch%3A\\_if\\_fiscal\\_policy\\_stays\\_loose\\_monetary\\_policy\\_would\\_have\\_to\\_do\\_more.html](https://www.econostream-media.com/news/2023-05-27/ecb%E2%80%99s_wunsch%3A_if_fiscal_policy_stays_loose_monetary_policy_would_have_to_do_more.html) (Zugriff am: 15.10.2026).

Bernanke, Ben S. (2005): The global saving glut and the U.S. current account deficit. Speech delivered at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, 10.03.2005. Verfügbar unter: <https://www.federalreserve.gov/board-docs/speeches/2005/200503102/> (Zugriff am: 13.10.2026).

Bessent, Scott (2025): The Fed's new "gain-of-function" monetary policy. *The International Economy*, Spring 2025, 16–23, 68. Verfügbar unter: [https://www.international-economy.com/TIE\\_Sp25\\_Bessent.pdf](https://www.international-economy.com/TIE_Sp25_Bessent.pdf) (Zugriff am: 15.10.2026).

Binder, Carola C. (2021): Political pressure on central banks. *Journal of Money, Credit and Banking* 53 (4), 715–744. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.1111/jmcb.12772> (Zugriff am: 13.10.2026).

Blinder, Alan S. (2004): *The Quiet Revolution: Central Banking Goes Modern*. New Haven: Yale University Press. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.12987/yale/9780300100877.001.0001> (Zugriff am: 15.10.2026).



Bobrov, Anton / Kamdar, Rupal / Ulate, Mauricio (2025): Regional dissent: Do local economic conditions influence FOMC votes? *American Economic Review: Insights* 7 (2), 268–284. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.1257/aeri.20240184> (Zugriff am: 15.10.2026).

Bordo, Michael D. / Istrefi, Klodiana (2023): Perceived FOMC: The making of hawks, doves and swingers. *Journal of Monetary Economics* 136, 125–143. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2023.03.001> (Zugriff am: 15.10.2026).

Braun, Benjamin (2018): Central banking and the infrastructural power of finance: The case of ECB support for repo and securitization markets. *Socio-Economic Review* 18 (2), 395–418. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.1093/ser/mwy008> (Zugriff am: 15.10.2026).

Broughel, James (2026): Kevin Warsh says the Federal Reserve lost its way. He might be right. *Forbes*, 02.02.2026. Verfügbar unter: <https://www.forbes.com/sites/jamesbroughel/2026/02/02/kevin-warsh-says-the-federal-reserve-lost-its-way-he-might-be-right/> (Zugriff am: 13.10.2026).

Bugdalle, Tom (2025): Haftungsvergemeinschaftung innerhalb der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion: Die Erosion der Regeln. Flossbach von Storch Research Institute, 15.12.2025. Verfügbar unter: [https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/fileadmin/user\\_upload/files/RI/Studien/Files/2025/251215-haftungsgemeinschaftung-innerhalb-der-ewwu.pdf](https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/fileadmin/user_upload/files/RI/Studien/Files/2025/251215-haftungsgemeinschaftung-innerhalb-der-ewwu.pdf) (Zugriff am: 15.10.2026).

Bugdalle, Tom (2026): Verändert Kevin Warsh den Einfluss der Fed auf die geldpolitische Forschung? Flossbach von Storch Research Institute, 23.03.2026. Verfügbar unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/kommen-tare/detail/veraendert-kevin-warsh-den-einfluss-der-fed-auf-die-geldpolitische-forschung> (Zugriff am: 13.10.2026).

Cœuré, Benoît (2015): Embarking on public sector asset purchases. Speech at the Second International Conference on Sovereign Bond Markets, Frankfurt am Main, 10.03.2015. Europäische Zentralbank. Verfügbar unter: [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150310\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150310_1.en.html) (Zugriff am: 15.10.2026).

Crowe, Christopher / Meade, Ellen E. (2008): Central bank independence and transparency: Evolution and effectiveness. *European Journal of Political Economy* 24 (4), 763–777. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2008.06.004> (Zugriff am: 15.10.2026).

Cukierman, Alex (1992): *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge, MA: MIT Press.

Cukierman, Alex / Webb, Steven B. / Neyapti, Bilin (1992): Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic*



Review 6 (3), 353–398. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.1093/wber/6.3.353> (Zugriff am: 15.10.2026).

Cukierman, Alex / Webb, Steven B. (1995): Political influence on the central bank: International evidence. The World Bank Economic Review 9 (3), 397–423. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.1093/wber/9.3.397> (Zugriff am: 15.10.2026).

De Grauwe, Paul (2022): Economics of Monetary Union. 14. Aufl. Oxford: Oxford University Press. Verfügbar unter: <https://global.oup.com/academic/product/economics-of-the-monetary-union-9780192849779> (Zugriff am: 15.10.2026).

De Haan, Jakob / Eijffinger, Sylvester C. W. (2000): The democratic accountability of the European Central Bank: A comment on two fairy-tales. JCMS: Journal of Common Market Studies 38 (3), 393–407. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.1111/1468-5965.00227> (Zugriff am: 15.10.2026).

Dincer, Nazire N. / Eichengreen, Barry (2014): Central bank transparency and independence: Updates and new measures. International Journal of Central Banking 10 (1), 189–259. Verfügbar unter: <https://www.ijcb.org/journal/v10n1/central-bank-transparency-and-independence-updates-and-new-measures> (Zugriff am: 15.10.2026).

Drechsel, Thomas (2024): Estimating the effects of political pressure on the Fed: A narrative approach with new data. National Bureau of Economic Research, Working Paper 32461. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.3386/w32461> (Zugriff am: 13.10.2026).

Europäische Zentralbank (EZB) (2021): ECB presents action plan to include climate change considerations in its monetary policy strategy. Pressemitteilung, 08.07.2021. Verfügbar unter: [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708\\_1~f104919225.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1~f104919225.en.html) (Zugriff am: 13.10.2026).

Europäische Zentralbank (EZB) (2022): ECB takes further steps to incorporate climate change into its monetary policy operations. Pressemitteilung, 04.07.2022. Verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220704~4f48a72462.en.html> (Zugriff am: 13.10.2026).

Europäische Zentralbank (EZB) (2025): ECB to adapt collateral framework to address climate-related transition risks. Pressemitteilung, 29.07.2025. Verfügbar unter: [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.pr250729\\_1~02d753a029.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.pr250729_1~02d753a029.en.html) (Zugriff am: 13.10.2026).



Ferrell, Robert H. (Hrsg.) (2010): Inside the Nixon Administration: The Secret Diary of Arthur Burns, 1969–1974. Lawrence: University Press of Kansas.

Fessenden, Helen (2016): 1965: The year the Fed and LBJ clashed. Econ Focus, Federal Reserve Bank of Richmond, Q3–Q4. Verfügbar unter: [https://www.richmond-fed.org/publications/research/econ\\_focus/2016/q3-4/federal\\_reserve](https://www.richmond-fed.org/publications/research/econ_focus/2016/q3-4/federal_reserve) (Zugriff am: 15.10.2026).

French, Douglas (2010): Burns diary exposes the myth of Fed independence. Mises Daily, 27.12.2010.

Friedman, Milton (1963): Inflation: Causes and Consequences. Bombay: Asia Publishing House.

Friedman, Milton (1968): The role of monetary policy. American Economic Review 58 (1), 1–17.

Garriga, Ana C. (2016): Central bank independence in the world: A new data set. International Interactions 42 (5), 849–868. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.1080/03050629.2016.1188813> (Zugriff am: 13.10.2026).

Gehring, Agnieszka (2015): The Fed between doves and hawks. Flossbach von Storch Research Institute, Economic Policy Note, 12.06.2015. Verfügbar unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/en/studies/detail/the-fed-between-doves-and-hawks> (Zugriff am: 13.10.2026).

Gehring, Agnieszka (2022): Machtergreifung durch grüne Geldpolitik. Flossbach von Storch Research Institute, 05.01.2022. Verfügbar unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/kommentare/detail/machtergreifung-durch-gruene-geldpolitik> (Zugriff am: 15.10.2026).

Gehring, Agnieszka (2026): Euer Dollar, unser Problem? Die Zukunft der Dominanz des US-Dollars in einer Zeit geopolitischer Fragmentierung. Flossbach von Storch Research Institute, 20.07.2026. Verfügbar unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/studien/detail/euer-dollar-unser-problem-die-zukunft-der-dominanz-des-us-dollars-in-einer-zeit-geopolitischer-fragmentierung> (Zugriff am: 13.10.2026).

Gehring, Agnieszka / Mayer, Thomas (2019): Understanding low interest rates: Evidence from Japan, Euro Area, United States and United Kingdom. Scottish Journal of Political Economy 66 (1), 28–53. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.1111/sjpe.12176> (Zugriff am: 15.10.2026).

Goodhart, Charles A. E. / Lastra, Rosa M. (2018): Populism and central bank independence. Open Economies Review 29 (1), 49–68. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.1007/s11079-017-9447-y> (Zugriff am: 15.10.2026).



Gordon, Robert J. (2017): The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living since the Civil War. Princeton: Princeton University Press.

Grilli, Vittorio / Masciandaro, Donato / Tabellini, Guido (1991): Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries. *Economic Policy* 6 (13), 341–392.

Gürkaynak, Refet S. / Kara, Ali H. / Kısacıkoğlu, Burçin / Lee, Sang Seok (2021): Monetary policy surprises and exchange rate behavior. *Journal of International Economics* 130, 103443. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2021.103443> (Zugriff am: 15.10.2026).

Hayek, Friedrich A. von (1976): Denationalisation of Money: An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies. London: Institute of Economic Affairs. Verfügbar unter: <https://iea.org.uk/publications/research/denationalisation-of-money/> (Zugriff am: 15.10.2026).

Holston, Kathryn / Laubach, Thomas / Williams, John C. (2017): Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants. *Journal of International Economics* 108 (Supplement 1), S59–S75. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2017.01.004> (Zugriff am: 13.10.2026).

Jácome H., Luis I. / Vázquez, Francisco (2008): Is there any link between legal central bank independence and inflation? Evidence from Latin America and the Caribbean. *European Journal of Political Economy* 24 (4), 788–801. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2008.07.003> (Zugriff am: 13.10.2026).

Jones, Erik / Matthijs, Matthias (2019): Rethinking central-bank independence. *Journal of Democracy* 30 (2), 127–141.

Kleinheyer, Marius / Schnabl, Gunther (2025): Argentinien unter den Reformen von Javier Milei: Eine Bestandsaufnahme. Flossbach von Storch Research Institute, 25.06.2025. Verfügbar unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/studien/detail/argentinien-unter-den-reformen-von-javier-milei-eine-bestandsaufnahme> (Zugriff am: 13.10.2026).

Kydland, Finn E. / Prescott, Edward C. (1977): Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy* 85 (3), 473–491.

Lagarde, Christine (2020): Jointly shaping Europe's tomorrow. Introductory remarks at the Franco-German Parliamentary Assembly, Frankfurt am Main, 21.09.2020. Europäische Zentralbank.

Laubach, Thomas / Williams, John C. (2003): Measuring the natural rate of interest. *The Review of Economics and Statistics* 85 (4), 1063–1070.



Levieuge, Grégory / Lucotte, Yannick / Ringuedé, Sébastien (2018): Central bank credibility and the expectations channel: Evidence based on a new credibility index. *Review of World Economics* 154 (3), 493–535.

Levin, Andrew T. / Natalucci, Fabio M. / Piger, Jeremy M. (2004): The macroeconomic effects of inflation targeting. *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis 86 (4), 51–80. Verfügbar unter: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/04/07/LevinNatalucciPiger.pdf> (Zugriff am: 15.10.2026).

Mayer, Thomas / Schnabl, Gunther (2021): Reasons for the demise of interest: Savings glut and secular stagnation or central bank policy? *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 24 (1), 3–40.

Medley, Bill (2013): Volcker’s announcement of anti-inflation measures. *Federal Reserve History*, 22.11.2013.

Niskanen, William A. (1971): *Bureaucracy and Representative Government*. Chicago: Aldine, Atherton.

Parkin, Michael / Bade, Robin (1978): *Central bank laws and monetary policies: A preliminary investigation*. University of Western Ontario, Departmental Research Report Series 7804.

Pfeifer, Moritz / Schnabl, Gunther (2026): Der Euro als optimaler Währungsraum? Eine Bestandsaufnahme. Flossbach von Storch Research Institute, 09.01.2026. Verfügbar unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/alle/detail/der-euro-als-optimaler-waehrungsraum-eine-bestandsaufnahme> (Zugriff am: 15.10.2026).

Powell, Jerome H. (2026): Statement from Federal Reserve Chair Jerome H. Powell. Board of Governors of the Federal Reserve System, 11.01.2026. Verfügbar unter: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20260111a.htm> (Zugriff am: 13.10.2026).

Rev (2026): Kevin Warsh Fed chair confirmation hearing transcript, April 21. Rev, 21.04.2026. Verfügbar unter: <https://www.rev.com/blog/transcripts/kevin-warsh-fed-chair-confirmation-hearing-transcript> (Zugriff am: 13.10.2026).

Roach, Stephen (2021): *The ghost of Arthur Burns*. Project Syndicate, 25.05.2021.

Romelli, Davide (2022): The political economy of reforms in central bank design: Evidence from a new dataset. *Economic Policy* 37 (112), 641–688. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.1093/epolic/eiac011> (Zugriff am: 13.10.2026).

Romelli, Davide (2024): Trends in central bank independence: A de-jure perspective. BAFFI CAREFIN Centre Research Paper 217. Verfügbar unter: <https://doi.org/10.2139/ssrn.4716704> (Zugriff am: 13.10.2026).



Samuelson, Paul A. / Solow, Robert M. (1960): Analytical aspects of anti-inflation policy. *The American Economic Review* 50 (2), 177–194.

Schnabel, Isabel (2021): From market neutrality to market efficiency. Welcome address at the ECB DG-Research Symposium “Climate change, financial markets and green growth”, Frankfurt am Main, 14.06.2021. Europäische Zentralbank. Verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210614~162bd7c253.en.html> (Zugriff am: 15.10.2026).

Schnabl, Gunther (2026): Kevin Warsh: Kommt ein Falke an die Spitze der Fed? Flossbach von Storch Research Institute, 21.01.2026. Verfügbar unter: <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/kommentare/de-tail/kevin-warsh-kommt-ein-falke-an-die-spitze-der-fed> (Zugriff am: 15.10.2026).

Schnabl, Gunther / Sepp, Tobias (2021): Inflationsziel und Inflationsmessung in der Eurozone im Wandel. *Wirtschaftsdienst* 101 (8), 615–620.

Summers, Lawrence H. (2014): U.S. economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound. *Business Economics* 49 (2), 65–73.

Summers, Lawrence H. (2015): Have we entered an age of secular stagnation? *IMF Economic Review* 63 (1), 277–280.

Taylor, John B. (1993): Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 195–214. Verfügbar unter: [https://doi.org/10.1016/0167-2231\(93\)90009-L](https://doi.org/10.1016/0167-2231(93)90009-L) (Zugriff am: 13.10.2026).

Todd, Tim (2012): Fighting inflation, Congress and the White House. In: *The Balance of Power: The Political Fight for an Independent Central Bank, 1790–Present*. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, S. 43–50.

Wagner, Marco (2026): Die Vermessung der Unabhängigkeit der EZB. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 14.08.2026. Verfügbar unter: <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/die-vermessung-der-unabhaengigkeit-der-ezb-accg-201122496.html> (Zugriff am: 13.10.2026).

Warsh, Kevin M. (2022): Money matters: The US dollar, cryptocurrency, and the national interest. In: Ryan, Paul / Rachidi, Angela (Hrsg.): *American Renewal*. American Enterprise Institute, S. 283–303. Verfügbar unter: <https://www.american-renewalbook.com/money-matters-the-us-dollar-cryptocurrency-and-the-national-interest/> (Zugriff am: 13.10.2026).



Warsh, Kevin M. (2026): In our time. Speech at the economic policy symposium “Financial Innovation: Implications for Payments and Policy”, Jackson Hole, Wyoming, 28.08.2026. Board of Governors of the Federal Reserve System. Verfügbar unter: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/warsh20260828a.htm> (Zugriff am: 13.10.2026).

Weise, Charles L. (2012): Political pressures on monetary policy during the US Great Inflation. American Economic Journal: Macroeconomics 4 (2), 33–64.

Williams, John C. (2026): Unwavering dedication. Remarks at the University at Buffalo, Buffalo, New York, 29.09.2026.



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch SE dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch SE selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch SE. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch SE nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE**

© 2026 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch SE, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *geschäftsführende Direktoren* Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Hirsch, Dr. Tobias Schafföner, Christian Schlosser, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk; *Vorsitzender des Verwaltungsrats* Kurt von Storch; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 120 796 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autoren* Prof. Dr. Agnieszka Gehringer & Prof. Dr. Gunther Schnabl; *Redaktionsschluss* 15. Oktober 2026