ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Hristov, Nikolay; Hülsewig, Oliver; Siemsen, Thomas; Wollmershäuser, Timo

Article

Schiffbruch ohne Tiger: Das OMT-Programm der Europäischen Zentralbank

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:
Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Hristov, Nikolay; Hülsewig, Oliver; Siemsen, Thomas; Wollmershäuser, Timo (2014) : Schiffbruch ohne Tiger: Das OMT-Programm der Europäischen Zentralbank, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 67, Iss. 04, pp. 15-16

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/165391

Standard-Nutzungsbedingungen:

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

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

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

Terms of use:

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

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

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

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Schiffbruch ohne Tiger:
Das OMT-Programm der Europäischen Zentralbank

Nikolay Hristov, Oliver Hülsewig, Thomas Siemsen und Timo Wollmershäuser*

Die Europäische Zentralbank (EZB) begründet ihr »Outright-Monetary-Transactions«-Programm (OMT-Programm) offiziell mit Störungen in der geldpolitischen Transmission, die sich darin reflektieren, dass die Kreditzinsen für Unternehmen in den Krisenländern der Eurozone trotz der massiven Herabsetzung der Leitzinsen nahezu kaum gesunken sind. Ziel des OMT-Programms ist es, durch Käufe von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt die Renditen für öffentliche Schuldtitel zu reduzieren, um so die Kreditzinsen zu verringern. Dieser Beitrag legt nahe, dass das OMT-Programm ungeeignet ist, das angekündigte Ziel, d.h. die Wiederherstellung der geldpolitischen Transmission, zu erreichen.

Das Bundesverfassungsgericht (BVerfG) hat das Verfahren zum OMT-Programm der EZB ausgesetzt. Es wird dem Gerichtshof der Europäischen Union zur Vorabentscheidung vorgelegt, um zu klären, ob das OMT-Programm, das vorsieht, notfalls unbegrenzt Staatsanleihen von Euroländern mit Finanzierungsschwierigkeiten aufzukaufen, rechtmäßig ist. Nach Auffassung des BVerfG sprechen gewichtige Gründe dafür, dass die EZB ihr Mandat durch die Ankündigung des OMT-Programms überschritten hat, da das Programm einer monetären Staatsfinanzierung gleichkäme, die nach dem Vertrag von Lissabon strikt untersagt ist (Artikel 123 Paragraph 1 AEUV).[1]

Die EZB hält die Kritik an ihrem OMT-Programm generell für unbegründet. Sie argumentiert, dass Staatsanleihekäufe im Rahmen des Programms ein geldpolitisches Instrument seien, das dem Ziel diene, die Störung der geldpolitischen Transmission zu beseitigen. Diese zeige sich vor allem darin, dass die Kreditzinsen für Unternehmen in den Krisenländern der Eurozone, trotz der massiven Leitzinssenkungen, die seit Mitte 2008 vorgenommen wurden, nur geringfügig gesunken sind. Offizielles Ziel des OMT-Programms ist es daher, durch Käufe von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt und der damit einhergehenden Verringerung der Renditen öffentlicher Schuldtitel, die Kreditzinsen zu reduzieren.[2]

Die EZB sieht die Ursache für die Zinsspreizung in den Krisenländern, also dem Auseinanderdriften zwischen den Kreditzinsen und Leitzinsen, im Redenominierungsrisiko, d.h. in der Möglichkeit eines Austritts aus der Eurozone. Die Konditionen für Bankkredite in den Ländern mit Finanzierungsschwierigkeiten sind nach dieser Sichtweise hauptsächlich deshalb angespannt, da Kreditzinsen stark durch die Zinsen für Staatsanleihen beeinflusst werden, wobei letztere aufgrund von Risikoaufschlägen nach Ausbruch der Eurokrise Mitte 2010 spürbar gestiegen sind. Das OMT-Programm soll durch notfalls unlimitierte Offenmarktkäufe dazu beitragen, dieses Redenominierungsrisiko zu beseitigen und somit zu attraktiveren Kreditkonditionen führen.

Die Argumente der EZB scheinen schlüssig. Und in der Tat hat die Ankündigung des OMT-Programms dazu geführt, dass die Zinsen auf Staatsanleihen der Krisenländer gesunken sind. Unter Investoren sind diese Titel mittlerweile begehrt, da sie im Vergleich zu denen der Kernländer eine relativ hohe Rendite versprechen und gleichzeitig durch die implizite Garantie der EZB nahezu risikolos sind. Ein Investor muss lediglich ausharren, d.h., er darf die erworbenen Staatsanleihen nicht vorzeitig abstoßen. Befürworter des

* Nikolay Hristov ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am ifo Institut, Oliver Hülsewig ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Hochschule München und Forschungsreferent am ifo Institut, Thomas Siemsen ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Seminar für Makroökonomie an der Ludwig-Maximilians-Universität München und Timo Wollmershäuser ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Ludwig-Maximilians-Universität München und kommissarischer Leiter des ifo Zentrums für Konjunkturforschung und Befragungen.

[1] Das BVerfG neigt zur Annahme eines Ultra-vires-Aktes, was impliziert, dass die EZB ihr Mandat mit der Ankündigung des OMT-Programms überschritten hat (Bundesverfassungsgericht, 2014).

[2] Die EZB schreibt bezüglich des OMT-Programms: »Mit diesen Geschäften [Outright Monetary Transactions, Einfügung durch die Autoren], soll der Transmissionsmechanismus in allen Euroländern sichergestellt und die Einheitlichkeit der Geldpolitik gewahrt werden« (Europäische Zentralbank 2012, S. 7).

OMT-Programms feiern dieses Instrument daher schon jetzt als das effektivste Mittel der Geldpolitik, um die Eurokrise, die ja zum Teil auch eine Staatsschuldenkrise ist, zu bekämpfen. Das Programm wirke, bezogen auf die zuletzt gefallenen Risikoaufschläge auf Staatsanleihen in den Krisenländern, wie erhofft.

Allerdings bleibt festzustellen, dass das eigentliche Ziel des OMT-Programms nach wie vor in weiter Ferne ist. Die Kreditzinsen für Unternehmen in den Krisenländern sind bislang, trotz der niedrigeren Staatsanleihezinsen – wenn überhaupt – nur geringfügig gesunken. Von der Beseitigung der Störung der geldpolitischen Transmission kann also derzeit in keiner Weise gesprochen werden. Aus Sicht der EZB ist diese Entwicklung fatal, zeigt sie doch, dass der Zusammenhang zwischen Kreditzinsen und Staatsanleihezinsen weitaus schwächer ist als gedacht. Letzterer ist jedoch für die Rechtfertigung des OMT-Programms als geldpolitisches Instrument elementar. Die schwache Reaktion der Kreditzinsen in den Krisenländern der Eurozone deckt sich mit empirischer Evidenz, die zeigt, dass die Transmission von Änderungen der Staatsanleihezinsen hin zu Änderungen der Kreditzinsen bereits vor Ausbruch der Finanzmarktkrise äußerst träge war (vgl. Hristov et al. 2014). Zudem hat sich diese Transmission seit Mitte 2008 nochmals deutlich abgeschwächt.

Für die EZB ist diese Erkenntnis keine gute Nachricht, droht sie doch die potemkinschen Dörfer, die sie zur Rechtfertigung des OMT-Programms mühsam errichtet hat, einzureißen. Was sich dahinter verbirgt, ist wenig erfreulich: Das OMT-Programm ist schlichtweg ungeeignet, das offizielle Ziel, d.h. die Wiederherstellung der geldpolitischen Transmission, zu erreichen. Denn eine nachhaltige Senkung der Kreditzinsen in den Krisenländern der Eurozone würde kontinuierliche, massive Interventionen erfordern. Vorsichtige Schätzungen ergeben, dass die EZB über einen Zeitraum von zwei Jahren Offenmarktkäufe in Höhe von bis zu 250 Mrd. Euro vornehmen müsste. Dies würde etwa 37% der insgesamt ausstehenden Volumina an Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von einem bis drei Jahren entsprechen, die von den Euroländern mit Finanzierungsschwierigkeiten emittiert worden sind. Interventionen in diesem Umfang könnten zwar eine spürbare Entlastung von Kreditnehmern bewirken. Die damit einhergehenden Risiken sind jedoch gravierend. Binnen kurzer Zeit würde die EZB so zu einem der Hauptgläubiger der derzeitigen Krisenländer werden und damit Gefahr laufen, ihre politische Unabhängigkeit zu verlieren und gleichzeitig zu einer »Bad Bank« zu verkommen.

Zudem stellt sich die Frage, ob Krisenländer, die aufgrund massiver Finanzierungsschwierigkeiten Interventionen der EZB eigentlich begrüßen sollten, überhaupt genügend politischen Willen an den Tag legen, um in den Genuss des OMT-Programms kommen zu können. Schließlich setzt die Anwendung des Programms voraus, dass ein Land vorher unter den Rettungsschirm des European Stability Mechanism (ESM) schlüpft und sich somit strengen wirtschaftspolitischen Auflagen unterwirft. Die jüngste Entwicklung deutet jedoch eher daraufhin, dass die derzeitigen Krisenländer bestrebt sind, alles Erdenkliche zu tun, um dem strengen Regiment eines ESM-Programms zu entkommen. Dieser Widerspruch macht den Geburtsfehler des OMT-Programms deutlich, der die EZB in einen nahezu unlösbaren Konflikt stürzen könnte: Wenn die EZB aus geldpolitischen Gründen eigentlich intervenieren müsste, um die Preisstabilität in der Eurozone zu sichern, bindet ihr die Konditionalität die Hände. Denn über die Macht, ein Land unter den Rettungsschirm zu zwingen, verfügt die EZB als unabhängige Zentralbank nicht.

Was bleibt, sind Zweifel an der Effektivität des OMT-Programms als geldpolitisches Instrument, da, unabhängig von der Frage seiner rechtlichen Legitimität, die Grundlage des Programms, d.h. die unterstellte enge Beziehung zwischen Kreditzinsen und Staatsanleihezinsen, keine empirische Bestätigung findet. Für das Ziel, die Kreditzinsen in den Krisenländern zu senken, wären insofern wohl eher Maßnahmen geeignet, die die Banken von ihren eigentlichen Problemen, wie z.B. die gestiegene Zahl von Kreditausfällen infolge von Insolvenzen oder die mangelnde Ausstattung an Eigenkapital, befreien. Letzteres schließt auch die Abwicklung von Banken ein, die aufgrund ihrer misslichen Lage kaum mehr fähig sind, als Finanzintermediäre zu wirken. Ob es Aufgabe der Geldpolitik ist, derartige Maßnahmen umzusetzen, darf bezweifelt werden. Zur Lösung der Probleme im Bankensektor der Krisenländer sind vielmehr die nationalen Regierungen und Bankenaufsichten gefragt.

Literatur

Bundesverfassungsgericht (2014), Pressemitteilung Nr. 9/2014 vom 7. Februar 2014, online verfügbar unter: http://www.bundesverfassungsgericht.de/pressemitteilungen/bvg14-009.html, aufgerufen am 7. Februar 2014.

Europäische Zentralbank (2012), »Editorial«, *Monatsbericht*, September, 5–11.

Hristov, N., O, Hülsewig, Th. Siemsen und T. Wollmershäuser (2014), »Smells like Fiscal Policy? Evaluating the Potential Effectiveness of the ECB's OMT Program«, CESifo Working Paper Nr. 4628.