

Winkler, Adalbert

Working Paper

Der lender of last resort vor Gericht

Frankfurt School - Working Paper Series, No. 206

Provided in Cooperation with:

Frankfurt School of Finance and Management

Suggested Citation: Winkler, Adalbert (2013) : Der lender of last resort vor Gericht, Frankfurt School - Working Paper Series, No. 206, Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt a. M.

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/85380>

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.

Frankfurt School – Working Paper Series

No. 206

Der lender of last resort vor Gericht

by

Adalbert Winkler

September 2013



**Frankfurt School of
Finance & Management**
Bankakademie | HfB

Sonnemannstr. 9–11 60314 Frankfurt am Main, Germany
Phone: +49(0)69 1540080 Fax: +49(0)69 154008728
Internet: www.frankfurt-school.de

Abstract

Ist das OMT-Programm der EZB mandatswidrig? Dieser Beitrag wendet die ökonomische Argumentation der OMT-Kritiker vor dem deutschen Bundesverfassungsgericht auf die seit Oktober 2008 praktizierte Vollzuteilungspolitik an. Der Vergleich zeigt, dass danach auch die Vollzuteilungspolitik mandatswidrig ist. Die EZB steht daher nicht als Staatsfinanzierer, sondern als lender of last resort vor Gericht. Ein Richterspruch gegen das OMT würde folglich eine ökonomische Argumentation bestätigen, die 150 Jahren moderner Zentralbankgeschichte widerspricht und den Euroraum den Instabilitäten von Finanzmärkten ausliefert. Ein solcher Währungsraum ist weder funktionsfähig noch wünschenswert.

Key words: lender of last resort, OMT-Programm, Vollzuteilungspolitik

JEL classification: E52, E53, F33

ISSN: 14369753

Contact:

Adalbert Winkler
Professor für Development Finance
Leiter Centre for Development Finance
Frankfurt School of Finance & Management
gemeinnützige GmbH
Sonnemannstrasse 9-11
60314 Frankfurt am Main
Deutschland / Germany
Tel: +49 69 154008 - 776
Fax: +49 69 154008 - 4776
a.winkler@fs.de

Ich danke Ulrich Bindseil und Jörg Zeuner für hilfreiche Anmerkungen zu einer früheren Version dieses Papers.

Content

1. Einführung	4
2. Das OMT-Programm als Verletzung des EZB Mandats	6
3. Die Kritik am OMT-Programm als Grundsatzkritik der <i>lender of last resort</i> Funktion von Zentralbanken	11
4. OMT und Vollzuteilungspolitik – Anmerkungen aus der Perspektive der Theorie des <i>lender of last resort</i>	31
5. OMT und Vollzuteilungspolitik – das Gleiche, aber nicht dasselbe?.....	34
6. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	54
Literatur	58
Anhang 1: ESM und OMT – eine saldenmechanische Analyse	74
Anhang 2: SoFFin und Vollzuteilungspolitik – eine saldenmechanische Analyse.....	79
Anhang 3: TARGET Salden und Finanzkrise in einer fiktiven D-Mark Zone	85

1. Einführung

Am 11. und 12. Juni 2013 fand in Karlsruhe die mündliche Verhandlung im Hauptsacheverfahren ESM/EZB statt. Im Kern ging es dabei um die Frage, ob die OMT- und SMP-Programme, sowie sonstige Maßnahmen, wie z.B. TARGET2, sich innerhalb des Mandats der EZB befinden. Vertreter von Bundesbank und EZB sowie Ökonomen erläuterten, warum sie diese Maßnahmen als mandatskonform bzw. mandatswidrig einstufen.

Dieser Beitrag konzentriert sich auf die Kritik am OMT-Programm (vgl. Bundesbank 2012, Weidmann 2013c, Fuest 2013, Konrad 2013, Sinn 2013, Uhlig 2013a¹) und zeigt am Beispiel der Vollzuteilungspolitik, dass die ökonomische Logik, die dieser Kritik zugrunde liegt, auch auf Maßnahmen angewandt werden kann, die die EZB zur Refinanzierung des Bankensystems in der globalen Finanzkrise ergriffen hat.² Folglich steht die EZB in Karlsruhe nicht als „Staatsfinanzierer“, sondern in ihrer Rolle als *lender of last resort* vor Gericht. Entsprechend ergeben sich zwei diametral entgegengesetzte Schlussfolgerungen:

1. Die EZB handelt seit Ausbruch der Finanzkrise außerhalb ihres Mandats, weil es mit der Rolle einer Zentralbank als *lender of last resort*, historisch gesehen der *raison d'être* von Zentralbanken (Goodhart 1988), grundsätzlich unvereinbar ist.³
2. Das OMT-Programm ist geldpolitisch motiviert und damit innerhalb des EZB-Mandats, weil es lediglich Überlegungen und Instrumente, die für eine Quelle der Zentralbankgeldversorgung – Kredite an das Bankensystem – gelten, auf eine andere Quelle der Zentralbankgeldversorgung – den Ankauf von Staatsanleihen – überträgt.

¹ Uhlig (2013a) stellt im Vergleich zu den anderen Kritikern eine differenziertere Auffassung zum OMT vor und bezeichnet es als „grenzwertig“, das OMT als geldpolitische Maßnahme im Sinne des Maastricht-Vertrages zu kennzeichnen (Uhlig 2013a, 444). Entsprechend selten wird auf diese Stellungnahme zurückgegriffen. Dennoch wird sie hier unter der Rubrik „Kritik“ eingestuft, da in Uhlig (2013b) ein Grundprinzip des *lender of last resort* abgelehnt wird, nämlich „to lend freely“, und das heißt eben „unbegrenzt“.

² In der Verhandlung vor dem Bundesverfassungsgericht hat der Vergleich zu anderen Instrumenten, die auf die Refinanzierung des Bankensektors abzielen, scheinbar keine Rolle gespielt. Dem Autor ist jedenfalls nicht bekannt, dass die Richter die Sachverständigen mit der Frage konfrontiert haben, ob ihre Argumentation nicht auch auf andere Maßnahmen zutrifft, die die EZB in der Krise getroffen hat, konkret: auf Maßnahmen um die Refinanzierung jener Banken sicherzustellen, die entweder auf dem Interbankenmarkt erheblich höhere Zinssätze als den EZB Refinanzierungssatz hätten zahlen müssen oder den Zugang zum Interbankenmarkt völlig verloren haben. Dies gilt nicht nur für viele Banken der Krisenländer seit 2010, also dem Beginn der „Eurokrise“, sondern auch für deutsche Banken und Banken anderer Nicht-Krisenländer in der globalen Finanzkrise seit 2008. Den Ansatz, die „Eurokrise“ mit „normalen“ Finanzkrisen, wie sie marktwirtschaftlich organisierte Ökonomien seit mindestens zweihundert Jahren kennzeichnen, zu vergleichen, kennzeichnet auch Winkler (2011b, 2012).

³ Aus ökonomischer Sicht wurde die Frage, ob die EZB als *lender of last resort* zu verstehen ist, bereits 1992 gestellt (Folkerts-Landau und Garber 1992).

Der Beitrag ist wie folgt aufgebaut. Nach einer kurzen Darstellung des OMT-Programms wird in Abschnitt 2 die ökonomische Logik jener Gutachten und mündlichen Stellungnahmen dargestellt, die das OMT-Programm als Verletzung des EZB-Mandats kennzeichnen. Abschnitt 3 verdeutlicht, dass diese Logik auch auf andere geldpolitische Maßnahmen, die nicht die Refinanzierung von Staaten, sondern die Refinanzierung von Banken zum Gegenstand haben, zutrifft. Dies wird am Beispiel der Vollzuteilungspolitik dargestellt. Abschnitt 4 erläutert, dass OMT-Programm und Vollzuteilungspolitik die gleiche theoretische Basis haben: die Zentralbank als *lender of last resort* und dieser der ordnungspolitischen Logik der OMT-Kritiker prinzipiell widerspricht. In Abschnitt 5 werden dann vier Argumente diskutiert, die eine unterschiedliche Bewertung der Vollzuteilungspolitik im Vergleich zum OMT-Programm trotz der Parallelen rechtfertigen könnten. Konkret sind dies:

1. Der EZB fehlt im Euroraum der Staat als Partner, um die Rolle des *lender of last resort* spielen zu können.
2. Der *lender of last resort* ist in einer akuten, kurzfristigen Krisensituation das richtige Politikinstrument. Eine solche Situation lag in den Monaten nach dem Konkurs von *Lehman Brothers* vor. Die Eurokrise zieht sich dagegen schon seit Jahren hin, so dass die *lender of last resort* Rolle nicht mehr angemessen ist.
3. Das Beispiel „Vereinigte Staaten“ zeigt, dass der *lender of last resort* für Substaaten nicht erforderlich ist.
4. Die Wirtschaftsgeschichte, gerade in Deutschland, lehrt, dass der Ankauf von Staatsanleihen durch die Zentralbank letztendlich immer inflationär ist.

Es zeigt sich, dass diese Argumente einen richtigen Kern haben, insgesamt aber nicht überzeugen können. Die Diskussion dieser Argumente hat zudem den Nebeneffekt zu verdeutlichen, dass die in Deutschland unter vielen Ökonomen präferierte Krisenstrategie wahrscheinlich in die Sackgasse führt. Denn sie will nur die Implementierungsfehler des Maastrichter Designs der Währungsunion beheben, seine Grundkonzeption jedoch bestätigen und sogar ausbauen. Dies schafft jedoch keine institutionelle Grundlage, um die seit 2010 beobachtbare Instabilität des Euros für die Zukunft reduzieren bzw. entwickelt kein Instrumentarium, mit denen solche Instabilitäten erfolgreich bekämpft werden können. Gerade wenn die *lender of last resort* Funktion der Zentralbank bei der Krisenbekämpfung an Bedeutung verlieren soll, sind entscheidende Schritte in Richtung Fiskal- und Bankenunion erforderlich, die ordnungspolitisch aber abgelehnt werden. Daraus ergibt sich die paradoxe Schlussfolgerung, dass die Stabilitätsgefahren, die die OMT-Kritiker hervorheben, mit größerer Wahrscheinlichkeit eintreten werden, wenn man ihren grundsätzlichen ordnungspolitischen Vorstellungen folgt. Abschnitt 6 fasst die wichtigsten Ergebnisse des Beitrags zusammen und zieht Schlussfolgerungen.

2. Das OMT-Programm als Verletzung des EZB Mandats

Das OMT-Programm beinhaltet im Kern a) die Ankündigung des unbegrenzten Ankaufs von Staatsschuldtiteln, die b) auf dem Sekundärmarkt gehandelt werden, c) eine Laufzeit von bis zu drei Jahren aufweisen und d) von einem Euro-Mitgliedsstaat emittiert werden, der ein ESM-Programm aufweist. Dabei handelt es sich beim ESM um eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung, da es sich die EZB vorbehält, allein zu entscheiden, ob sie Staatsanleihen eines Landes unbegrenzt aufkauft oder nicht. Eindeutig ist nur, dass die EZB unter dem OMT-Programm keine Anleihen von Staaten erwirbt, die kein ESM-Programm aufweisen.

Die EZB verfolgt mit dem OMT das Ziel, den geldpolitischen Transmissionsmechanismus⁴ für die Eurozone als Ganzes zu gewährleisten, der durch Turbulenzen auf dem Markt für Staatsanleihen gestört war. Diese Turbulenzen waren nach Auffassung der EZB wiederum von Ängsten vor einem unfreiwilligen Auseinanderbrechen der Währungsunion ausgelöst, d.h. sind nicht nur fundamental durch Solvenzrisiken einzelner Länder begründet (Asmussen 2013).

Die Frage, ob das OMT-Programm mit dem Mandat der EZB vereinbar ist, wäre leicht zu beantworten, wenn

- a) es der EZB grundsätzlich untersagt wäre, Staatsschuldtitel auf dem Sekundärmarkt zu erwerben;
- b) der Markt für Staatsschuldtitel für den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik unbedeutend wäre bzw. darin gar nicht auftauchen würde.

Beides ist nach Auffassung von Befürwortern und Kritikern des OMT-Programms nicht der Fall.

Ad a) Sekundärmarktkäufe von Staatsanleihen sind laut den Statuten des Eurosystems “nicht ausgeschlossen”⁵ und können ein Instrument sein, “mit dem die Notenbank Liquidität für den gemeinsamen Währungsraum bereitstellt oder längerfristige Referenzzinsen beeinflusst” (Weidmann 2013c).⁶ Der Ankauf von Staatsschuldtiteln ist daher neben der Refinanzierung von Banken und dem Ankauf von Währungsreserven eine von prinzipiell drei Quellen der Zentralbankgeldversorgung. Folglich kann er nicht *per definitionem* mit monetärer Staatsfinanzierung gleichgesetzt werden, auch wenn der Ankauf eine solche Finanzierung darstellt. Denn auch die Kreditvergabe an Banken finanziert *de facto* Banken, stellt also “monetäre Bankenfinanzierung” dar. Doch ebenso wie mit dem Ankauf von Staatsschuldtiteln verfolgt die EZB

⁴ Der geldpolitische Transmissionsmechanismus wird in nahezu jedem Lehrbuch der Geldpolitik dargestellt.

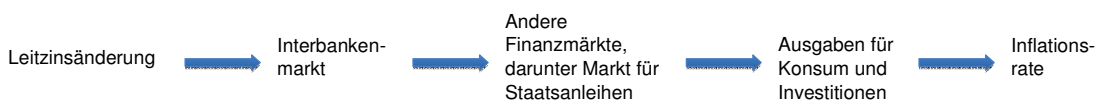
⁵ Ähnlich äußern sich Fuest (2013) und Sinn (2013). Fuest (2013) nennt den Sekundärmarktkauf von Staatsanleihen “durch die EZB zulässig, wenn es sich dabei um eine geldpolitische Maßnahme handelt und das Verbot der Staatsfinanzierung nicht umgangen wird.” Sinn (2013, 18) formuliert, dass Anleihenkäufe seiner Auffassung nach zwar nicht erlaubt, aber dennoch nicht verboten sind.

⁶ Daraus kann geschlossen werden, dass eine Politik des *quantitative easing*, wie sie von der Federal Reserve betrieben wird, mit dem geldpolitischen Mandat der EZB vereinbar ist. Ähnliches lässt sich aus Bundesbank (2012, 11f.) schließen.

damit nicht diesen Zweck, sondern sie will einen geldpolitischen Impuls setzen. Würden Staatsanleihenkäufen einer Zentralbank mit monetärer Staatsfinanzierung gleichgesetzt, hätte die US-Notenbank, die die Zentralbankgeldversorgung der USA über den Kauf und Verkauf von Staatsanleihen steuert, seit Ende des zweiten Weltkriegs keine Geldpolitik, sondern monetäre Staatsfinanzierung betrieben (vgl. Box 1).⁷

Ad b) Der Markt für Staatsanleihen stellt ein wichtiges Glied des monetären Transmissionsmechanismus dar (Bundesbank 2012, 4, Sinn 2013, 57f.). Dies ergibt sich einerseits aus seiner schieren Größe, andererseits aus der Tatsache, dass der Zins auf Staatsanleihen einen wichtigen Bezugspunkt für die Höhe des Zinses an Unternehmen und private Haushalte darstellt (IMF 2013b). Insgesamt ist der Markt für Staatsanleihen demnach Teil jener Geld-, Kredit- und Kapitalmärkte, deren Funktionieren „eine Grundvoraussetzung für die Implementierung geldpolitischer Maßnahmen“ (Weber 2009a, 5) darstellt. Störungen auf diesem Markt rechtfertigen daher prinzipiell die Intervention einer Zentralbank, die das Ziel Preisniveaustabilität verfolgt (Abbildung 1).

Abbildung 1: Geldpolitik und geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet in der Vorkrisenperiode



Quelle: Eigene Zusammenstellung.

⁷ Für die dritte Quelle der Zentralbankgeldversorgung, den Ankauf von Währungsreserven, gelten die gleichen Überlegungen. Sie wird in der Regel von Zentralbanken genutzt, die eine Währung emittieren, die an eine andere Währung in Form eines festen Wechselkurses oder über ein „managed floating“ gekoppelt ist, also keinen freien Wechselkurs aufweist. Konkret bedeutet der Ankauf von Währungsreserven in der Regel, dass die entsprechende Zentralbank Staatsschuldtitel des Landes erwirbt, die jene Währung emittiert, an die die heimische Währung gekoppelt ist. Um es an einem Beispiel zu verdeutlichen: die Währungsreserven der chinesischen Zentralbank stellen vermutlich zu einem erheblichen Teil US-Staatsanleihen dar. Die chinesische Notenbank kauft diese Titel jedoch nicht mit dem Ziel, den US-Haushalt zu finanzieren (obwohl sie dies de facto tut), sondern um ihr geldpolitisches Ziel, d.h. einen bestimmten Wechselkurs, zu erreichen.

Box1 : Zentralbankgeldversorgung und Krise – Federal Reserve versus EZB

In der Vorkrisenperiode betrieb die Federal Reserve Geldpolitik ausschließlich über den Kauf und Verkauf von Staatsanleihen (vgl. Abbildung Box 1, 1). Sie stellt daher – was die Quelle der Zentralbankgeldversorgung betrifft – das genaue Gegenteil der EZB dar, die in „normalen Zeiten“ die Zentralbankgeldversorgung nur über die Kreditvergabe an Banken regelt. Als jedoch im August 2007 die Finanzkrise begann und sich nach dem Zusammenbruch von *Lehman Brothers* erheblich verschärfte, stand die Federal Reserve vor dem Problem, dass ihr geldpolitisches Signal in Form rapider Zinssenkungen zu verpuffen drohte. Auf zentralen Kreditmärkten, z. B. dem “commercial paper market and the market for securities backed by loans to households and small businesses” (Bernanke 2009b), kam das Signal nicht mehr an.

In dieser Situation erweiterte die Federal Reserve ihr geldpolitisches Instrumentarium erheblich, indem sie diverse Programme – Bernanke (2009b) spricht von „targeted lending programs“ - auflegte, um jene Marktsegmente direkt zu beeinflussen, die für die geldpolitische Transmission wichtig und in „normalen Zeiten“ problemlos über Änderungen des Leitzinses erreicht werden können (zu Details siehe Madigan 2009, Hilton and McAndrews 2010).

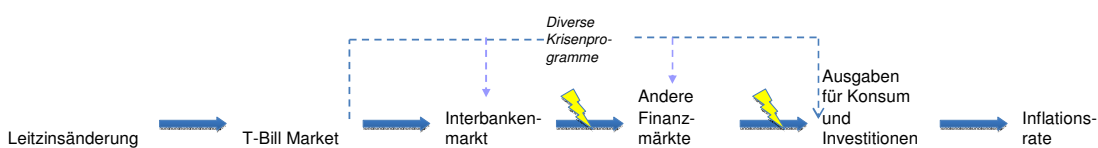
Diese Programme, und nicht die *quantitative easing* Politik, sind folglich das Spiegelbild zum OMT-Programm, weil sie eine krisenbedingte und selektive Erweiterung des geldpolitischen Instrumentariums beinhalten. Sie wurden eingestellt, bzw. liefen von allein aus, nachdem die Krise, die die Federal Reserve auch als Vertrauenskrise interpretierte (Bernanke 2009a), abebbte. *Quantitative easing* ist dagegen eine Fortsetzung der normalen Geldpolitik, die an die Grenze eines Nominalzinses von Null stößt, d.h. makroökonomisch – z.B. aufgrund der Taylor Regel – eine weitere Senkung des Leitzinses angezeigt wäre, diese aber nicht durchgeführt werden kann, weil der nominale Leitzins nicht unter Null fallen kann bzw. soll.

Abbildung Box 1, 1: Geldpolitik und geldpolitische Transmission in den USA – Vorkrisenperiode, Finanzkrise und Quantitative Easing

Geldpolitik in „normalen“ Zeiten



Krisenpolitik nach Konkurs von Lehman Brothers



Quantitative Easing



Quelle: Eigene Zusammenstellung.

Die Kritik am OMT-Programm stellt folglich nicht den Ankauf von Staatsanleihen als solches als mandatswidrig dar. Vielmehr wird die Auffassung vertreten, dass die Art von Staatsanleihenkäufen, wie sie im OMT-Programm skizziert ist, nicht der Sicherung des geldpolitischen Transmissionsprozesses, sondern der monetären Staatsfinanzierung dient. Diese Position stützt sich im Wesentlichen auf vier Argumente:

1. Der Markt für Staatsanleihen im Euroraum war nicht gestört, sondern hat stets einwandfrei funktioniert. Folglich gab es auch keine Behinderung des Transmissionsmechanismus, die geldpolitisch zu bekämpfen wäre. Die EZB liefert keinen Beleg, dass systemische Risiken, konkret: implizite Wechselkursrisiken, die Zinsdifferenzen zwischen Staatsanleihen im Euroraum erklären können. Das Argument ist daher ohne empirischen Gehalt und dient lediglich dazu, monetärer Staatsfinanzierung eine geldpolitische Motivation zu verleihen (Bundesbank 2012, 7). Die hohen Zinsen, die einige Mitgliedsstaaten des Euroraums auf ihre Staatsanleihen zu zahlen haben, sowie der Zugangsverlust zum Kapitalmarkt für einige Mitgliedsstaaten, sind nämlich keine Reaktion auf Ängste vor einem unfreiwilligen Auseinanderbrechen der Währungsunion, sondern eine normale Marktreaktion auf Solvenzrisiken, die die EZB mit ihren Maßnahmen unterbindet (Sinn 2013, 5, 36).⁸ Weidmann (2013c) verdeutlicht dies anhand des Beispiels Griechenland, bei dem sich die Solvenzrisiken materialisierten und 2011 einen Schuldenschnitt vornehmen musste. Folglich waren die Zinsdifferenzen, die zwischen griechischen und deutschen Staatsschuldtiteln seit Anfang 2010 erheblich zunahmen, rational begründet und zwar ausschließlich aufgrund von Solvenzrisiken.⁹
2. „Implizite Wechselkursrisiken“ als Ursache des Zinsanstiegs stellen kein Argument für geldpolitisches Handeln dar, weil
 - es nicht Aufgabe der EZB sondern der Regierungen ist, implizite Wechselkursrisiken zu bekämpfen und den Zusammenhalt der Währungsunion zu sichern (Bundesbank 2012, 9),
 - ein Austritt einiger Staaten aus der Währungsunion vor allem das Ziel Finanzstabilität, aber kaum das Ziel „Preisniveaustabilität“ beeinträchtigt (Fuest 2013, 3),
 - das Versprechen, alles zu tun, um die Währungsunion zu erhalten, die EZB „erpressbar“ macht und damit „massive Risiken für die Preisniveaustabilität“ birgt (Fuest 2013, 3, ähnlich Bundesbank 2012, 10).

⁸ Sinn (2013) argumentiert am Beginn seiner Stellungnahme, dass der Kapitalmarkt umgekehrt vor der Krise nicht richtig funktioniert hat, weil er – unterstützt durch regulatorische Maßnahmen sowie die Unglaublichkeit der no-bail out Klausel – das Kapital in den privaten und öffentlichen Sektor der Krisenländer schickte, und dabei auf „risikogerechte Zinsaufschläge“ verzichtete.

⁹ Entsprechend ist auch das Securities Market Programme (SMP), das im Mai 2010 beschlossen wurde und mit Verkündigung des OMT auslief, monetäre Staatsfinanzierung.

3. Das OMT verfolgt das Ziel, “den Zugang der hoch verschuldeten Mitgliedsstaaten zum Kapitalmarkt aufrechtzuerhalten, sowie ihre Finanzierungskosten zu senken” bzw. “die Rückkehr an den Kapitalmarkt zu erleichtern. Das sind eindeutig fiskalpolitische Wirkungen.” (Fuest 2013, 2.) Die EZB-Position, dass das OMT-Programm primär geldpolitische Ziele verfolgt, ist daher “wenig überzeugend” (Fuest 2013, 3). Folglich darf ein solches Programm nur von der Fiskalpolitik, im europäischen Zusammenhang also vom ESM, durchgeführt werden (Fuest 2013, 3; Sinn 2013, 20ff., 47; Weidmann 2013c). Der ESM kann den Programmländern die erforderlichen Mittel bereitstellen, indem er sie sich auf den Kapitalmärkten vom privaten Sektor leiht. Dies ist möglich, sofern der ESM – im Gegensatz zu den als insolvent angesehenen Krisenländern – als solvent eingeschätzt wird. Die Geldpolitik ist daher gar nicht erforderlich, um den Markt für Staatsanleihen zu stabilisieren. In Anhang 1 wird dies anhand eines geschlossenen saldenmechanischen Systems gezeigt. Es verdeutlicht, dass wie von den OMT-Kritikern behauptet (z.B. Sinn 2013, 27), die EZB mit dem OMT ersatzweise europäische Fiskalpolitik betreibt, also „die Verantwortlichkeiten von Geld- und Fiskalpolitik [zu] verwischen.“ (Weidmann 2013c).
4. Mit dem Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB werden – wie über den ESM – staatliche Solvenzrisiken zwischen den Steuerzahlern der Währungsunion umverteilt (Weidmann 2013c). Konkret entstehen für den deutschen Staat und damit den deutschen Steuerzahler Haftungsrisiken in Höhe von 27%, also dem deutschen Anteil am Eigenkapital der EZB, multipliziert mit dem Anteil der Staatsanleihen von Krisenländern, die der private Sektor zu den gegebenen Konditionen nicht mehr halten will und von der EZB gekauft wird. Im Unterschied zum ESM, bei dem der deutsche Staat ebenfalls Haftungsrisiken in der Höhe seines Anteils von ca. EUR 190 Milliarden übernimmt, sind diese Haftungsrisiken aber nicht von einem Parlamentsbeschluss legitimiert und – wegen der Ankündigung, notfalls “unbegrenzt” Staatsanleihen zu kaufen – auch nicht limitiert.¹⁰ Damit greift die EZB in die Budgethoheit des Bundestages ein, weil die EZB – als unabhängige Institution – autonom darüber entscheidet, wie viele Staatsanleihen sie kauft.

¹⁰ Im Verfahren gab es Nachfragen und Klarstellungen, was „unlimitiert“ bedeutet. Da es in diesem Beitrag allein um eine ökonomische Bewertung der Sachverhalte geht, soll auf diesen Aspekt nicht eingegangen werden. Im Folgenden wird daher „unlimitiert“ wörtlich interpretiert, d.h. die EZB ist unter den im OMT genannten Bedingungen (u.a. ESM-Programm, Laufzeit weniger als drei Jahren, positive Entscheidung des EZB-Rats) bereit, im Zweifelsfall alle ausstehenden Staatsanleihen der Krisenländer aufzukaufen. Diese Vorgehensweise wird gewählt, weil dies auch der Interpretation der Vollzuteilungspolitik entspricht.

3. Die Kritik am OMT-Programm als Grundsatzkritik der *lender of last resort* Funktion von Zentralbanken

Die Argumente, die zur Auffassung führen, dass das OMT-Programm keine primär geldpolitischen Ziele, konkret: das Ziel Preisniveaustabilität, verfolgt, sondern monetäre Staatsfinanzierung beinhaltet, werden von Asmussen (2013), Fratzscher (2013 a,b) und Schorkopf (2013) ausführlich bewertet und zurückgewiesen. Aber welche der beiden Auffassungen ist korrekt?

Ein Ansatzpunkt, dieser Frage nachzugehen, besteht darin, andere Maßnahmen der EZB, deren geldpolitische Motivation sich ebenfalls aus dem Argument herleitet, den monetären Transmissionsmechanismus funktionsfähig zu halten, mit dem OMT zu vergleichen. Da diese Maßnahmen nicht Gegenstand der Verhandlung vor dem Bundesverfassungsgericht sind und meines Wissens auch von keinem der an der Verhandlung Beteiligten als mandatswidrig bezeichnet wurden oder werden,¹¹ sollte der Vergleich klare Hinweise darauf geben, ob und warum das OMT mandatswidrig ist. Dieser Vergleich fällt leicht, weil die EZB seit Beginn der globalen Finanzkrise, also seit dem 9. August 2007, als der Interbankenmarkt den Liquiditätsausgleich zwischen Banken nicht mehr selbständig herstellte, mit ihren Maßnahmen zwei Ziele verfolgt: Einerseits nutzt sie das herkömmliche Instrument der Änderung des Leitzinses, um – wie vor dem 9. August 2007 – Preisniveaustabilität im Euroraum zu sichern. Andererseits trifft sie Maßnahmen, die sicherstellen sollen, dass Leitzinsänderungen trotz der Verwerfungen am Interbankenmarkt auf die Realwirtschaft mit dem Ziel der Sicherung von Preisniveaustabilität ausstrahlen können.¹² Zu den letztgenannten Maßnahmen gehören unter anderem:¹³

- die Verlängerung der Laufzeiten der Kredite, mit denen die EZB das europäische Bankensystem refinanziert,
- die erhebliche Ausweitung dieser Kredite,
- die Änderung des Tender- und Zuteilungsverfahrens bei der Kreditvergabe an den Bankensektor. Der übliche Zinstender, bei dem die Zentralbank nachfragenden Geschäftsbanken ihre Gebote nicht nur mit dem Betrag versehen, den sie nachfragen wollen, sondern auch mit dem Zins, den sie zu zahlen bereit sind, wurde vom Mengentender mit Vollzuteilung, kurz: Vollzuteilungspolitik, abgelöst. Dies bedeutet, dass seit Oktober 2008 die EZB die Nachfrage des Bankensektors nach Zentralbankgeld zu einem festen, von der EZB vorgegebenen Zins vollständig befriedigt.
- die Reduzierung der Qualitätsanforderungen an Sicherheiten, die Banken bei der EZB hinterlegen, wenn sie bei der EZB um Kredit nachfragen,
- der Ankauf von „gedeckten Wertpapieren“.

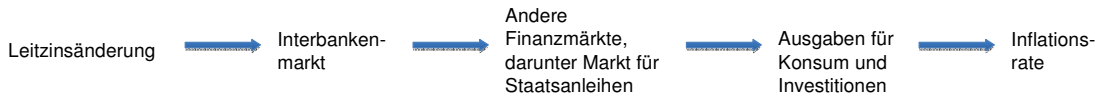
¹¹ Es kann argumentiert werden, dass implizit Sinn (2013) die Vollzuteilungspolitik für mandatswidrig hält, weil sie mittelbar für das Entstehen der von ihm heftig kritisierten TARGET2-Salden verantwortlich ist (Bundesbank 2013, Cour-Thimann 2013). Darauf wird in Box 3 näher eingegangen.

¹² Weber (2010a, 4f.), Trichet (2010), Cour-Thimann und Winkler (2012)

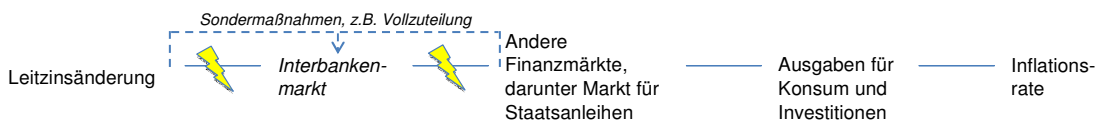
¹³ Vgl. dazu auch Weber (2009b, 9f.)

Abbildung 2: Europäische Geldpolitik und geldpolitische Transmission in der Vorkrisenperiode und in der globalen Finanzkrise

Geldpolitik in „normalen“ Zeiten



Geldpolitik und geldpolitische Sondermaßnahmen in der globalen Finanzkrise



Quelle: Eigene Zusammenstellung.

Abbildung 2 illustriert die Zusammenhänge, indem sie die Geldpolitik der EZB und den geldpolitischen Transmissionsmechanismus in „normalen“ Zeiten, mit der Geldpolitik und dem Transmissionsmechanismus in der globalen Finanzkrise vergleicht.

Die Notwendigkeit, nicht nur ein Zinssignal zu setzen, sondern auch sicherzustellen, dass es in die Realwirtschaft übertragen wird, ergibt sich daraus, dass in der Finanzkrise die Funktionsfähigkeit des Interbankenmarktes erheblich beeinträchtigt (Bundesbank 2009b) und damit der Transmissionsprozess der Geldpolitik gestört ist, „also der Kanal, über den sich geldpolitische Impulse auf die Realwirtschaft übertragen. Das klassische geldpolitische Instrumentarium droht dann, ins Leere zu greifen.“ (Weber 2009a, 5). Die Funktionsfähigkeit des Interbankenmarktes ist beeinträchtigt, weil „aufgrund des Mangels an Vertrauen“ (Bundesbank 2009b, 101) der Marktmechanismus nicht mehr funktioniert: Banken, die bereit sind, höhere Zinsen für Interbankenkredite zu zahlen, um ihrer Nachfrage nach Zentralbankgeld Nachdruck zu verleihen, treffen nicht auf ein größeres, sondern auf ein geringeres oder gar kein Angebot, weil der höhere Zins von den Marktteilnehmern als Signal interpretiert wird, dass diese Banken in Schwierigkeiten sind (Freixas and Rochet 2008, 243). Zudem halten Banken, die über einen Liquiditätsüberschuss verfügen, diese Liquidität aus Sorge, selbst in Liquiditätsschwierigkeiten geraten zu können. Sie fragen Liquidität, also Zentralbankgeld, *per se* nach, das zentrale Kennzeichen für eine Finanzkrise (Schwartz, 1986).

Es kommt demnach „liquiditätsbedingt“ zu „angespannten Marktbedingungen“ (Bundesbank 2009a, 9), die über Ansteckungseffekte systemisch werden, weil auch andere Märkte „in Kollektivhaftung genommen“ werden. Es kommt zu einem „allgemeinen Strudel der Flucht aus dem Risiko und des Austrocknens von Liquidität“ (Weber 2009b, 5f.). In Anlehnung an Asmussen (2013) kann formuliert werden: Die Turbulenzen 2008/2009 waren von Ängsten vor

einem unfreiwilligen Auseinanderbrechen des Finanzsystems insgesamt ausgelöst, d.h. waren nicht nur fundamental durch Solvenzrisiken einzelner Institute begründet

Ein Instrument, mit dem die EZB auf diese Turbulenzen und die Störung des Transmissionsmechanismus reagierte, war die Einführung der Vollzuteilungspolitik, d.h. die Entscheidung der EZB, Kredite an das Bankensystem in unbeschränkter Höhe zu einem festen, von der EZB vorgegebenen Zins zu vergeben (Mengtender mit Vollzuteilung). Sie wird seit dem Oktober 2008 praktiziert, d.h. steht in keinem Zusammenhang zur Eurokrise, sondern stellt eine direkte Reaktion auf die globale Finanzkrise nach dem Konkurs von *Lehman Brothers* dar. Wie das OMT verfolgt die Vollzuteilungspolitik explizit das Ziel, den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik zu sichern. Dies geschieht, weil es sonst zu einer „in diesem Ausmaß nicht gewünschten effektiven Verteuerung der Zentralbankrefinanzierung für die Kreditinstitute“ (Bundesbank 2009b, 94) kommen, d.h. das allgemeine Zinsniveau zu hoch sein würde. Eine solche Verteuerung wäre aufgrund der oben beschriebenen Dysfunktionalitäten auf dem Interbankenmarkt eingetreten, wenn die EZB am Zinstenderverfahren festgehalten hätte. Die EZB gab deshalb der makroökonomischen Steuerungsfunktion des Zinses die Priorität vor der Allokationsfunktion, weil sie der Auffassung war, dass die Allokationsfunktion aufgrund der Verwerfungen vom Markt nicht mehr (richtig) erfüllt wurde.

Zentrale Eigenschaften der Vollzuteilungspolitik werden in Abbildung 3 vergleichend zum OMT-Programm dargestellt.

Abbildung 3: Mengtender mit Vollzuteilung versus OMT

	Mengtender mit Vollzuteilung	OMT
Quelle der Zentralbankgeldversorgung	Banken	Staat
Zins	Leitzins	Unbestimmt
Besicherung	Ja	Nein
Konditionalität	Nein	Ja
Laufzeit	2009: bis 1 Jahr 2011: bis 3 Jahre	Bis 3 Jahre
Einbeziehung Dritter	Stabilisierungsfonds, Finanzmarktpolitik der Mitgliedsstaaten	ESM, Fiskalpolitik der Mitgliedsstaaten
Offizielle Begründung	Sicherung des Transmissionsmechanismus	Sicherung des Transmissionsmechanismus

Quelle: Eigene Zusammenstellung

Danach bietet die Zentralbank bei der Vollzuteilungspolitik allen Banken (beim OMT: den Staaten, die einem ESM-Programm unterliegen) an, Zentralbankgeld in unbegrenzter Höhe zum Leitzins (beim OMT: zu einem Zins, der nicht festgelegt ist¹⁴) bereitzustellen¹⁵, sofern sie über ausreichend Sicherheiten (beim OMT: über ein ESM-Programm) verfügen. Die maximale Laufzeit der Kredite an Banken sowie der gekauften Anleihen ist seit 2011 identisch und beträgt drei Jahre. In beiden Fällen wird das Programm durch die Einbeziehung Dritter unterstützt: bei der Vollzuteilungspolitik durch die Finanzmarktpolitik der Mitgliedsstaaten, z. B. in Form von staatlichen „Garantien für Schuldtitel, die Stärkung des Eigenkapitals oder die Übernahme von Risikopositionen sowie (geplante) Anpassungen bei den bankenaufsichtlichen Anforderungen und Bilanzierungen“ (Bundesbank 2009b, 105), beim OMT durch den ESM und andere fiskalpolitische Maßnahmen, z.B. dem Fiskalpakt. Der Vergleich zeigt, dass Vollzuteilungspolitik und OMT sehr ähnlich sind. Mit Ausnahme des Zielmarktes, Interbankenmarkt versus Staatsanleihenmarkt, bestehen die wichtigsten Unterschiede darin, dass die Kreditvergabe an Banken besichert, der Ankauf von Staatsschuldtiteln dagegen unbesichert ist, und das OMT an ein ESM-Programm geknüpft ist, während die unbeschränkte Kreditvergabe an Banken unkonditioniert erfolgt.

Angesichts der Parallelen zwischen Vollzuteilungspolitik und OMT-Programm stellt sich die Frage, ob nicht die gleichen Argumente, die die Kritiker gegen das OMT verwenden, auch auf die Vollzuteilungspolitik zutreffen. Dies kann getestet werden, indem die Argumentation der Kritiker lediglich von einem Markt auf den anderen, also vom Staatsanleihenmarkt auf den Interbankenmarkt, übertragen und dieser veränderte Kontext bei der Bewertung berücksichtigt wird. Letzteres bedeutet, dass nun die Auswirkung dieser Politik auf Banken statt Staaten zu analysieren ist und dass die Finanzmarkt- und nicht die Fiskalpolitik als Pendant der Geldpolitik im Mittelpunkt der Betrachtung steht. Dieser Perspektivenwechsel lässt sich für weite Teile der Stellungnahmen der OMT-Kritiker nahezu problemlos vollziehen,¹⁶ wie im Folgenden anhand einiger Beispiele ausführlich gezeigt wird.¹⁷ Es ergibt sich eine eindeu-

¹⁴ Insofern lässt sich das Beispiel, das Bundesbankpräsident Weidmann laut Frankfurter Rundschau vom 15. Juni, Seite 15, nur wenige Tage nach der Verhandlung vor dem Bundesverfassungsgericht nutzte, um Volkswirten seine Skepsis gegen den Kauf von Staatsanleihen durch die EZB zu verdeutlichen, auch auf die Vollzuteilungspolitik anwenden. Es lautet: „Wenn wir sagen, wir kaufen jeden Liter Starkbier auf für zehn Euro, dann ist der zehn Euro wert. Sagt das irgendetwas über den Wert des Bieres?“ Dabei gibt die EZB beim OMT im Gegensatz zur Vollzuteilungspolitik dem Markt keine Information über den Preis, zu dem sie unbegrenzt jene Aktiva ankauft, die die Gegenposition zum Zentralbankgeld darstellen.

¹⁵ Im Gegensatz zur Vollzuteilungspolitik ist das OMT-Programm mit dem Zusatz versehen, dass die EZB die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge, die aus einer Aktivierung des Programms entsteht, durch eine entsprechende Reduzierung der Kredite an das Bankensystem sterilisiert.

¹⁶ Größere Probleme gibt es nur, wenn bei der Diskussion des OMT nationalstaatliche, makroökonomische Zusammenhänge thematisiert werden. Dann wirkt eine 1:1 Übertragung der Argumentation von OMT auf Vollzuteilungspolitik angesichts der weit größeren Bedeutung *eines* Staates im Vergleich zu *einer* Bank holprig.

¹⁷ Die Originalzitate werden dabei wie folgt verändert: die Bezüge zum OMT, zu Staatsanleihen, Staaten und zur Fiskalpolitik werden gestrichen und als solches gekennzeichnet. In kursiver Schrift werden die gestrichenen Passagen durch entsprechende Bezüge auf die Vollzuteilungspolitik, den Interbankenmarkt, Banken und die Finanzmarktpolitik ersetzt. Die Quelle der Zitate wird kenntlich und auf die Veränderung mit dem Hinweis „Formulierung in Anlehnung an“ aufmerksam gemacht. Damit hoffe ich es jedem Leser zu ermöglichen,

tige Antwort auf die Frage, ob die kritischen OMT-Argumente auch auf die Vollzuteilungspolitik angewandt werden können, und sie lautet: ja.

1. Der Interbankenmarkt war nie dysfunktional und hat stets einwandfrei funktioniert. Folglich gab es auch keine Behinderung des Transmissionsmechanismus, die geldpolitisch zu bekämpfen war.

Die These, dass der Interbankenmarkt in der Krise „kaum noch funktionsfähig“ war (Bundesbank 2009b, 94) und Zinsspreads auf dem Interbankenmarkt vor allem einen „Vertrauensverlust“ (Weber 2009a, 5) ausdrückten, also liquiditätsbedingt waren, kann nicht überzeugen. Mit Bundesbank (2012, 7) ist Bundesbank (2009) vorzuwerfen, dass die Fokussierung auf die Risikoaufschläge ausgewählter Banken zu kurz greift. Es wird nicht nachgewiesen, dass es sich vor allem um Liquiditäts- und nicht um Solvenzprobleme handelt. Ist aber „eine zweifelsfreie Quantifizierung und eindeutige Zuordnung und Interpretation einzelner Risikokomponenten, also die analytische Zerlegung von Risikoaufschlägen, nicht möglich, lässt sich im Ergebnis jede Interpretation und damit einhergehende Handlungsempfehlung durch entsprechende Annahmen begründen.“ (Bundesbank 2012, 7). Es war daher auch falsch, der makroökonomischen Steuerungsfunktion des Zinses die Priorität vor der Allokationsfunktion zu geben. Zwar ist unstrittig, „dass sich mit dem Aufkommen der ~~Staats-schulden-krise~~ *globalen Finanzkrise* das Finanzierungsumfeld ~~der Kreditinstitute der Unternehmen~~ verschlechterte, denn mit der sich eintrübenden Kreditwürdigkeit einzelner ~~Staaten Banken~~ ergeben sich ~~für das jeweilige Bankensystem für die Kunden dieser Banken~~ eine Reihe potenziell nachteiliger Effekte. ... Höhere Finanzierungskosten ~~für den privaten Sektor für diese Unternehmen~~ können somit höhere ~~nationale fiskalische bankspezifische~~ Risiken widerspiegeln. Dies wäre [aber – Anm. d. Verf.] keine geldpolitisch zu bekämpfende Entwicklung, sondern die unmittelbare Folge der ~~national eigenverantwortlichen Finanzpolitik von jeder Bank selbst zu verantwortenden Geschäfts-~~ *politik*. Insofern stehen unterschiedliche Marktzinssätze innerhalb des Euroraums nicht im Widerspruch zu einer einheitlichen Geldpolitik.“ (Formulierung in Anlehnung an Bundesbank 2012, 7).¹⁸ Dies bedeutet, dass die *lender of last resort* Aktivitäten der EZB in den Jahren 2008 und 2009, konkret: die Abschaffung des Zinstenderverfahrens und die Einführung der Vollzuteilungspolitik, sich auch makroökonomisch nicht gerechtfertigt waren und daher das Zinstenderverfahren nie hätte aufgegeben werden dürfen.

sich selbst ein Urteil darüber zu bilden, ob der Vergleich zwischen OMT und Vollzuteilungspolitik passend, weit hergeholt oder schlicht unpassend ist.

¹⁸ Folgt man dieser auf den Interbankenmarkt übertragenen Argumentation von Bundesbank (2012) ist daher der von Bernanke (1983) als zentral beschriebene „non-monetary effect of the financial crisis in the great depression“, nämlich dass „the financial disruptions of 1930-33 reduced the efficiency of the credit allocation process; and that the resulting higher cost and reduced availability of credit acted to depress aggregate demand“, irrelevant.

Die Interbankenmarktkrise in 2008/2009 spiegelte allein Solvenzprobleme wider, wie für Deutschland das Beispiel der *Hypo Real Estate* (HRE) verdeutlicht. Folglich wären Zinsdifferenzen zwischen Interbankkrediten an die HRE im Vergleich zu Interbankkrediten an die *Deutsche Bank* ebenso rational begründet gewesen wie die Zinsdifferenzen zwischen griechischen und deutschen Staatsanleihen zwei Jahre später, und zwar ausschließlich aufgrund von Solvenzrisiken. Die Liquiditätsbereitstellung des Eurosystems zur Deckung des Finanzierungsbedarfs der HRE ist daher genauso problematisch wie die Liquiditätsbereitstellung für Griechenland, weil sie die Übernahme finanzmarktpolitischer Aufgaben durch die Geldpolitik impliziert (Bundesbank 2012, 15).¹⁹ Die Refinanzierung der HRE und anderer von der Insolvenz bedrohter Banken im Rahmen der Vollzuteilungspolitik ist daher nicht mit der These eines krisenbedingt kaum noch funktionsfähigen Interbankengeldmarkts zu rechtfertigen, wie sie in Bundesbank (2009, 93) vertreten wird. Denn in der Krise bildeten sich drei Kategorien von Banken heraus (Bundesbank 2009b, 101f.):

1. die Bankenkategorie „mit guten Risiken“, die über uneingeschränkten Marktzugang verfügt,
2. die Kategorie von Banken, bei denen Unsicherheiten über ihre Bonitätsaussichten bestehen und die daher ihren Liquiditätsbedarf nicht in vollem Umfang am Markt decken können, sowie
3. die Bankenkategorie, die „aufgrund als nicht ausreichend eingeschätzter Bonität und mangels für das Geschäft unter Banken adäquater Sicherheiten sowohl am unbesicherten als auch am besicherten Interbankenmarkt kaum Geld bekommt. Daher sind Institute dieser Gruppe weitgehend auf die Geschäfte mit dem Eurosystem angewiesen.“ (Bundesbank 2009b, 104).

Von der Vollzuteilungspolitik profitierten daher ausschließlich Banken mit (vermuteten) Solvenzproblemen. Daraus folgt, dass die Störung des Marktprozesses, also der Verlust des Zugangs zum Interbankenmarkt einiger Institute, gar keine Störung war. Vielmehr war es Ausdruck eines effizienten Marktes (Sinn 2013, 57). Die Nicht-Krisenbanken und Einleger erkannten ihren Fehler, die Kreditvergabe an die Krisenbanken in der Vorkrisenperiode, und wollten diesen Fehler korrigieren. Die Vollzuteilungspolitik bekämpfte daher keine „Dysfunktionalitäten“, sondern stellte einen Eingriff in die freie Preisbildung mit dem Ziel der selektiven Bankenfinanzierung dar (Argumentation in Anlehnung an Sinn 2013, 55).

In Anlehnung an Konrad (2013, 436) kann dieser Markteingriff wie folgt beschrieben werden; „Wenn das ESZB ~~Euro-Staatsschuldtitel eines Einzelstaats~~ die *Interbankenverbindlichkeit einer Bank* aufkauft oder solche Aufkäufe ankündigt, übt das ESZB Einfluss auf die Märkte für ~~Staatsschuldtitel~~ *Interbankenkredite* aus. ~~Der Einzelstaat~~ Die Bank, ~~dessen~~ deren Schulden am Sekundärmarkt erworben werden, hat dabei einen Vorteil, Die Käufe sind zusätzliche

¹⁹ Ab dem Moment der Verstaatlichung der HRE kann sogar wörtlich von der Übernahme fiskalischer Aufgaben gesprochen werden.

Nachfrage. Bei einem normalen Verlauf der privaten Nachfrage ergibt sich ein höherer Preis, also ein niedrigerer Kreditzins für die gekauften Titel. Dieser niedrigere Zins überträgt sich angesichts der engen Substitutionsbeziehung zwischen ~~Staatsschuldtiteln und kurzfristigen Verbindlichkeiten des gleichen Einzelstaats der gleichen Bank~~ auf die Finanzierungskosten ~~des Einzelstaats der Bank am Primärmarkt am Depositenmarkt~~. Der niedrigere Kreditzins führt zu niedrigeren Ausgaben für Zinsen ~~im Haushalt auf Verbindlichkeiten~~ und entlastet so ~~den Haushalt des betreffenden Einzelstaats die Gewinn- und Verlustrechnung der betroffenen Bank~~. Dies zeigt, dass das ESZB durch gezielte Käufe von ~~Staatsschuldtiteln eines Einzelstaats oder einer Gruppe von Einzelstaaten diesen Staaten~~ *Verbindlichkeiten einer Bank oder einer Gruppe von Banken diesen Banken* einen wirtschaftlichen Vorteil verschafft und ~~den Haushaltsspielraum der betreffenden Einzelstaaten den Gewinn der betreffenden Banken vergrößert (bzw. ihre Verluste verringert)~~.

Für das Ausmaß dieses Vorteils ist dabei nicht der tatsächliche Umfang relevant, in dem ~~Staatsschuldtitel Bankverbindlichkeiten~~ erworben werden. Das ESZB kann beispielsweise ~~einem Krisenstaat einer Krisenbank~~ eine ganz erhebliche Zinsentlastung gewähren, ohne tatsächlich Schuldtitel zu erwerben, wenn es ihm gelingt, die Erwartungen der privaten Nachfrager zu verändern. ~~Ein Einzelstaat Eine Bank~~ beispielsweise, ~~der die~~ sich nahe der Insolvenz befindet, und ~~der die~~ sich nur noch zu exorbitanten Zinsen refinanzieren könnte, kann so durch die ~~OMT-Ankündigung Vollzuteilungspolitik~~ Milliarden Gewinne ~~für seinen Haushalt ihre~~ verbuchen, ohne dass ein einziges Wertpapier durch die Zentralbanken des ESZB erworben wird.²⁰

Die Vollzuteilungspolitik verstößt demnach gegen Kernelemente der Marktwirtschaft. Denn in ihr gibt „grundsätzlich keine Legitimation für staatliche Instanzen [gibt], die Abschätzung dessen vorzunehmen, was der effektive Zins ist“ (Sinn 2013, 54).²¹ Die Geldpolitik hat daher

²⁰ Konrad (2013, 437) führt dann weiter aus, dass im gleichen Maße wie die EZB-Intervention ein Sinken der Zinsen von Krisenländern (oder analog: von Krisenbanken) zur Folge hat, „in der Tendenz ein Steigen der Kreditzinsen in ... verhältnismäßig solventen Staaten“ (analog: Banken) auslöst. „Die Ankündigung des OMT-Programms hat also direkte Auswirkungen auf die Refinanzierungskosten Deutschlands und damit auf das Ausmaß an finanziellen Mitteln, die dem Bundeshaushalt zur Verfügung stehen.“ Dies bedeutet aber, dass die EZB-Intervention nicht zu einer „Enteignung“ der Sparer in Deutschland führt, wie es z.B. von Sinn (2013, 40) behauptet wird, sondern das genaue Gegenteil, weil solventere Institutionen, in die deutsche Sparer vor allem investieren (Sandte 2013a), einen höheren Zins zahlen müssen als ohne EZB-Intervention (vorausgesetzt, sie würden weiterhin als solvent eingeschätzt).

²¹ Bundesbank (2009) benutzt zwar nicht die gleichen Formulierungen wie Sinn (2013), aber im Kern wird bestätigt, dass die Vollzuteilungspolitik den Marktmechanismus ausschaltet. Bundesbank (2009, 98f.) folgt auch der Überlegung (Sinn 2013, 2ff., 36), dass die Krise ein Ergebnis der mangelnden Funktionsfähigkeit des Interbankenmarkt in der Vorkrisenperiode darstellt: „Die hohe Effizienz und Funktionsfähigkeit des unbesicherten Geldmarkts vor der Krise basierte letztlich auf die eingeschränkte Berücksichtigung beziehungsweise nicht angemessene Verwertung von Informationen bezüglich des Adressenausfallrisikos im Interbankenhandel.“ Mit anderen Worten: vor der Krise wurden die Risiken falsch eingeschätzt. Dennoch sahen es EZB und Bundesbank 2008/2009 als ihre Aufgabe an, „das Kreditangebot der Kapitalmärkte für die ~~Länder Südeuropas und Irland~~ *Krisenbanken, auch in Deutschland*, systematisch mit frischem Geld aus der elektronischen Druckerpresse“ zu unterbieten. (Formulierung in Anlehnung an Sinn 2013, 36).

in der Krisenzeit 2008/2009 genau das getan, was ihr in Bezug auf das OMT-Programm vorgeworfen wird: “Den höheren, risikoadäquaten Zinsen, die die Investoren nun für neue ~~Kredite~~ *Interbankkredite* verlangten, wichen die ~~GIPSIZ-Länder~~ *Krisenbanken* aus, indem sie sich mit Billigung der EZB Ersatzkredite von ihren lokalen Notenbanken holten.” (Formulierung in Anlehnung an Sinn 2013, 5). Damit hat die Geldpolitik den ihr von außen verbindlich vorgegebenen, klar definierten Rahmen verlassen, auf dem sich die Legitimation ihrer Unabhängigkeit stützt. Zudem hat sie dem äußeren Druck, der sich durch einen möglichen Zusammenbruch des Finanzsystems aufgrund von Illiquidität aufbaute, nachgegeben (Formulierung in Anlehnung an Bundesbank 2012, 12).

An der Tatsache, dass die Vollzuteilungspolitik ebenso gegen etablierte marktwirtschaftliche Prinzipien verstößt wie das OMT, ändert sich wenig, wenn berücksichtigt wird, dass bei der Vollzuteilungspolitik die EZB den Banken Zentralbankgeld gegen Sicherheiten zur Verfügung stellt, während sie bei der Kreditvergabe an den Staat keine Sicherheit einwirbt. Denn es gibt einen besicherten Interbankengeldmarkt, der in der Krise nicht nur funktionierte, sondern sogar an Bedeutung gewann, weil das Solvenzrisiko für die Handelsentscheidungen eine gegenüber der Vorkrisenperiode größere Rolle spielte (Bundesbank 2009b, 98). Folglich fragten nur jene Institute bei der EZB Zentralbankgeld nach, deren Sicherheiten auf dem besicherten Interbankenmarkt als nicht ausreichend oder als von minderer Qualität angesehen wurden, und die deshalb entweder höhere Zinsen hätten bezahlen müssen oder gar keinen Kredit erhalten hätten. Hinzu kommt, dass die EZB die Anforderungen an die Qualität der Sicherheiten senkte, damit sie jenen Instituten, die auf dem besicherten Markt keine Kredite erhielten (bzw. nur zu hohen Zinsen), Liquidität zur Verfügung stellen konnte.²² Schließlich stellen Staatsanleihen eine wichtige Form von Sicherheit dar, die die Banken bei der EZB hinterlegen. In diesem Fall basiert also die Kreditvergabe an Banken unter der Vollzuteilungspolitik zu einem erheblichen Teil auf der Kreditwürdigkeit der Staaten. Sollte eine Bank zahlungsunfähig werden, hätte die EZB eine Forderung gegenüber dem Staat in ihren Büchern.²³ Dennoch setzt eine besicherte Kreditvergabe, wie sie unter der Vollzuteilungspolitik praktiziert wird, die Kredit nehmenden Banken unter Anpassungsdruck, weil die von der EZB eingeforderten Sicherheiten nun nicht mehr zur Verfügung stehen, um eine Kreditaufnahme bei anderen Gläubigern zu besichern. Dies ist beim OMT-Programm und einer entsprechenden Kreditvergabe an Staaten nicht der Fall.²⁴ Der Anpassungsdruck muss daher über den Weg der ESM-Konditionalität sowie über den Zins ausgeübt werden, den die EZB – im Gegensatz zur Vollzuteilungspolitik – beim OMT-Programm nicht im Vorhinein festlegt. Schließlich behält sich die EZB das Recht vor, selbst darüber zu entscheiden, ob die Konditionalität eingehalten wird und ausreicht, um die Fortsetzung bzw. Aktivierung des OMT-Programms zu rechtfertigen.

²² Es sei darauf hingewiesen, dass dies nicht nur die EZB sondern auch andere Notenbanken der westlichen Welt taten (vgl. z.B. Madigan 2009), und dass dieser Schritt fast jede Finanzkrise kennzeichnet, die von Zentralbanken erfolgreich bewältigt wurde (vgl. Bindseil und Winkler 2012).

²³ Mit Sinn (2013) lässt sich dies als „mittelbare Staatsfinanzierung“ kennzeichnen. Sie wird noch unmittelbarer, wenn die Empfänger der Kredite staatliche Institute sind, wie es seit 2008/2009 verstärkt zu beobachten ist.

²⁴ Ich danke Falko Fecht für diesen Hinweis.

2. „Liquiditätsrisiken“ als Ursache des Zinsanstiegs stellen kein Argument für geldpolitisches Handeln dar, weil

- es nicht Aufgabe der EZB sondern der Regierungen ist, den Konkurs von Banken zu verhindern und damit den Zusammenhalt des Finanzsystems zu sichern. In Deutschland geschah dies in Form des Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung bzw. der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung.²⁵ Die Vollzuteilungspolitik ist daher abzulehnen.
- der Kollaps einiger Banken vor allem das Ziel Finanzstabilität, aber kaum das Ziel „Preisniveaustabilität“ beeinträchtigt. Ebenso wie der Austritt einzelner Staaten aus der Währungsunion ist der Austritt einzelner Banken aus dem Finanzsystem daher kein Grund für den Einsatz geldpolitischer Maßnahmen. Der Verweis auf „die überragende Bedeutung von Banken im Finanzierungssystem des Euro-Raums“ (Weber 2009b, 10), die es bei der Gestaltung der Geldpolitik zu berücksichtigen gilt, kann ebenso wenig überzeugen wie der Verweis auf die Bedeutung des Staatsanleihenmarktes (Asmussen 2013, 1)
- das Versprechen, alles zu tun, um Finanzstabilität zu erhalten, die EZB „erpressbar“ macht und damit „massive Risiken für die Preisniveaustabilität“ birgt (Formulierung in Anlehnung Fuest 2013, 3).²⁶ Die Berechtigung dieser Kritik zeigt sich in entspre-

²⁵ Der SoFFin selbst stellt wie der ESM eine Vergemeinschaftung von Haftungsrisiken dar und „hat deshalb schwerwiegende Fehlanreize für die ~~Haushaltspolitik~~ *Geschäftspolitik* der ~~Einzelstaaten~~ *Banken* zur Folge. ~~Einzelstaaten~~ *Banken* haben Anreize, ihre Verschuldung offen oder verdeckt über das Ausmaß hinaus auszuweiten, das sie wählen würden, wenn ihnen die vollen Kosten ihrer ~~Staatsverschuldung~~ *Verschuldung* angelastet werden würden. Manövrieren sich ~~Einzelstaaten~~ *Banken* so in eine extreme ~~Haushaltsnotlage~~ *Notlage*, können sie zudem auf Hilfen der ~~Staatengemeinschaft~~ *des Staates* hoffen, soweit die ~~Staatengemeinschaft~~ *der Staat* in ~~ihrer~~ *seiner* Gesamtheit zahlungsfähig bleibt. Dieser ~~einzelstaatliche~~ *betriebswirtschaftliche* Vorteil im Überschuldungsfall verstärkt die Fehlanreize weiter. In der logischen Konsequenz dieser Fehlanreize kann es zu Entwicklungen kommen, in denen gleich mehrere ~~Staaten der Eurozone~~ *Banken in Deutschland* an den Rand der Zahlungsunfähigkeit gelangen und damit die Tragfähigkeit der Haftungsgemeinschaft insgesamt überfordern. Die Folge ist eine Staatsschuldenkrise bzw. eine mögliche Zahlungsunfähigkeit ~~der Eurozone~~ *insgesamt des deutschen Staates*. ... Mit dem ~~ESM~~ *SoFFin* wird eine Institution geschaffen, die zwar kurzfristig eine Stabilisierung der Finanzmärkte bewirkt, gleichzeitig aber die Fehlsteuerung in der ~~Finanzpolitik~~ *Geschäftspolitik* der *Banken* und auf den Kapitalmärkten verfestigt. Finanzhilfen fließen in ~~Länder~~ *Banken* mit maroden ~~Staatsfinanzen~~ *Kreditportefeuilles*. Diese Hilfen werden von den Steuerzahlern ~~in den Ländern~~ *mit solideren Staatsfinanzen* getragen. Das nimmt ~~der Politik~~ *den Bankmanagern* Anreize, Verschuldungs- und Finanzkrisen vorzubeugen, sowohl in den ~~Ländern~~ *Banken*, die Hilfen empfangen, als auch in den ~~Ländern~~ *Banken*, die ~~Hilfen leisten~~ *ohne Hilfen die Krise meistern*. Daran ändern die an die Hilfen gebundenen Konditionen für die ~~Nehmerländer~~ *Nehmerbanken* wenig. Zudem behalten private Investoren ein falsches Risikoverhalten bei. Das begünstigt die vielfach beklagte Sozialisierung der Verluste bei Privatisierung der Gewinne.“ Formulierung in Anlehnung an Konrad (2013, 432 und 434).

²⁶ „Durch die umfassende Risikoübernahme des Eurosystems, die mit ~~OMT-Käufen~~ *der Vollzuteilungspolitik* verbunden ist, wird unter anderem die Reversibilität dieser Maßnahmen zunehmend erschwert, während sich die ~~Finanzpolitik~~ *Finanzmarktpolitik* ihrer Pflichten entlastet fühlen kann. Die etwaige Bewertung der Angemessenheit eines ~~länderspezifischen~~ *bankspezifischen* Risikoaufschlags, die Risikoübernahme im Zusammenhang mit Hilfsmaßnahmen (...) und im Zusammenhang mit etwaigen Fehleinschätzungen bezüglich der weiteren ~~ökonomischen und politischen Entwicklungen in einem Land~~ *betriebswirtschaftlichen Entwicklungen einer Bank* kommt vielmehr der ~~Finanzpolitik~~ *Finanzmarktpolitik* zu. Dies gilt auch deshalb, weil es die ~~Finanzpolitik~~ *Finanzmarktpolitik* ist, die letztlich über die Programmmodalitäten im konkreten Fall ... entscheidet

chenden Äußerungen aus dem Jahr 2009, die andeuten, dass die EZB in eine Situation hineinmanövriert werden könnte, in der sie zwischen Finanz- und Preisniveaustabilität wählen müsste (vgl. Weber 2009a, 7, sowie Bundesbank 2009b, 101). Zwar ist die Teilnahme der SoFFin bei den Rettungsmaßnahmen der globalen Finanzkrise begrüßenswert, weil sie verdeutlicht, dass Staat und Bankenaufsicht die Banken, die auf dem Interbankenmarkt nur noch zu extrem hohen Zinsen Kredit erhalten oder den Zugang zum Interbankenmarkt ganz verloren haben, verstärkt kontrollieren und Anpassungsprogramme in der Geschäftspolitik der Banken verlangen.²⁷ Allerdings bleibt die Gefahr, dass trotzdem “Konsolidierungs- und Reformbemühungen erlahmen und die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik als Garant für Preisstabilität schwindet.” (Weidmann 2013c) Folglich hätte die EZB die Vollzuteilungspolitik genauso wenig beschließen dürfen wie das OMT-Programm.

3. Der Vollzuteilungstender verfolgt das Ziel, “den Zugang hoch verschuldeter Banken zum Interbankenmarkt aufrechtzuerhalten, sowie ihre Finanzierungskosten zu senken” bzw. “die Rückkehr an den Interbankenmarkt zu erleichtern. Das sind eindeutig finanzmarktpolitische Wirkungen.” (Formulierungen in Anlehnung an Fuest 2013, 2.) Der Vollzuteilungstender verfolgt daher nicht primär geldpolitische Ziele und führt dazu, dass die Grenzen von Geld- und Finanzmarktpolitik verwischen. Dies bedeutet umgekehrt, dass ein solches Programm nur von der Finanzmarktpolitik durchgeführt werden dürfte, wie sie zum Beispiel in Deutschland in Form des Finanzmarktstabilisierungsfonds nach dem *Lehman*-Konkurs praktiziert wurde. Dies lässt sich erneut in einem geschlossenen saldenmechanischen System veranschaulichen (Anhang 2). Wie im Fall des OMT führt die Vollzuteilungspolitik dazu, dass sich die EZB in die Intermediation zwischen dem privaten Sektor (nun: den Haushalten, Investoren und Banken, die von der Krise nicht betroffen sind) und den Krisenbanken einschaltet, obwohl diese Intermediationsleistung auch von der Finanzmarktpolitik, konkretisiert durch den SoFFin, erbracht werden könnte. Damit wird die EZB Teil des Risikoumverteilungsmechanismus vom privaten Sektor auf den Staatssektor, weil sie allein Forderungen gegen die Krisenbanken erwirbt. Denn die Banken, die von der Krise nicht betroffen sind, wechseln die Seite und werden von Schuldnern zu Gläubigern der Zentralbank. Dies ist der Fall, weil Haushalte und Investoren Einlagen von den Krisenbanken abziehen und bei ihnen neu anlegen, da sie als „sicherer Hafen“ angesehen werden. Gleichzeitig stellen die als sicher geltenden Banken den Interbankenkredit ein, den sie vor der Krise an die Krisenbanken vergeben haben. Damit entstehen Überschussreserven bei der Zentralbank und es kommt zu einer Verlängerung der Zen-

und weil die ~~Finanzpolitik~~ *Finanzmarktpolitik* einer direkten Kontrolle durch die Parlamente unterliegt. Wird für diese Aufgabe die Geldpolitik eingespannt, droht diese unter ~~finanzpolitische~~ *finanzmarktpolitische* Dominanz zu geraten, und das Stabilitätsziel kann dadurch gefährdet werden.” (Formulierung in Anlehnung an Bundesbank 2012, 10f.)

²⁷ Kotz (2008) spricht von einem „finanzwirtschaftlichen Anpassungsbedarf“ der Banken.

tralbankbilanz. Genau dies war in der globalen Finanzkrise zu beobachten, und zwar nicht nur für die EZB, sondern auch für die Bundesbank als Teil und ausführendes Organ des Eurosystems (Abbildungen 4a und 4b).

Abbildung 4a: Forderungen und Verbindlichkeiten des Eurosystems aus geldpolitischen Operationen in Euro mit Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet (in Mrd. EUR)

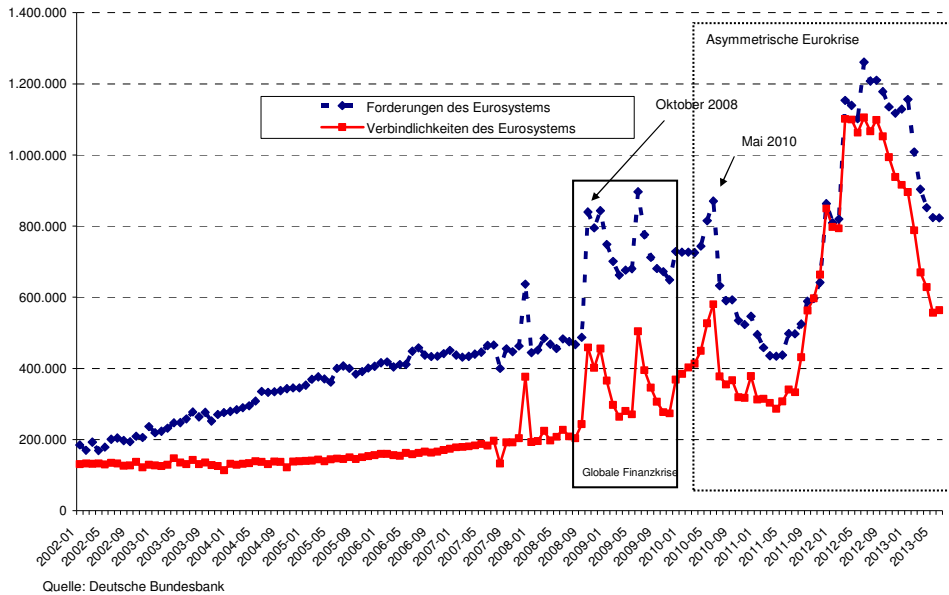
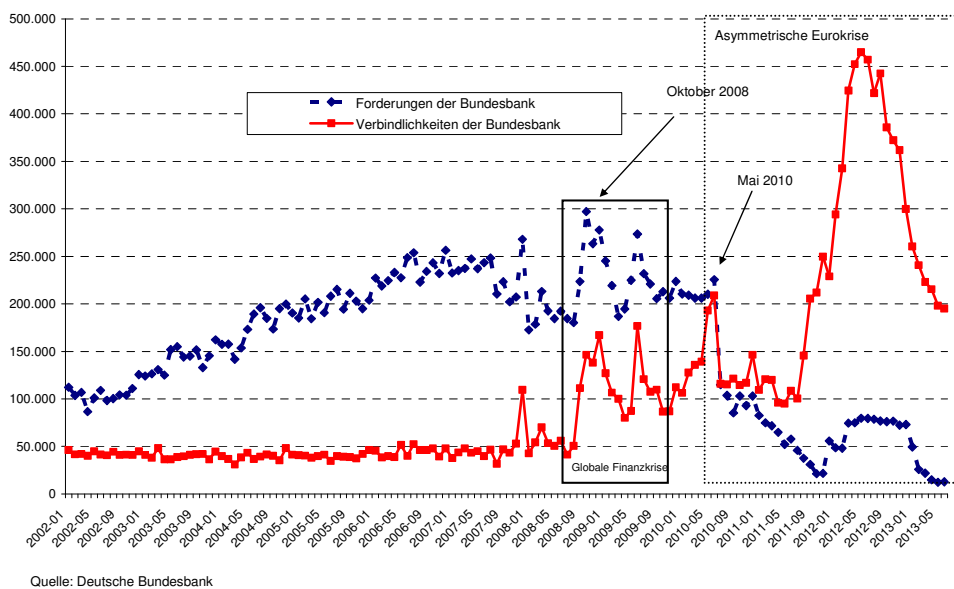


Abbildung 4b: Forderungen und Verbindlichkeiten der Bundesbank aus geldpolitischen Operationen in Euro mit Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet (in Mrd. EUR)



Mit der Vollzuteilungspolitik 2008/2009 ersetzte die europäische Geldpolitik daher (teilweise) die nationalstaatlich organisierte Finanzmarktpolitik, vertreten durch die Stabilisierungsfonds, so dass die Verantwortlichkeiten von Geld- und Finanzmarktpolitik verwischten. Damals wurde diese Vorgehensweise mit der Interpretation der Krise als (überwiegende) Liquiditätskrise gerechtfertigt. Die Vollzuteilungspolitik galt nicht als Übergriff in das Terrain der Finanzmarktpolitik, sondern als geldpolitische Notwendigkeit auf eine liquiditätsbedingte Anspannung auf den Märkten zu reagieren.²⁸ Ausgangspunkt der Analyse war nicht der Kreditbedarf der Krisenbanken, sondern das Liquiditätsbedürfnis der Banken, die als sicher gelten, d.h. deren Nachfrage nach Überschussreserven. Diese Banken wollen nämlich Zentralbankgeld und keine Forderungen an Stabilisierungsfonds, z.B. den SoFFin, erwerben. Die Fonds können die Intermediationsfunktion in dem erforderlichen Ausmaß daher gar nicht übernehmen. Erst aus dieser Nachfrage nach Überschussreserven resultiert der zusätzliche Kreditbedarf der Krisenbanken, den die Zentralbank deckt. Dabei geht sie ein Solvenzrisiko ein, weil sie nicht weiß, ob eine Zentralbankgeld nachfragende Krisenbank nur illiquide oder womöglich auch insolvent ist. Die Zentralbank mischt sich daher nicht in finanzmarktpolitische (beim OMT: fiskalpolitische) Rettungsoperationen ein, sondern benötigt den Staat, im Bankenkrisefall: die Stabilisierungsfonds, als Partner bei der Krisenbekämpfung (vgl. z.B. Weber 2009a), der sie vor Solvenzrisiken schützt. Dieser Schutz geht weit über die Notmaßnahmen hinaus und reicht bis zum ganzen Komplex der Reform von Bankenregulierung und – aufsicht, wie er zum Beispiel im Rahmen des Basel-Prozesses diskutiert wird, und das Ziel verfolgt, die Solvenz des Bankensystems nachhaltig zu sichern.

Diese Sichtweise kann jedoch nicht überzeugen, wenn – wie in den OMT-kritischen Stellungnahmen – Illiquidität immer mit Insolvenz gleichgesetzt sowie ein stets effizienter Kapitalmarkt unterstellt wird. Denn dann ist Vollzuteilungspolitik nichts anderes als „Schuldensozialisierung“, bei der die Geldpolitik als *lender of last resort* die „Schuldensozialisierung“ ankündigt, um sie anschließend beim Staat erzwingen zu können. „Damit überschreitet die EZB ihr Mandat. Die Entscheidung darüber, ob Schulden zu sozialisieren sind oder nicht und welche ~~Länder~~ *Banken der Währungsunion dem Finanzsystem* angehören sollten, ist nur von den demokratisch gewählten Repräsentanten ~~der Staatengemeinschaft~~ *des Staates* zu treffen und nicht von einem Gremium von Fachleuten, die eigentlich nur die Geldpolitik exekutieren und die Preise stabil halten sollten. Da hilft es auch nichts, wenn man solche fundamentalen Entscheidungen kurzerhand in den Bereich der Geldpolitik schiebt, damit man befugt ist, sie zu treffen.“ (Formulierung in Anlehnung an Sinn 2013, 64).²⁹ Mit anderen Worten: EZB und Bundesbank hätten der HRE frühestens nach Etablierung des SoFFin und nach entsprechenden Garantien oder anderer Maßnahmen der

²⁸ Entsprechend wurden die saldenmechanischen Zusammenhänge, die in Anhang 2 dargestellt wird, einschließlich der Implikationen für Haftung und Risiko von Zentralbank, Staat und Banken, anders gewertet.

²⁹ Falko Fecht, Kollege an der Frankfurt School, sieht das genauso: „Die Rolle, die die EZB hier am Geldmarkt eingenommen hat, ist die einer Bail-out-Institution für Banken. Und das ist nicht die Aufgabe der EZB, das wäre eigentlich die Aufgabe eines Rekapitalisierungsfonds“, ...“ (Bentzien 2013, vgl. auch Beecken 2013).

SoFFin Liquidität bereitstellen dürfen (siehe auch Box 2). Prinzipiell hätten sich EZB und Bundesbank an der Finanzierung der HRE gar nicht beteiligen dürfen.

Box 2: Das Zusammenwirken von Finanzmarkt- und Geldpolitik bei der Rettung der Hypo Real Estate Group

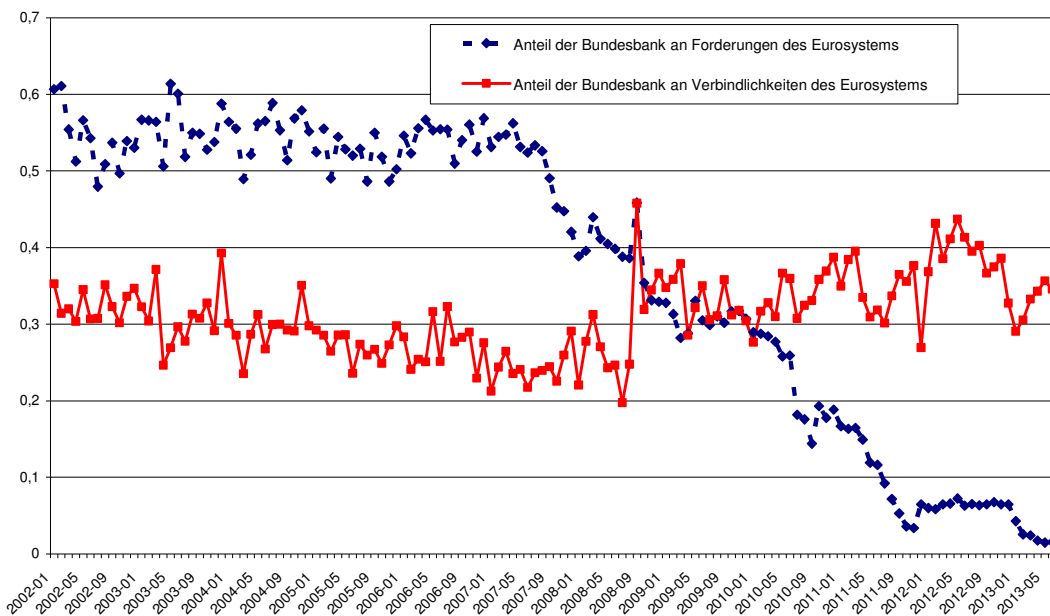
Unmittelbar nach dem Konkurs von *Lehman Brothers* und angesichts eines austrocknenden Interbankenmarktes geriet die Hypo Real Estate Group in einen „existenzbedrohenden Liquiditätsengpass“ (HRE 2009, 67). Die Fristentransformation, die insbesondere ihre irische Tochter Depfa PLC betrieb (im ersten Quartal 2008 belief sich das Volumen unterjähriger Geldmarktgeschäfte auf 160 Mrd. € – HRE 2009, 67), war nicht mehr möglich. Um den Zusammenbruch zu verhindern, gewährte die Bundesbank der HRE Group eine Sonderliquiditätslinie von EUR 35 Milliarden. Auf der Basis einer Garantie des Finanzmarktstabilisierungsfonds konnte die HRE eine weitere Sonderliquiditätshilfe der Bundesbank in Höhe von EUR 15 Mrd. in Anspruch nehmen. Im November 2008 wurden beide Maßnahmen „durch die von der Deutschen Bundesbank und dem Kredit- und Versicherungswesen zur Verfügung gestellten Kreditlinien in Höhe von 50 Mrd. € abgelöst.“ (HRE 2009, 37). 2009 erreichte die Liquiditätsunterstützung durch SoFFin und Bundesbank in der Spitze EUR 102 Mrd. Zudem stellt der Geschäftsbericht klar, dass die Bank weiterhin darauf angewiesen war, „dass ... der Finanzmarktstabilisierungsfonds und die Deutsche Bundesbank ihre Liquiditätsunterstützung aufrechterhalten und gegebenenfalls auch weitere Liquiditätshilfe zur Verfügung stellen.“ (HRE 2010, 181)

2010 wurde die HRE in eine „good“ und eine „bad bank“ aufgespalten, wobei letztere unter dem Namen „FMS Wertmanagement“ operiert. Deren Geschäftsberichte weisen aus, dass sich die Forderungen des Eurosystems an die FMS (zunächst indirekt über die HRE Gruppe) Ende 2010 auf EUR 93,3 Mrd. beliefen. Das Eurosystem refinanzierte also fast 28 Prozent der FMS Bilanzsumme in Höhe von EUR 333,3 Milliarden. Sofern diese Refinanzierung allein über die Bundesbank abgewickelt wurde, wären Ende 2010 90 Prozent der Forderungen der Bundesbank, die aus geldpolitischen Operationen stammten (die Gesamtsumme dieser Forderungen betrug Ende 2010: EUR 103,1 Milliarden), Forderungen an die *bad bank* der HRE gewesen. Im Laufe des Jahres 2011 reduzierten sich die Verbindlichkeiten der FMS Wertmanagement gegenüber der Bundesbank auf EUR 35,2 Mrd.; im ersten Quartal 2012 wurden sie ganz abgebaut. Es gelang der Bank, die Refinanzierung durch die Zentralbank durch die Refinanzierung auf den Kapitalmärkten zu ersetzen (FMS Wertmanagement 2012, 2013).

Die Refinanzierung der HRE Group und der FMS Wertmanagement durch die Bundesbank erfolgte ohne formelle Einbeziehung des deutschen Bundestages (und aller anderen Parlamente der Euro-Mitgliedsstaaten). Dennoch entstanden für den deutschen Steuerzahler kaum neue, zusätzliche Haftungsrisiken, weil der Großteil der Kredite, die die Bundesbank an die HRE Group und die FMS Wertmanagement vergab, durch Garantien oder Papiere gedeckt waren, die vom SoFFin oder anderen staatlichen Stellen in Deutschland herausgegeben und als Sicherheiten von der Bundesbank akzeptiert wurden (HRE 2010, 25).

4. Mit der Vollzuteilungspolitik werden private Solvenzrisiken auf die EZB übertragen und – sofern sich die EZB-Bilanz verlängert – neue Risiken aufgebaut. Der deutsche Staat und damit der deutschen Steuerzahler haften für 27% der EZB Verbindlichkeiten, dem deutschen Anteil am Eigenkapital der EZB. Im Unterschied zum SoFFin, bei dem der deutsche Staat ebenfalls private Solvenzrisiken in einer Gesamthöhe von EUR 480 Milliarden übernimmt, sind die Haftungsrisiken, die die EZB übernimmt, aber nicht von einem Parlamentsbeschluss legitimiert. Die Risiken sind wegen der Ankündigung, “unbegrenzt” Kredite an Banken zu vergeben, auch nicht limitiert. Damit greift die EZB in die Budgethoheit des Bundestages ein, weil sie autonom darüber entscheidet, wie viele Kredite sie an Banken vergibt.

Abbildung 5: Anteil der Bundesbank an Forderungen und Verbindlichkeiten des Eurosystems aus geldpolitischen Operationen in Euro mit Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet (in Prozent)



Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen

Sinn und Wollmershäuser (2011) haben diese Argumentation in die TARGET-Salden Debatte eingeführt, die sich auf die asymmetrische Eurokrise bezieht (zu weiteren Aspekten der TARGET Salden vergleiche Box 3). Die Asymmetrie resultiert daraus, dass Banken mit Sitz in Deutschland (und anderen Nicht-Krisenländern) unter den Krisenbanken nicht mehr vertreten sind. Krisenbanken sind vor allem Banken aus den Krisenländern (Griechenland, Irland, Portugal, Spanien, Italien, Zypern). Entsprechend stellen sie die Gegenposition zu den Forderungen der EZB an den europäischen Bankensektor. Während auf dem Höhepunkt der globalen, für den Euroraum vergleichsweise symmetrischen Finanzkrise Ende 2008 Kreditinstitute in Deutschland zu 33% die Gegenpartei zu Forderungen aus geldpolitischen Operationen des Eurosystems

darstellten, waren sie es im Juni 2013 nur zu 1,5% (Abbildung 5).³⁰ Gleichzeitig wächst die Bedeutung der Bundesbank als Gegenpartei für Verbindlichkeiten des Eurosystems aus geldpolitischen Operationen, da deutsche Banken als sicherer Hafen angesehen werden und einen entsprechenden Liquiditätsüberschuss ausweisen.

Die demokratische Legitimation fehlt aber auch, wenn die Bundesbank als ausführendes Organ des Eurosystems an deutsche Krisenbanken zusätzliche Kredite vergibt, wie es 2008/2009 der Fall war.³¹ Für den deutschen Staat und Steuerzahler ist es irrelevant, ob sich das Haftungsrisiko, das aus einem Kredit der EZB entsteht, aus Krediten an deutsche oder griechische Banken ohne Marktzugang ableitet. Entscheidend ist, dass es entsteht, und dass es ohne Parlamentsbeschluss entsteht. Wenn demnach die Forderungen aus geldpolitischen Operationen der EZB (bzw. der Bundesbank, als ausführendes Organ des Eurosystems) auf dem Höhepunkt der globalen Finanzkrise im Rahmen der Vollzuteilungspolitik von EUR 467 Mrd. (EUR 184,5 Mrd.) im August 2008 auf EUR 843,2 Mrd. (EUR 277,7 Mrd. Euro) Ende Dezember 2008 ansteigen (Abbildung 4b), steigt das Haftungsrisiko des deutschen Steuerzahlers um EUR 101,6 Mrd. ($0,27 \cdot (843,2 - 467)$). Die Tatsache, dass davon EUR 93,2 Mrd. auf eine zusätzliche Kreditvergabe an Banken in Deutschland resultiert, spielt dabei keine Rolle, denn es gibt keinen entsprechenden Parlamentsbeschluss, der den Anstieg des Haftungsrisikos aus einer zusätzlichen Kreditvergabe an Banken in Deutschland demokratisch legitimiert. Dies steht im Gegensatz zum SoFFin, dessen Kreditvergabe an Banken, Garantieleistungen etc. legitimiert ist. Folgerichtig im Sinne des Leitprinzips einer strikten Trennung von Geld- und Finanzmarktpolitik wäre es daher, „wenn über das Volumen und die Ausgestaltung der Hilfeleistungen für hilfebedürftige ~~Mitgliedsstaaten~~ Banken grundsätzlich im Rahmen von ~~ESM/EFSSF~~ *der Stabilisierungsfonds* entschieden würde. Die Entscheidung wäre damit bei den nationalen Regierungen und Parlamenten angesiedelt, um die Trennlinie zwischen ~~Finanz-~~ Finanzmarkt- und Geldpolitik nicht weiter verschwimmen zu lassen und die Handlungsfähigkeit der Geldpolitik bei der Sicherung ihres Primärziels Preisniveaustabilität zu wahren.“ (Formulierung in Anlehnung an Bundesbank 2012, 29). Erneut gilt: Die Vollzuteilungspolitik hätte ebenso wie das OMT-Programm nicht beschlossen werden dürfen.

Dieses Ergebnis ist zu modifizieren, wenn berücksichtigt wird, dass die Kreditvergabe an Banken besichert ist, während die unter OMT anzukaufenden Staatsschuldtitel un-

³⁰ Abbildung 5 zeigt auch, dass in der Vorkrisenperiode Banken in Deutschland zu 50-60% die Gegenpartei zu Forderungen des Eurosystems aus geldpolitischen Operationen in Euro mit Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet darstellten. Für diesen Zeitraum hat die EZB daher Haftungsrisiken auf die Steuerzahler der anderen Euro-Länder umverteilt, da Banken in diesen Ländern im Verhältnis zum EZB-Kapitalschlüssel bei der Zentralbankgeldversorgung unterrepräsentiert waren.

³¹ „Zum anderen wurde der gesamte Finanzsektor durch erweiterte Absicherungen für Bankeinlagen, eine umfangreiche Liquiditätsbereitstellung und starke Zinssenkungen der Zentralbanken gestützt. Diese Maßnahmen, die zum Teil Risiken vom Finanzsektor auf den Staatssektor verlagert haben, trugen an den Kapitalmärkten zu einer gewissen Entspannung bei.“ (Bundesbank (2009a, 24).

besichert sind. Denn über die Sicherheitenpolitik kann die Vollzuteilungspolitik so gestaltet werden, dass es zu keiner Umverteilung von Solvenzrisiken zwischen den Steuerzahlern der Euro-Länder kommt, die nicht demokratisch legitimiert ist. Dazu müssten von der EZB im Gegenzug für die Kreditvergabe an Krisenbanken Staatsanleihen als Sicherheiten eingeworben werden, „die sich in ihrem Schlüssel strikt an den Anteilen am Kapital des ESZB orientieren.“ (Konrad 2013, 436) Für Deutschland entstehen aus der Vollzuteilungspolitik keine neuen Risiken, wenn 27% der schlechteren und neuen Risiken, die die EZB bei der Krisenbewältigung übernimmt, über deutsche Staatsschuldtitle besichert sind. Denn dieses Risiko ist durch Parlamentsbeschluss in Deutschland legitimiert, da die Titel, die als Sicherheiten von der EZB akzeptiert werden, nur aufgrund eines solchen Beschlusses emittiert werden konnten. Da für jeden Euro-Mitgliedsstaat die gleiche Überlegung gilt, lässt sich eine aus Sicht der OMT-Kritiker mandatskonforme Vollzuteilungspolitik konzipieren: Jeder Euro, den die EZB an Krisenbanken verleiht, muss mit einer dem Kapitalschlüssel der EZB entsprechenden Struktur von Sicherheiten in Form von Staatsanleihen unterlegt werden.

Man kann noch einen Schritt weitergehen: Da jede Zentralbankgeldbereitstellung über einen prinzipiell risikobehafteten Kredit der Zentralbank erfolgt, müsste die EZB die gesamte Zentralbankgeldbereitstellung so gestalten, dass keine Haftungsrisiken entstehen, die von den nationalen Parlamenten nicht gedeckt sind. Denn letztlich sind die Staatshaushalte der Mitgliedsstaaten mit dem Eurosystem verbunden (Bundesbank 2012, 29). Dies kann am einfachsten erreicht werden, wenn die EZB von der Zentralbankgeldversorgung über eine Kreditvergabe an Banken zu einer Zentralbankgeldversorgung über den Ankauf von Staatsanleihen übergehen würde, deren nationale Zusammensetzung dem Kapitalschlüssel der EZB entspricht. Die EZB würde dann dem Beispiel der Federal Reserve folgen.³²

Box 3: TARGET Salden und Finanzkrise – ein Gedankenexperiment

Die TARGET Salden sind zu einem beherrschenden Thema europäischer Geldpolitik geworden. Ausgehend von Sinn und Wollmershäuser (2011) gelten sie als ein von der EZB aufgespannter Rettungsschirm für Banken und Staaten, der ohne parlamentarischen Beschluss und demokratische Legitimation über den Umweg der Bundesbankbilanz zu Lasten des deutschen Steuerzahlers aufgespannt wird. Die automatische Refinanzierung von Kapitalabflüssen aus

³² Es ist ein interessanter Gedanke sich vorzustellen, die EZB hätte die krisenbedingte Ausweitung ihrer Bilanz nach dem Konkurs von *Lehman Brothers* allein über den Aufkauf von Staatsanleihen der Euro-Mitgliedsstaaten in Proportion zum Kapitalschlüssel der EZB bewerkstelligt. Wäre dann die Eurokrise überhaupt eingetreten oder hätten die Anleger aus dieser Form der Zentralbankgeldbereitstellung geschlossen, dass das Liquiditätsrisiko von Staatsanleihen der Mitgliedsstaaten von der EZB versichert ist? Die starke Asymmetrie der Eurokrise lässt vermuten, dass dies nicht ausgereicht hätte. Dies ist allerdings keine Besonderheit der Eurokrise, sondern nahezu jeder Finanzkrise, da stets einzelne Banken und Märkte stärker betroffen sind als andere. Dies erfordert, dass die Zentralbank einzelnen Banken und Märkten verstärkt beispringen muss, wenn sie den Zusammenbruch des Systems verhindern will. Sie kann sich – im Gegensatz zu einer vor der globalen Finanzkrise verbreiteten Meinung (Goodfriend and King 1988, kritisch dazu Goodhart 1999, Rochet and Vives 2004) – nicht auf eine generelle Ausweitung der Zentralbankgeldbereitstellung zurückziehen.

den Krisenländern wird zudem als Einladung an die entsprechenden Banken und Regierungen gewertet, mit ihren Reformanstrengungen nachzulassen, weil sie auf eine günstige und dauerhafte (Re-)finanzierung durch die EZB setzen können. Entsprechend lautet die Forderung an die EZB, die TARGET Salden zu begrenzen bzw. Politikmaßnahmen einzuleiten, die einer weiteren Ausweitung der TARGET Salden entgegenwirken.

Im Folgenden (und in saldenmechanischer Form in Anhang 3) wird anhand eines Gedankenexperiments gezeigt, dass dieser Interpretation der TARGET-Salden bei einer asymmetrischen Finanzkrise innerhalb eines Nationalstaates kaum gefolgt worden wäre.³³ Das Gedankenexperiment geht davon aus, dass der Euro nie eingeführt wurde. In Deutschland wäre also wie vor 1999 die D-Mark gesetzliches Zahlungsmittel. Folglich gibt es keine Krisenländer und Nicht-Krisenländer, sondern lediglich die Bundesrepublik Deutschland, deren Geldpolitik allein von der Bundesbank mit dem Ziel Preisniveaustabilität bestimmt wird. Als Resultat einer Organisationsreform gibt es jedoch nur noch zwei Landeszentralbanken: die LZB Nord in Hannover und die LZB Süd in München. Zudem operiert die Bundesbank ein Zahlungsverkehrssystem, TARGET D, das in seinen Charakteristiken dem TARGET2 System des nicht zustande gekommenen Eurosystems entspricht. In diesem System ist die LZB Nord für die Abwicklung aller Zahlungen von Sparkassen, Genossenschaften sowie der Deutschen Bank zuständig; die LZB Süd transferiert Zahlungen von und an Landesbanken, Commerzbank, HRE sowie alle anderen Banken. TARGET D arbeitet geräuschlos und seine Existenz ist einer breiten Öffentlichkeit kaum bekannt. Die TARGET Salden bei den LZBs sind ausgeglichen, obwohl die Banken, die der LZB Süd angeschlossen sind, die Kreditvergabe an den privaten Sektor wesentlich stärker forcieren als die Banken der LZB Nord. Die dafür erforderlichen Mittel leihen sie sich über den Interbankenmarkt von den Banken der LZB Nord.³⁴

Es ist der 15. September 2008 und *Lehman Brothers* meldet Konkurs an. Wie in anderen entwickelten Volkswirtschaften kommt der Interbankenmarkt in Deutschland zum Erliegen. Sparkassen, Genossenschaften und Deutsche Bank stellen die Kreditvergabe an die anderen Banken wegen steigender Adressenrisiken ein. Zudem vermelden die Banken der LZB Süd einen ungewöhnlichen Abzug von Einlagen und anderen Verbindlichkeiten. Die Banken der LZB Nord werden dagegen als sichere Häfen angesehen und registrieren einen Zufluss an Mitteln.

Die Bundesbank reagiert auf die Krise, indem sie eine Vollzuteilungspolitik beschließt. Die LZB Süd gewährt den Krisenbanken unbegrenzt Kredit, so dass ein entsprechend negativer TARGET D Saldo entsteht. Gleichzeitig vermeldet die LZB Nord stark steigende Einlagen ihrer Banken. Denn als Resultat der Krise erhalten sie vom privaten Sektor sowie als Folge des Verzichts auf den Interbankenkredit an die LZB Süd-Banken mehr Liquidität als sie zur Deckung ihres Mindestreservebedarfs benötigen. Folglich wird die LZB Nord zum Nettoschuldner ihrer Banken. Der Bilanzausgleich erfolgt über entsprechend hohe TARGET Forderungen an die Bundesbank.

Die Bilanz der Bundesbank wächst stark an, weil (im Einklang mit der Wirklichkeit nach dem *Lehman* Konkurs) die Nachfrage nach Zentralbankgeld der als sicher geltenden Banken der

³³ Ich habe dieses Beispiel zum ersten Mal in Winkler (2011a) verwandt.

³⁴ Vgl. Tabelle A3a im Anhang 3.

LZB Nord so groß ist, dass sie Überschussreserven bei der Bundesbank halten. Die TARGET Salden des Gesamtsystems bleiben notwendigerweise bei Null.³⁵

Das Beispiel zeigt, dass die Entstehung von Salden in einem Zahlungsverkehrssystem, das dem TARGET2 System im Euroraum entspricht, allein von drei Faktoren abhängt: Finanzkrise, Vollzuteilungspolitik und einer dezentralen Organisation der Zentralbank, die die Trennlinie zwischen Nicht-Krisenbanken (hier: Banken der LZB Nord) und Krisenbanken (hier: Banken der LZB Süd) widerspiegelt. Ein Bezug zur Zahlungsbilanz ist nicht erforderlich. Er ergibt sich nur, wenn sich die Differenz zwischen Nicht-Krisen- und Krisenbanken auf der einen Seite und der dezentrale Aufbau der Zentralbank auf der anderen Seite an geographischen Grenzen orientiert, so dass sowohl die Schocks als auch die daraus resultierenden TARGET Salden grenzüberschreitende Kapitalströme darstellen.³⁶ Sind dagegen die LZBs für Nicht-Krisen- und Krisenbanken gleichermaßen zuständig und sind diese Banken ungefähr gleich groß, werden trotz Krise keine TARGET Salden entstehen. Die Krise drückt sich vielmehr – bei entsprechender Stärke der Schocks – allein in einem Anstieg der Bundesbank-Bilanzsumme aus.³⁷

Mit der Zuordnung der beiden LZBs zu den Krisen- und Nicht-Krisenbanken kann die Finanzkrise in Deutschland in den Jahren 2008/2009 in dem gleichen Rahmen analysiert werden, wie er von Sinn (2013) vorgestellt wird.³⁸ Krisenursache ist das Fehlverhalten der Krisenbanken der LZB Süd, die in der Vorkrisenperiode ihre Kreditvergabe massiv ausgeweitet und in Zeiten reichlich vorhandener Liquidität über kurzfristige Einlagen und Interbankkredite refinanziert haben. Dabei wurden sie von den Kapital bereitstellenden Banken der LZB Nord unterstützt, die auf risikogerechte Zinsaufschläge verzichteten, weil sie darauf vertrauten, dass im Zweifelsfall Bundesbank und Bundesregierung einen Banken *bail out* vornehmen würden, um Finanzstabilität zu sichern. Mit dem Kreditboom haben die Banken der LZB Süd eine Blase erzeugt, die 2007/2008 platzte, als die US-amerikanische Subprime-Krise die deutschen Banken erfasste. Denn als Folge des *Lehman*-Konkurses kam es zu Zweifeln an der Bonität einzelner “Süd”Institute, die ihnen den Zugang zu Liquidität versperrte bzw. nur noch zu sehr hohen Zinsen ermöglichte.

³⁵ Vgl. Tabelle A3b im Anhang 3.

³⁶ In dem Gedankenexperiment wäre dies der Fall, wenn die LZB Nord für alle Banken nördlich der Mainlinie zuständig wäre, die LZB Süd für alle Banken südlich der Mainlinie. Die nördlichen Banken würden die Nicht-Krisenbanken repräsentieren, während die südlichen Banken den Krisenbanken entsprechen würden.

³⁷ Uhlig (2013a, 444) handelt die TARGET2-Salden mit dem Satz ab: „Wo Rauch ist, ist Feuer, aber das Feuer ist die Ursache.“ Das Gedankenexperiment zeigt, dass TARGET2-Salden ein schlechter Feuermelder sind, wenn die Grenzlinien, die die Krise zieht, nicht mit den Zuständigkeiten der regionalen Zentralbanken, die der Zentrale unterstehen, übereinstimmen. Ein Gedankenexperiment, das dieses Ergebnis für Europa ableitet, entwickelt Burda (2013).

³⁸ Dies bedeutet nicht, dass der Sinn’schen Analyse in allen Punkten zuzustimmen ist. So ist z.B. die Aussage, dass ein *lender of last resort*, der erfolgreich Vertrauen schafft, und damit die Kreditbeziehungen der Vorkrisenperiode wieder herstellt, „Kapital anderen Verwendungen, auch solchen in Deutschland, entzieht“ (Sinn 2013, 36) zumindest in hohem Maße missverständlich. Sofern es sich bei dem Kapital nämlich um Vorkrisen-Bestände handelt, würde dieses Kapital ohne *lender of last resort* Aktivität den Anlegern gar nicht mehr zur Verfügung stehen, weil es durch Konkurs oder Schuldenschnitt, die im europäischen Kontext für Krisenbanken und Krisenländer immer wieder gefordert werden (vgl. z.B. Sinn, Fuest, Franz, Hellwig 2010, FAZ 2012, Kaiser 2013), längst ganz oder teilweise verloren gegangen wäre.

Das Eingreifen der Bundesbank, das in dem Gedankenexperiment geschildert wird, führt daher

- zu einer „Verlagerung der Wachstumskräfte durch kostenlosen Versicherungsschutz“. Nur sind es eben nicht die deutschen Sparer innerhalb Europas, sondern bestimmte Sparer innerhalb Deutschlands, also die Sparer bei Sparkassen und Genossenschaftsbanken, die von einer „künstlich geschaffenen Investitionssicherheit“ für die Banken der LZB Süd in die Irre geleitet werden und diese Banken weiterhin bzw. wieder refinanzieren.
- zu einer Enteignung der Sparer; denn „die Unterbietung des Kapitalmarktes mit der Druckerpresse hat die Zinslasten ~~der Staaten und der Privatsektoren der südlichen Länder der Banken der LZB Süd~~ gegenüber dem, was die Märkte verlangt hätten, deutlich gesenkt. ... Man mag dem entgegenhalten, dass die Sparer *bei den Banken der LZB Nord* zum Ausgleich nun aber sichere Erträge bekommen [die sie ohne Vollzuteilungspolitik nicht erhalten hätten, denn die Vollzuteilungspolitik ermöglichte den Sparkassen und Genossenschaften erst, verlustfrei ihre Kredite an die Krisenbanken zu reduzieren – Anmerkung des Verfassers] und insofern auf eine Risikoprämie im Zins verzichten können. ... Indes sind es ja faktisch die Sparer in ihrer Funktion als Steuerzahler selbst, die die Sicherung leisten, weil sie für die Verluste der ~~EZB Bundesbank~~ und des ~~ESM SoFFin~~ gerade stehen müssen,“ (Formulierungen in Anlehnung an Sinn 2013, 40f.).
- ⊖ zu einer „Pfadabhängigkeit der Politik“, denn die Politik ist „bei der Entscheidung über Rettungsschirme ~~der Staatengemeinschaft für die Banken~~ und der Duldung ~~der Staatspapierkäufe der Bankenrefinanzierungspolitik~~ der ~~EZB Bundesbank~~ in ihren Handlungen nicht mehr frei. Vielmehr war die Situation durch die ~~von EZB-Rat von der Bundesbank~~ getroffenen Entscheidungen fast alternativlos geworden. Insofern hatte die deutsche Bundeskanzlerin Recht, als sie diesen Begriff verwendete.“ (Formulierungen in Anlehnung an Sinn 2013, 38).

Der Argumentation der TARGET2 Kritiker folgend hätte die Bundesbank in dem Gedankenexperiment die Vollzuteilungspolitik daher nie beschließen dürfen, weil der SoFFin für das Krisenmanagement allein verantwortlich zeichnet. Zudem hätte die Bundesbank die TARGET-D Salden begrenzen müssen, z. B. indem sie – dem US-Beispiel folgend – der LZB Süd auferlegt, ihr TARGET-D Defizit gegenüber der LBZ-Nord durch die „Hergabe von Eigentumsrechten an dem Offenmarktportfolio“ (Sinn 2013, 49) der Bundesbank jährlich auszugleichen. Denn sonst gibt es für die LZB Süd und die ihr angeschlossenen Krisenbanken keinen Anreiz, Anpassungsmaßnahmen einzuleiten, d.h. die exzessive Kreditvergabe, die die Krise auslöste, zu drosseln. Die Verbriefung der TARGET-D Salden hätte zudem den Vorteil, „dass die ~~Gläubigernotenbanken~~ *LZB Nord* Forderungstitel erhalten *würde*, die im Prinzip dann noch einen Wert hätten, wenn ~~der Dollar~~ *die D-Mark* abgeschafft würde. ... Die verhängnisvolle Pfadabhängigkeit der Politik, die bei jeder neuen Krise die jeweils nächsten Rettungsschritte als alternativlos erscheinen lässt, wäre reduziert, und die ~~EZB Bundesbank~~ hätte nicht mehr die Möglichkeit, Aktionen der Parlamente durch den freien Zugang zur Druckerpresse – *die automatische und vom Bundestag nicht beschlossene Kreditvergabe der Bundesbank an die LZB Süd* – zu präjudizieren oder gar zu erzwingen.“ (Formulierung in Anlehnung an Sinn 2013, 49).

Aber hätte die Bundesbank der Kreditvergabe an die Krisenbanken wirklich einen Riegel vorgeschoben, um die TARGETD-Salden innerhalb des Bundesbanksystems zu begrenzen, wenn dies den Konkurs auch nur einer der an die LZB Süd angeschlossenen Krisenbanken wegen Illiquidität riskiert hätte? Hätte man überhaupt auf Anpassungsmaßnahmen bei den Krisenbanken gedrängt? Es ist sehr wahrscheinlich, dass man dies nicht getan hätte. Diese Vermutung stützt sich auf die Beobachtung, dass man dies in der Krise 2008/2009 unter Euroraum-Bedingungen auch nicht tat. Vielmehr hat man es als Erfolg der geldpolitischen Maßnahmen und anderer staatlicher Eingriffe gewertet, dass eine Drosselung der Kreditvergabe von der Angebotsseite aus, eine „Kreditklemme“, vermieden wurde (Weber 2010a, 9).³⁹

Schließlich ist es gerade unter der in Deutschland vor 1999 praktizierten und in der Eurozone ab 1999 übernommenen Methode, die Zentralbankgeldversorgung ausschließlich über eine Kreditvergabe an Geschäftsbanken (statt über den Kauf von Staatsschuldtiteln) zu organisieren, weder in Deutschland vor 1999 noch im Euroraum nach 1999 möglich, den von Sinn (2013) skizzierten und in den USA praktizierten Ausgleichsmechanismus von TARGET-Salden durchzuführen. Zum einen hält weder die Bundesbank noch die EZB Staatsschuldtitel, die von einer LZB (nationalen Zentralbank) auf eine andere LZB (nationale Zentralbank) übertragen werden könnten (Deutsche Bundesbank 2012, 23). Zum anderen fehlen im Euroraum die nationalen Staatsschuldtitel, weil es gar keinen europäischen Gesamtstaat gibt.

Beides, eine Zentralbank, die über den An- und Verkauf von Staatsschuldtiteln die Zentralbankgeldversorgung steuert, und ein Zentralstaat, der Staatsschuldtitel emittiert, sind unnötig, solange die Staaten, die eine Währungsunion bilden, darin übereinstimmen, dass sie gemeinsam eventuelle Verluste der Zentralbank aus den geldpolitischen Operationen zur Stabilisierung des Finanzsystems übernehmen und ausgleichen.⁴⁰ Erst wenn dies in Zweifel gezogen wird, entsteht die Notwendigkeit, sich über TARGET-Salden Gedanken zu machen. Genau dies ist in der europäischen Währungsunion der Fall. Diese Zweifel werden nicht zuletzt von der Auffassung vieler Ökonomen in Deutschland – und mit ihnen einem Großteil der öffentlichen und veröffentlichten Meinung – ausgelöst, die dieses Grundprinzip der Geldemission (Goodhart 1998), dass der Gesamtstaat für Verluste der Zentralbank haftet, als Verstoß gegen die Funktionsweise der Währungsunion werten. Nur wenn es diese Zweifel gibt, müssen die TARGET Salden in einer den USA vergleichbaren Weise ausgeglichen werden, um die Eurozone zu erhalten. Es ist jedoch paradox, dass es dazu Veränderungen bedarf, die von den OMT-Kritikern kaum Zustimmung erfahren dürften, nämlich a) der Entstehung eines Euro-Staates, der Staatsschuldtitel emittiert, und b) eines vollständigen Wechsels in der Form der Zentralbankgeldversorgung im Euroraum von der Kreditvergabe an Banken hin zum regulären Ankauf von Staatsschuldtiteln. Da solche Veränderungen nicht absehbar sind, ist die Forderung, die TARGET Salden nach US-Vorbild auszugleichen, eine Aufforderung, entweder

³⁹ So schreibt der Herausgeber der FAZ und einer der schärfsten Kritiker der Euro-Rettungspolitik, zur Krisenpolitik unmittelbar nach dem Konkurs von *Lehman Brothers*: „Ein Ziel der Staatshilfe für Banken ist, eine Kreditklemme zu verhindern. Deshalb ist es ein Skandal, dass sogar Staatsbanken, die unter den Rettungsschirm der Regierung geflüchtet sind, Firmenkunden keinen Kredit mehr geben wollen.“ (Steltzner 2008), Offenbar war eine Anpassung bei den Krisenbanken, und dazu gehörten eine Reihe von Staatsbanken, gar nicht erwünscht.

⁴⁰ Um es mit Richter (2013, 139) zu formulieren: ein Ausgleich der TARGET Salden ist unnötig, wenn sich die Euro-Mitgliedsstaaten darüber bewusst sind, dass die EZB seit 1999 „in Vertretung eines bisher nicht existierenden Europäischen Staates“ unverzinsliche europäische Schatzanweisungen emittiert.

auf den *lender of last resort* zu verzichten, oder den Euro (bzw.: im Gedankenexperiment: die D-Mark) abzuschaffen.

4. OMT und Vollzuteilungspolitik – Anmerkungen aus der Perspektive der Theorie des *lender of last resort*

In den vergangenen Abschnitten wurde gezeigt, dass die Vollzuteilungspolitik der EZB gegenüber dem Bankensystem mit den gleichen Argumenten kritisiert und gerechtfertigt werden kann, die die Kritiker und Verteidiger des OMT-Programms vor dem Verfassungsgericht anführen, um zu belegen, dass das Programm mandatswidrig bzw. mandatskonform ist. Die Symmetrie spiegelt wider, dass Vollzuteilungspolitik und OMT-Programm klassische *lender of last resort* Politik darstellen. Diese Politik hat prinzipiell, d.h. unabhängig auf welchem Markt sie praktiziert wird – und laut Bagehot (1873) kann und soll sie auf jedem Markt eingreifen⁴¹ – folgende Eigenschaften:

1. *Lender of last resort* Politik ist per definition marktinkonform, d.h. widerspricht der marktwirtschaftlichen Ordnung. Denn der *lender of last resort* vergibt Kredit, wenn sich alle Marktteilnehmer aus dem entsprechenden Kreditmarkt zurückziehen.⁴²

⁴¹ Die entsprechende Passage in Bagehot (1873, 51 – zitiert aus Madigan 2009) lautet: „the holders of the cash reserve must be ready not only to keep it for their own liabilities, but to advance it most freely for the liabilities of others. They must lend to merchants, to minor bankers, to this man and that man’, whenever the security is good.“ Wie schon angedeutet, steht daher der “Test”, den Uhlig (2013b) entwirft, um die Mandatskonformität des OMT-Programms zu analysieren, im Widerspruch zu *lender of last resort* Prinzipien, weil dieser „Test“ vorsieht, dass die Zentralbank 20 Prozent der Staatsanleihen auf jeden Fall der Marktbewertung überlassen soll.

⁴² Es stellt sich die Frage, warum die Marktteilnehmer die Insolvenz der Kreditnehmer erst so spät und plötzlich erkennen. Diese Frage wird nicht nur von OMT-Kritikern oft mit der Überlegung beantwortet, dass der Markt vor der Krise von staatlichen Eingriffen, z. B. einer unglaublichen no-bail out Klausel und einem Stabilitäts- und Wachstumspakt ohne Biss (Issing 2010, Sinn 2013) sowie einer verfehlten Geldpolitik (White 2012, Mayer 2013a) in die Irre geführt wurde. Ohne diese Eingriffe wäre die Krise gar nicht entstanden, weil die Märkte prinzipiell effizient sind. Dem ist zu entgegen, dass mindestens zwei der Krisenstaaten, Irland und Spanien, den Pakt vor der Krise nicht nur nicht verletzt, sondern eine nach den geltenden Kriterien solide Fiskalpolitik betrieben haben. Daraus folgt, dass „even the best fiscal rules and strong enforcement mechanisms cannot rule out that individual member states of the eurozone may face fiscal crises and, possibly, insolvency.“ (Fuest and Peichl 2012, 4) Zudem ist darauf hinzuweisen, dass bei der Diskussion um die Notwendigkeit eines Stabilitäts- und Wachstumspaktes, die vor Inkrafttreten der Währungsunion geführt wurde, der Pakt unter anderem damit begründet wurde, dass man sich auf die disziplinierende Wirkung der Märkte allein nicht verlassen kann, um eine solide Fiskalpolitik der Euro-Mitgliedsstaaten zu gewährleisten. Der Pakt reflektierte daher ein Misstrauen in die Effizienz der Kapitalmärkte, die sowohl vor als auch in einer Krise anzutreffen ist („the constraints imposed by market forces might either be too slow and weak or too sudden and disruptive“ hieß es z.B. im Delors Bericht, zitiert aus Sturm 1997, 151; vgl dazu auch Bordo and James (2013, 19f.)). Insofern können Mängel bei der Implementierung des Paktes kaum als hinreichender Grund für das Fehlverhalten

2. Der *lender of last resort* kann nicht zweifelsfrei belegen, dass er nur gegen Illiquidität angeht, weil es gerade in einer Krise extrem schwierig ist, zwischen Illiquidität und Insolvenz zu unterscheiden (Goodhart 1999). Insofern ist jede Entscheidung, diese Politik einzuschlagen, subjektiv. Genau zu diesem Zweck sind Zentralbanken aber gegründet worden (Goodhart 1988).⁴³ Ihnen diese Entscheidung abzunehmen, ist eine Absage an fast 200 Jahre Zentralbankgeschichte.
3. Der *lender of last resort* stellt immer einen Risikoumverteilungsmechanismus dar, weil er immer Forderungen gegenüber Kreditnehmern aufkauft, deren Solvenz angezweifelt wird. Dies gilt unabhängig davon, ob er Forderungen an private oder staatliche Kreditnehmer erwirbt, die der Markt nicht mehr halten will. Das Haftungsrisiko, das aufgrund der Rollenvorgabe „to lend freely“ nicht limitiert ist, übernimmt der *lender of last resort* ohne formalen Parlamentsbeschluss.
4. *Lender of last resort* Politik birgt – wie jede Versicherung, und der *lender of last resort* ist eine institutionalisierte Versicherung gegen Illiquidität – immer ein *moral hazard* Risiko (Goodhart 1999). Sie setzt negative Anreizeffekte, weil stets nur die schwachen, in der Vorkrisenperiode „unverantwortlich“ handelnden Kreditnehmer und Kreditgeber direkt davon profitieren. Regulierung und Kontrolle sind erforderlich, diesen Effekten entgegenzutreten.
5. Es sind aber gerade die starken und in der Vorkrisenperiode verantwortlich handelnden Kreditnehmer und –geber, die ein Interesse an einem zügig und durchgreifend handelnden *lender of last resort* haben. Denn ohne dieses Handeln müssen sie befürchten, über Ansteckungseffekte selbst in die Illiquidität und damit in den Konkurs getrieben zu werden.⁴⁴
6. Der *lender of last resort* benötigt einen Partner, der das Solvenzrisiko trägt, dass er wegen (2) – (4) eingeht. Der Partner einer Zentralbank als *lender of last resort* ist der Staat. Nur mit diesem Partner kann die Zentralbank ausschließen, dass die Ausübung der *lender of last resort* Funktion, die Bekämpfung von Liquiditätsrisiken, nicht von der Übernahme möglicher Solvenzrisiken, kurz- wie mittel- und langfristig, konterkariert wird (Goodhart 1999), oder allgemeiner formuliert: die

ten der Kapitalmärkte in der Vorkrisenperiode gelten, weil ein solches Fehlverhalten auch ohne Pakt zu erwarten gewesen wäre. Ähnlich lässt sich für die Geldpolitik und den *lender of last resort* argumentieren, der sowohl historisch (Goodhart 1988) als auch mit Bezug zur Krise 2008/2009 (Weber 2009a) seine *raison d’être* gerade aus der Überlegung ableitet, dass von der Vorstellung effizienter Märkte Abschied zu nehmen ist.

⁴³ Dass sich die EZB das Recht einräumt allein zu entscheiden, ob sie zugunsten von ESM-Ländern auf dem Staatsanleihenmarkt interveniert, steht daher im Einklang mit der von Zentralbanken mehrheitlich geteilten Auffassung, dass der *lender of last resort* „is a privilege, not a right“ (Freixas and Rochet 2008, 244). Es kann keine klaren Regeln geben, die die Aktionen des *lender of last resort* auslösen oder festlegen.

⁴⁴ Entstehung und Funktionsweise von Commercial Banks Clearing Houses in den Vereinigten Staaten, die vor Gründung der Federal Reserve die *lender of last resort* Funktion ausübten, verdeutlichen diese Überlegungen von Institutionen, die als solvent gelten; vgl. Gorton and Mullineaux (1987) sowie – auch im Vergleich zur Eurokrise – Winkler (2011b).

Ziele Finanz- und Preisniveaustabilität in Widerspruch zueinander geraten.⁴⁵ Der Staat stimmt dieser Rollenverteilung zu, weil Konkurse und Zusammenbrüche von unter Insolvenz-Verdacht geratenen Kreditnehmern in einer Finanzkrise hohe realwirtschaftliche Kosten aufweisen, die die nach Ablauf der Krise ermittelbaren Kosten der Übernahme von Solvenzrisiken erheblich übertreffen.⁴⁶ Folglich ist in einer akuten Krisensituation die Kreditvergabe an einen insolventen Kreditnehmer angesichts der Ansteckungseffekte das kleinere Übel im Vergleich zur ungeordneten Insolvenz (Goodhart 1999).⁴⁷

Lender of last resort Politik widerspricht daher inhärenterweise ordnungspolitischen Grundsätzen. Sie (1) verstößt gegen marktwirtschaftliche Prinzipien, (2) ohne zweifelsfrei die Notwendigkeit dafür belegen zu können, (3) verteilt ohne Parlamentsbeschluss Risiken vom privaten Sektor auf den Staat bzw. zwischen den Staaten um, (4) löst negative Anreizeffekte

⁴⁵ Konrad (2013, 438) erkennt „aus ökonomischer Sicht“ zunächst keinen geldpolitischen Zweck darin, dass die EZB das OMT-Programm an ein ESM-Programm knüpft, um dann auszuführen, dass die EZB den Staat benötigt, um *moral hazard* Problemen zu begegnen. Dies ist jedoch ein Kernaspekt der *lender of last resort* Literatur, national (Goodhart 1999) wie international (Obstfeld 2009). Somit deutet die entsprechende Passage in Konrad (2013) an, dass entweder *der lender of last resort* einer „ökonomischen Sicht“ widerspricht, oder *die lender of last resort* Literatur für die Eurokrise als nicht relevant angesehen wird.

⁴⁶ Die 2008/2009 geschaffenen Stabilisierungsfonds sind der institutionelle Ausdruck dieses Zusammenspiels der beiden Partner in der globalen Finanzkrise. Nur aufgrund des SoFFin hat Stark (2009) recht, wenn er ausführt, dass die EZB mit ihrer umfangreichen Liquiditätszufuhr die „Zahlungsunfähigkeit solventer Banken“ vermieden hat. Denn einige Banken, die von der EZB refinanziert wurden, waren – aus heutiger Sicht – nicht solvent. Entsprechend mussten Verluste insolventer Banken vom SoFFin, d.h. vom deutschen Steuerzahler, übernommen werden. Diese betragen seit seiner Gründung kumuliert 21,5 Milliarden Euro (<http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/bankenrettungsfonds-soffin-schreibt-2012-erstmal-gewinne-a-899558.html>) Das ist eine große Summe. Sie ist aber klein gemessen am Anstieg der Staatsverschuldung, der als Folge der Finanzkrise 2008 auftrat. Dabei stand die Bekämpfung der realwirtschaftlichen Folgen des Konkurses von *Lehman Brothers* im Mittelpunkt, also des Verzichts auf eine Bankenrettung in den USA. Laut Bundesbank stieg die deutsche Staatsverschuldung um EUR 400 Milliarden, von EUR 1652,6 Mrd. Ende 2008 auf EUR 2056,1 Mrd. Ende 2010 an. Es ist daher abwegig, die Bankenrettung der Jahre 2008/2009 als „schlechten Deal“ der Politik zu kennzeichnen. Denn dieses Urteil blendet die Kosten der Nicht-Rettung aus. Genau dies charakterisiert aber weite Teile der Berichterstattung zur Banken- und Eurorettung in den Medien. Dabei werden sie von Ökonomen unterstützt, die die Opportunitätskosten des Nicht-Handelns, die als Folge von Ansteckungseffekten und liquiditätsbedingten Marktanspannungen auftreten würden, ignorieren, weil sie in ihrer Gedankenwelt gar nicht vorkommen (Winkler 2012).

⁴⁷ Insofern ist die Sonderrolle, die der EZB beim Schuldenschnitt Griechenlands zuteil wurde, mit den *lender of last resort* Prinzipien vereinbar. Der Staat, hier: die Euro-Staatengemeinschaft, muss den *lender of last resort* schützen, damit dieser glaubhaft Liquiditätsrisiken entgegenreten kann. Auch die EZB-Politik gegenüber den zyprischen Banken, die gerade in Deutschland sehr kritisch gesehen wurde (vgl. z.B. N.N. (2013)), folgte konsistent der *lender of last resort* Logik. Solange davon auszugehen war, dass Zypern erfolgreich unter den ESM Rettungsschirm schlüpft, bekämpfte die EZB mit ihrer Kreditvergabe an diese Banken ein Liquiditätsproblem (genauso wie sie im September/Okttober 2008 die Kreditvergabe an die *Hypo Real Estate* in der berechtigten Hoffnung aufrecht erhielt, dass der deutsche Staat, eine Insolvenz der HRE verhindern würde). Als das erste Rettungspaket Zyperns scheiterte, gab es eine neue Situation, in der es unklar war, ob Zypern wirklich ein ESM-Programm erhalten würde. Darauf reagierte die EZB korrekterweise, indem sie darauf hinwies, dass eine weitere Refinanzierung zyprischer Banken nicht mehr möglich ist, weil die Banken insolvent sind: „Voraussetzung zur Teilnahme an Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems ist ... die Solvenz des Geschäftspartners; ...“ (Bundesbank 2012, 25) Ist diese Voraussetzung nicht gegeben, kann es keine Refinanzierung geben.

aus und (5) verwischt die Grenzen von Geld- und Fiskalpolitik. Entsprechend leicht und eingänglich ist es aus ordnungspolitischer Sicht, das OMT-Programm als mandatswidrig zu kennzeichnen. Aber genauso leicht ist es, mit diesen Argumenten die Vollzuteilungspolitik als mandatswidrig zu kennzeichnen.⁴⁸ Daraus folgt: Entweder wird die *lender of last resort* Logik abgelehnt, dann ist sowohl die Vollzuteilungspolitik als auch das OMT-Programm mandatswidrig. Oder die *lender of last resort* Rolle der Zentralbank wird als Teil der Geldpolitik angesehen; dann sind sowohl Vollzuteilungspolitik als auch OMT-Programm mandatskonform, obwohl sie gegen ordnungspolitische Grundsätze verstoßen. Eine Argumentation, die für den einen Markt, den Interbankenmarkt 2008/2009, die *lender of last resort* Logik akzeptiert, sie aber für den Staatsanleihenmarkt ab 2010 verwirft, ist inkonsistent.

5. OMT und Vollzuteilungspolitik – das Gleiche, aber nicht dasselbe?

Eine Argumentation, die inkonsistent ist, ist nicht notwendigerweise falsch, wenn die Inkonsistenzen auf andere oder sich verändernde Rahmenbedingungen zurückgeführt werden können. Zweimal das Gleiche tun, ist noch lange nicht dasselbe. Es mag also gute Gründe dafür geben, die *lender of last resort* Logik für den Interbankenmarkt zu akzeptieren, und für den Staatsanleihenmarkt abzulehnen. Vier solcher Gründe sollen im Folgenden näher beleuchtet werden, die zwar nicht (alle) vor dem Bundesverfassungsgericht, aber in der öffentlichen Diskussion um das OMT-Programm immer wieder angeführt werden und rechtfertigen sollen, warum es richtig war, die *lender of last resort* Logik bei der globalen Finanzkrise anzuwenden, während sie für die Bekämpfung der Eurokrise strikt abzulehnen ist. Sie lauten wie folgt:

1. Der EZB fehlt im Euroraum der Staat als Partner, um die Rolle des *lender of last resort* spielen zu können.
2. Der *lender of last resort* ist in einer akuten, kurzfristigen Krisensituation das richtige Politikinstrument. Eine solche Situation lag in den Monaten nach dem Konkurs von *Lehman Brothers* vor. Die Eurokrise zieht sich dagegen schon seit Jahren hin, so dass die *lender of last resort* Rolle nicht mehr angemessen ist.
3. Das amerikanische Beispiel zeigt, dass der *lender of last resort* für Substaaten in einer Währungsunion nicht erforderlich ist.
4. Die Wirtschaftsgeschichte, gerade in Deutschland, lehrt, dass der Ankauf von Staatsanleihen durch die Zentralbank letztendlich immer inflationär ist.

⁴⁸ Es sei darauf hingewiesen, dass es in 2008 – gerade in Deutschland – eine Reihe von Ökonomen und Kommentatoren gab, die die geldpolitische Reaktion auf den Konkurs von *Lehman Brothers* mit den gleichen Argumenten kritisierten, die die OMT-Kritiker vortragen, und bereit waren, die entsprechenden Konsequenzen zu tragen (die aus ihrer Sicht zumindest mittel- bis langfristig positiv sind, weil den marktwirtschaftlichen Prinzipien genüge getan wird); vgl. z.B. Starbatty (2008). In der breiten Öffentlichkeit war die „Bankenrettung“ daher auch ebenso unpopulär wie die „Eurorettung“.

Ad 1) Der EZB fehlt im Euroraum der Staat als Partner, um die Rolle des lender of last resort spielen zu können

Es ist bekannt, dass es für das Euro-Währungsgebiet den einen Staat als Partner des *lender of last resort* nicht gibt (Goodhart 1998, James 2011). Dies kann als schweres Versäumnis der Währungsunion und als Bestätigung der Position gewertet werden, die die Deutsche Bundesbank zu Beginn des Prozesses, der zur Währungsunion führte, vertrat. Danach ist eine Währungsunion letzten Endes „eine nicht mehr kündbare Solidargemeinschaft, die nach aller Erfahrung für ihren dauerhaften Bestand eine weitergehende Bindung in Form einer umfassenden politischen Union benötigt.“ (Deutsche Bundesbank 1990, 41). Dennoch ist es unzulässig, wenn die EZB über das OMT versucht, dieses Versäumnis nachträglich zu korrigieren. Denn dazu ist sie nicht ausreichend legitimiert (Sinn 2013, 64). Entsprechend ist es problematisch, wenn die Geldpolitik über das OMT-Programm „solche Entscheidungen in Teilen vorwegnahme und etwa umfängliche staatliche Solvenzrisiken über die Zentralbankbilanzen faktisch vergemeinschaftete.“ (Weidmann 2013c)

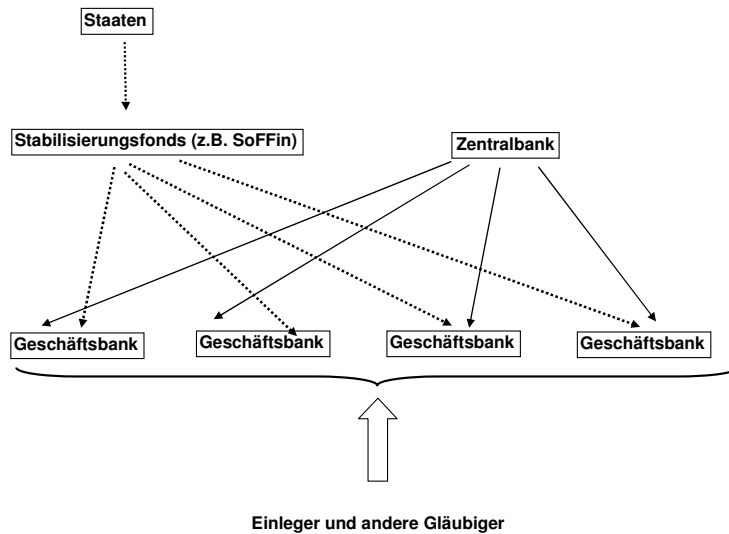
Das Argument ist richtig. Aber ist es auch zutreffend? Ist mit dem ESM, an den sich das OMT explizit knüpft, nicht der Ansatzpunkt eines gemeinsamen Staates in Europa entstanden, der explizit für jene Aufgaben geschaffen wurde, die für eine erfolgreiche Ausübung der *lender of last resort* Funktion unbedingt notwendig ist? Für diese These spricht – wie in den Abschnitten 2 und 3 gezeigt und in Abbildung 6 illustriert –, dass der ESM in der Eurokrise die gleiche Rolle spielt wie der SoFFin und andere Stabilisierungsfonds in der globalen Finanzkrise: Beiden Fonds geht es nicht um die „Rettung“ einer Bank oder eines Landes (obwohl beide dies leisten), sondern um die „Wahrung der Finanzstabilität des Euro-Währungsgebiets insgesamt“ bzw. der „Stabilisierung des Finanzmarktes“. Beide sind im Volumen limitiert. Es gibt demnach gute Gründe, den ESM als vergleichbaren Partner der EZB bei der Bewältigung der Eurokrise anzusehen wie SoFFin und andere Stabilisierungsfonds bei der Bewältigung der globalen Finanzkrise. Dann ist aber das OMT ebenso legitimiert wie die Vollzuteilungspolitik 2008/2009.

Indem die EZB das Inkraftsetzen des OMT-Programms an ein ESM-Programm knüpft, legt sie zudem die Vorentscheidung über die Aktivierung des Programms in die Hände des ESM. Es ist also kein „Gremium von Fachleuten“ (Sinn 2013, 64) in der EZB, das darüber entscheidet, ob eine „systemische Krise“ (im Gegensatz zur Refinanzierungskrise eines Einzelstaates) vorliegt, sondern eine demokratisch legitimierte Institution, die von den Parlamenten der Mitgliedsstaaten explizit mit dem Ziel gegründet wurde, die Wahrung der Finanzstabilität des Euro-Währungsgebietes insgesamt zu sichern.⁴⁹

⁴⁹ Das heißt nicht, dass man mit den Entscheidungen des ESM aus einer ökonomischen Perspektive immer einverstanden sein muss, da diese vermutlich auch politische Überlegungen widerspiegeln. Aber dies gilt auch für die Entscheidungen des SoFFin. Folglich soll der Vergleich lediglich zeigen, dass die EZB beim OMT-

Abbildung 6: Der Staat als Partner des lender of last resort

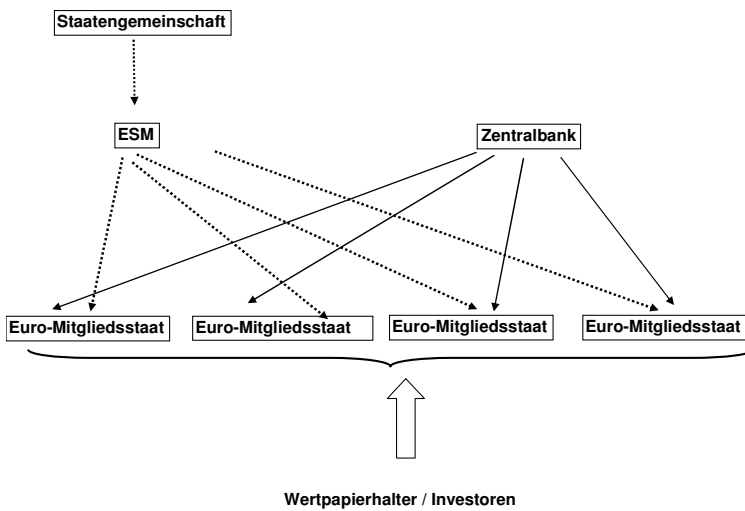
a) Finanzstabilität – Banken, 2008/2009



Erläuterung

- > Liquidität: *lender of last resort* (Vollzuteilungspolitik)
-> Solvenz: Rekapitalisierung, Garantien etc.
- ⇨ Fristentransformation

b) Finanzstabilität – Staaten, 2012/2013



Erläuterung

- > Liquidität: *lender of last resort* (OMT-Programm)
-> Solvenz: Kredite
- ⇨ Fristentransformation

Quelle: Eigene Zusammenstellung in Anlehnung an Winkler (2011b)

Programm auf eine Konstruktion zurückgreift, die in der 2008/2009 Finanzkrise angewandt wurde und deren Einklang mit dem EZB-Mandat nicht in Frage gestellt wurde.

Unbestritten bleibt, dass mit dem OMT Haftungsrisiken für die EZB und damit ihre Eigentümer entstehen. Die Handhabung dieser Risiken entspricht jedoch dem Vorbild der Finanzkrise 2008/2009. Zudem sind die Risiken des Nicht-Handelns, die in den kritischen Stellungnahmen der OMT-Kritiker nicht erwähnt werden, zu berücksichtigen.⁵⁰ Es sind diese Kosten und nicht der Zwang durch das Handeln der Notenbank, die die Politik bewegen hat, den ESM mit der Zielsetzung „Sicherung der Finanzstabilität der Eurozone als Ganzes“ zu gründen. Finanzstabilität ist ein öffentliches Gut (Goodhart 1999), das gemeinsam von Zentralbank und Staat produziert wird.

Die Interpretation des ESM als Ansatz eines sich für die *lender of last resort* Aktivitäten der EZB geeigneten staatlichen Partners auf der Ebene des Euroraums muss man nicht teilen. Es wäre daher folgerichtig, wenn Ökonomen und Bundesbank eine Klage gegen das OMT vor dem Bundesverfassungsgericht mit dem Ziel begleiten würden, feststellen zu lassen, ob diese Interpretation des ESM korrekt ist oder zu weit geht. Denn der *lender of last resort* bedarf eines ausreichend legitimierten Partners, um erfolgreich handeln zu können. Dies würde allerdings bedeuten, dass ein für das OMT negatives Urteil aus Karlsruhe nur zwei Schlussfolgerungen haben könnte: entweder den Euro aufzugeben oder schnell die rechtlichen Rahmenbedingungen dafür zu schaffen, dass das OMT den juristischen Test besteht.

Beide Optionen entsprechen aber nicht der Mehrheitsmeinung der deutschen Ökonomen zur „Eurorettung“. Denn diese wird in einer Rückbesinnung auf die ordnungspolitisch korrekte Interpretation des Maastrichter Vertrages gesehen, wonach das Primat der Währungspolitik und die nationale Eigenverantwortlichkeit und Haftung der Euro-Mitgliedsstaaten gelten (Feld 2012, Feld et al. 2012).⁵¹ Die *lender of last resort* Perspektive ist daher als Grundlage einer Klage gegen das OMT-Programm denkbar ungeeignet. Ihr wird daher – im Gegensatz zur Vollzuteilungspolitik – nicht widersprochen, weil es keinen europäischen Staat gibt, sondern weil man selbst Ansätze eines solchen Staates aus grundsätzlichen ordnungspolitischen Erwägungen nicht will.⁵² Insofern ist die juristisch sicherlich interessante Frage, ob das OMT man-

⁵⁰ Dabei muss man nicht so weit gehen, wie Weber (2009b), der die Rettung der Hypo Real Estate als „alternativlos“ bezeichnet, weil „der Zusammenbruch eines weiteren systemrelevanten Instituts zu schwersten Verwerfungen innerhalb des deutschen Finanzsystems geführt“ (Weber 2009b, 6) hätte. Man muss auch nicht Eichengreen (2010) folgen, der einen Zusammenbruch des Euro als die Mutter aller Finanzkrisen charakterisiert. Aber dass diese Kosten extrem hoch wären, steht außer Frage.

⁵¹ Weidmann (2013c) drückt sich vorsichtiger aus, indem er den Weg in Richtung einer grundlegenden „Vertiefung der Europäischen Integration, etwa in Form einer gemeinschaftlichen Haftung oder einer gemeinschaftlichen Finanz- und Wirtschaftspolitik“ zwar nicht ausschließt, aber auch nicht unterstützt (das heißt explizit nicht auf die Auffassung zurückgreift, die in Deutsche Bundesbank (1990) vertreten wird). Seine Skepsis gegenüber diesem Weg wird lediglich in der Nebenbemerkung deutlich, die er einfließen lässt, um auszuführen, dass Schritte in diese Richtung „unabhängig davon, wie sinnvoll diese sind“ ausreichend legitimiert werden müssen.

⁵² Mit Goodhart (1998, 408) kann es auch so ausgedrückt werden: Ansätze eines solchen Staates werden abgelehnt, weil die ordnungspolitische Grundüberzeugungen, zurückgehend auf Menger (1892), Geld als Ausdruck eines „private sector, market-oriented response to overcome the transaction costs inherent in barter“ ansehen und nicht als Schuldtitel, bei dessen Emission der Staat stets eine zentrale Rolle gespielt hat; vgl. dazu auch Richter (2013).

datums- und damit rechtswidrig eine Vergemeinschaftung von Schulden und Risiken bzw. eine Vermengung von Fiskal- und Geldpolitik ohne Rechtsgrundlage erzwingt, aus ordnungspolitischer Sicht irrelevant.

Zusammenfassend kann daher festgehalten werden: das Argument, dem *lender of last resort* in Gestalt des OMT-Programms fehle im Gegensatz zum *lender of last resort* in Gestalt der Vollzuteilungspolitik der staatliche Partner, liefert keine ökonomische Erklärung dafür, den *lender of last resort* als eine angemessene Reaktion auf die Finanzkrise 2008/2009 zu kennzeichnen, während er zur Lösung der Eurokrise ungeeignet ist. Im Gegenteil: das Argument des fehlenden Partners macht aus ökonomischer Sicht nur Sinn, wenn man konsistent eine *lender of last resort* Perspektive einnimmt.

Ad 2) Der lender of last resort ist nur in einer akuten, kurzfristigen Krisensituation das richtige Politikinstrument.

Ein zweites Argument, die unterschiedlichen Bewertungen der EZB-Krisenpolitik in den Jahren 2008/2009 und seit dem Jahr 2010 zu rechtfertigen, ist die Dauer des Kriseneinsatzes selbst. Während ordnungspolitisch auch der Kriseneinsatz 2008/2009 prinzipiell abzulehnen war und ist, kann er mit der Intensität der Krise und als kurzfristiges Mittel im Augenblick einer temporären und bisher nicht bekannten Zuspitzung des systemischen Risikos (Barbier 2008) als „alternativlos“ (Weber 2009b, 6) verteidigt werden. Die globale Finanzkrise wurde dann auch rasch beigelegt. Die Krisenmaßnahmen liefen aus – zumindest in den USA (Madigan 2009) – und die Geldpolitik ging zur Tagesordnung über.⁵³ Die Eurokrise geht aber mittlerweile in ihr viertes Jahr, so dass ein Einsatz jener Instrumente, die 2008/2009 in einer absoluten Ausnahmesituation als vertretbar galten, nicht mehr zu rechtfertigen ist.

Dieses Argument ist richtig. Es ist für eine Volkswirtschaft schädlich, über einen längeren Zeitraum im Krisenmodus gesteuert zu werden. Allerdings verdreht das Argument Ursache und Wirkung, wenn es darum geht, das OMT abzulehnen, die Vollzuteilungspolitik jedoch als richtig, oder zumindest notwendiges Übel anzusehen. Denn die rasche Beilegung der globalen Finanzkrise ist auch darauf zurückzuführen, dass die EZB damals „sehr entschlossen und zügig, auch mit außergewöhnlichen Maßnahmen“ (Weber 2009a, 5) reagierte.⁵⁴ Dazu zählen der unbeschränkte Einsatz des *lender of last resort*⁵⁵ sowie die finanzmarktpolitischen Instrumente in Form der diversen Stabilisierungsfonds (und in Deutschland: die zeitlich und im Volumen unbegrenzte und an keine Bedingungen geknüpfte Garantie aller Bankeinlagen durch die Bundeskanzlerin und den Finanzminister).

⁵³ In dem Sinne, dass es keine Krisenpolitik mehr war. Dennoch erhielt die Geldpolitik angesichts der Nullzinsgrenze über *quantitative easing* eine neue Form (vgl. Box 1).

⁵⁴ Die folgende Argumentation ist bereits in Winkler (2010) und Winkler (2012) enthalten.

⁵⁵ Zur Erinnerung: diese damals als unbestritten geldpolitische Maßnahme angesehene Reaktion wurde durch eine expansive Fiskalpolitik in allen entwickelten Volkswirtschaften begleitet.

Diese Entschlossenheit war glaubwürdig, weil der Einsatz dieser Instrumente von Seiten der geld- und fiskalpolitischen Entscheidungsträger, Politikern, der deutschen Wirtschaftswissenschaft sowie der veröffentlichten Meinung praktisch nicht hinterfragt wurden, obwohl er genauso (streng genommen: noch stärker) gegen die von Weidmann (2013a) als zentral aufgeführten ordnungspolitische Grundsätze verstößt, nämlich gegen das Haftungsprinzip und das Primat der Währungspolitik, wie in der Eurokrise.⁵⁶ Zumindest offiziell gab es jedoch kein Tabu beim Instrumenteneinsatz. Niemand wies (immer wieder) darauf hin, dass auch in der Krise nicht alles erlaubt sei (Weidmann 2013d). Kein Fraktionsvorsitzender einer Regierungspartei forderte die EZB auf, sich mit Gründung des SoFFin aus der Refinanzierung von Banken zurückzuziehen.⁵⁷ Damals was alles erlaubt, was Vertrauen stiftet. Denn nur über eine Rückkehr des Vertrauens ließ sich die Alternative, der Zusammenbruch des deutschen (und internationalen) Finanzsystems, abwenden.

Der Gegensatz zum Frühjahr 2010, als die Eurokrise mit der Krise um die griechischen Staatsfinanzen und Statistiken begann, ist frappierend: Statt auf die bewährten Kriseninstrumente zu setzen, wurde sich nun um die Durchsetzung des Haftungsprinzips und des Primats der Währungspolitik bemüht. Erst als in der zweiten Maiwoche 2010 klar wurde, dass diese Strategie zur Implosion des Finanzsystems und des Euros führen würde (Irwin 2013), wurden die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) gegründet und der *lender of last resort*, das SMP, aktiviert. Doch praktisch schon am Tag danach (vgl. Weber 2010b) setzte massive Kritik von geld- und fiskalpolitisch Verantwortlichen sowie der wirtschaftswissenschaftlichen Öffentlichkeit (Franz et al. 2010, Wissenschaftlicher Beirat 2011) ein. Auch unter dem Eindruck dieser Kritik⁵⁸ verzichtete die EZB darauf, die *lender of last resort* Funktion konsequent auszuüben und erwarb Staatsschuldtitel nur in begrenztem Umfang. Gleichzeitig gab es Bemühungen der Politik, den EFSF um die Einführung eines geordneten Insolvenzverfahrens zu ergänzen und damit dem Haftungsprinzip Genüge zu tun. Übersehen wurde, dass damit das Misstrauen gegenüber Staatsanleihen von Euro-Mitgliedsstaaten bestätigt, d.h. der Vertrauensgewinn, der durch die Gründung des EFSF erzielt werden sollte, konterkariert wurde. Als auf dem legendären Spaziergang der Bundeskanzlerin mit dem französischen Staatspräsidenten in Deauville das Insolvenzverfahren beschlossen, ordnungspolitisch also richtig gehandelt wurde, reagierten Sparer und Anleger mit einem Verkauf von Staatsschuldtiteln der Peripheriestaaten. Einen Monat später musste das unter Insolvenzverdacht geratene Irland unter den Rettungsschirm.

⁵⁶ Stark (2009) kann als Beleg dafür gewertet werden, dass man sich dieser Verstöße bewusst war.

⁵⁷ Sinn (2013, 25) zitiert den CDU/CSU Fraktionsvorsitzenden Volker Kauder, der beim EFSF einen solchen Zusammenhang herstellte: "Ich möchte für unsere Koalition ausdrücklich darauf hinweisen: Wenn wir im Zuge der Gestaltung der EFSF klargestellt haben, dass unter bestimmten Voraussetzungen Anleihen am Sekundärmarkt aufgekauft werden können, dann wollen wir aber nicht mehr, dass die EZB in Zukunft solche Anleihen aufkauft. Das muss Aufgabe des Rettungsschirms sein und bleiben."

⁵⁸ Es wird gleich zu zeigen sein, dass dies nicht der einzige Grund für den zögerlichen Einsatz des *lender of last resorts* war.

Das Euro-Krisenmanagement lässt sich wie folgt auf die globale Finanzkrise übertragen: die EZB setzt ihre Vollzuteilungspolitik Anfang 2009 aus, und Bundeskanzlerin und Finanzminister treten im März 2009 vor die Mikrofone und verkünden, dass die Garantie für Bankeinlagen zurückgezogen wird und statt dessen gilt, dass in der Zukunft Banken durchaus Konkurs gehen und Bankgläubiger Verluste erleiden können.

Ein Jahr später, im Herbst 2011, wurde der Schuldenschnitt für Griechenland beschlossen. Man folgte also dem Haftungsprinzip. Sofort gerieten Anleihen von Eurostaaten, die ein Verlustrisiko tragen, erneut unter Druck. Gleichzeitig setzte eine Flucht in den sicheren Hafen, deutsche Staatspapiere und Bankeinlagen, ein. Eine entsprechende Parallele zur globalen Finanzkrise wäre ein von der Bundesregierung forciertes Schuldenschnitt für Verbindlichkeiten der HRE, Commerzbank und diverser Landesbanken gewesen, um die Solvenz dieser Institute wieder- bzw. sicherzustellen. Hätte die Durchsetzung des Haftungsprinzips das Vertrauen in die marktwirtschaftliche Ordnung gestärkt oder zerstört? Wären die deutschen Sparer und Anleger „besonnen“ geblieben oder hätten sie so schnell wie möglich versucht, ihre Guthaben bei den betroffenen Banken zu löschen und in als sicher geltende Banken, z.B. Sparkassen und Genossenschaftsbanken, zu transferieren? Und was hätte dies für den Refinanzierungsbedarf für diese Banken bei der Bundesbank und der EZB und damit für die TARGET Salden bedeutet?

Es zeigt sich: Die Besonderheit der Jahre 2008/2009 im Vergleich zur Eurokrise der Jahre 2010 - ? besteht nicht in der Kürze der Krise nach dem Konkurs von *Lehman Brothers*, sondern in der Entschlossenheit und Glaubwürdigkeit, mit der Geld- und Wirtschaftspolitik jene Instrumente einsetzten, die ordnungspolitisch als fragwürdig gelten. Während diese Entschlossenheit und Glaubwürdigkeit 2008/2009 trotz mancher Bedenken gegeben war, fehlte sie in den Jahren 2010 – 2012. Ökonomisch gibt es für diese Ungleichbehandlung keine Rechtfertigung, und zwar unabhängig davon, welcher Konzeption man folgt: ordnungspolitisch hätte schon 2008 jeder EZB-Kredit an die HRE abgelehnt werden müssen; aus einer *lender of last resort* Perspektive spricht alles für ein entschlossenes und zügiges Eingreifen sowohl 2008/2009 als auch 2010.

Erneut stellt sich die Frage, ob es keinen Grund gibt, mit dem die unterschiedliche Sichtweise auf beide Episoden gerechtfertigt werden kann. Es gibt diesen Grund. Er besteht in den fehlenden institutionellen Rahmenbedingungen auf Euroraum-Ebene, die ein mit 2008 vergleichbares entschlossenes und glaubwürdiges Handeln 2010 nicht zuließen. Der Maastricht-Vertrag hatte für einen solchen Kriseneinsatz schlicht nicht vorgesorgt (Winkler 2011b, Buitter and Rhabari 2012, Schmieding 2013b). Mit dem ESM als permanentem Stabilisierungsmechanismus wurde dieser institutionelle Rahmen nun geschaffen. Das OMT nutzt diesen Rahmen, um mit der gleichen Entschlossenheit wie im Jahr 2008/2009 die Vollzuteilungspolitik für den Bankensektor, die Krise zu entschärfen. Vergleicht man gleiches mit gleichem, werden auch die Ergebnisse gleich: Seit das OMT beschlossen wurde (bzw. seit der Rede von EZB-Präsident Draghi in London (Draghi 2012)) ist die Eurokrise als Finanzkrise aus dem

Blickwinkel der Öffentlichkeit fast ebenso verschwunden wie die globale Finanzkrise nach Gründung des SoFFin und dem Beginn der Vollzuteilungspolitik.⁵⁹ Dies steht im Einklang mit der *lender of last resort* Sicht, mit der OMT- und Vollzuteilungspolitik analysiert wurden.⁶⁰ Zudem bestätigt es die Schlussfolgerung, die aus dem Vergleich beider Politikmaßnahmen gezogen wurde: Die ökonomische Logik, die verwendet wird, um gegen das OMT-Programm zu klagen, stellt a) entweder den *lender of last resort* grundsätzlich vor Gericht, oder b) eine grobe Inkonsistenz gegenüber der ökonomischen Argumentation und Vorgehensweise in der Finanzkrise 2008/2009 dar.

Ad 3) Das amerikanische Beispiel zeigt, dass der lender of last resort für Substaaten nicht erforderlich ist.

Ein zentrales Argument für die Vergleichbarkeit von OMT und Vollzuteilungspolitik ist die Überlegung, dass Banken wie Staaten Fristentransformation betreiben und daher einem liquiditätsbedingten *run* ausgesetzt sein können. Entsprechend bedarf es einer Zentralbank als *lender of last resort*, die diesem ineffizienten Run entgegenwirken kann, sowie eines Zentralstaates bzw. eines diesen vertretenen Stabilisierungsfonds – im europäischen Beispiel: dem ESM –, der die daraus entstehenden Solvenzrisiken für die Zentralbank übernimmt. Das Beispiel der US-Währungsunion signalisiert jedoch, dass diese Argumentation zu kurz greift.⁶¹ Denn in den USA werden die Bundesstaaten weder von der Bundesregierung (oder einem dem ESM ähnlichen Stabilisierungsfonds) noch von der Zentralbank bei Finanzierungsschwierigkeiten unterstützt. Es gibt zudem historische Beispiele, die Zeit vor dem US-Bürgerkrieg zurückgehen (Wallis et al. 2004), in der die *no-bail out* Klausel für die Bundesstaaten ange-

⁵⁹ Selbst der überraschende Ausgang der Wahlen in Italien im Februar 2013 änderte daran nichts. Es waren die Verhandlungen und die Ergebnisse zum Rettungspaket für Zypern, die die Eurokrise wieder anfachten. Und erneut lautete der Grund dafür, dass die Euro-Krisenmanager das Haftungsprinzip zumindest teilweise durchsetzen wollten (und schließlich auch durchsetzten). Die Tatsache, dass Zypern ein kleines Land ist und einen „besonderen“ Bankensektor hat, erleichterte dies. Die Größe des Landes ließ Ansteckungseffekte, sofern sie überhaupt auftreten, beherrschbar erscheinen, auch aufgrund der seit 2010 geschaffenen Instrumente, also ESM und OMT. Die „Besonderheiten“ des zypriotischen Bankensektors, vor allem die hohen Einlagen von Kunden, die außerhalb des Eurogebietes ansässig sind, reduzierten die ohnehin geringe Neigung, die Gläubigerhaftung auszusetzen und durch eine Haftung des europäischen Steuerzahlers zu ersetzen. Dabei unterlief dem Krisenmanagement jedoch der entscheidende Fehler, im ersten Rettungspaket Gläubiger mit Einlagen unter EUR 100.000 in die Haftung einzubeziehen, also Gläubiger, die von der Einlagenversicherung geschützt waren. Dies führte zu einem erheblichen Vertrauensverlust, dem man z.B. in Deutschland meinte nur dadurch begegnen zu können, die im Oktober 2008 abgegebene Garantie für alle Spareinlagen zu bekräftigen.

⁶⁰ Die makroökonomische Krise im Euroraum hält dagegen an. Da die EZB – wie die Federal Reserve 2009 – nun mit der Nullzinsgrenze konfrontiert ist, gibt es entsprechende Überlegungen und Ansätze das geldpolitische Instrumentarium, einschließlich der Kommunikationspolitik, dieser speziellen Situation anzupassen. Dies sollte aber – wie in Box 1 am Beispiel der Federal Reserve ausgeführt – nicht mit Finanzkrisenpolitik verwechselt werden. Wie im amerikanischen Beispiel wäre es zudem hilfreich, wenn die europäische Fiskalpolitik der makroökonomischen Krise Rechnung tragen würde, bzw. wenn verstanden werden würde, dass dieser Krise Rechnung getragen werden muss (Sandte 2013b, Schmieding 2013a, IMF 2013).

⁶¹ Der Vergleich zwischen dem Euroraum und den USA, manchmal zugespitzt zu Griechenland und Kalifornien, ist ein wesentlicher Bestandteil der Debatte um den richtigen wirtschaftspolitischen Kurs in der Eurokrise, der auch (aber nicht nur) von den OMT-Kritikern verwendet wird, um ihre Argumentation zu stützen. Vgl. z.B. Bertola et al. (2013) sowie Fuest and Peichl (2012).

wandt wurde. Es ist demnach möglich, eine Währungsunion auch ohne einen ESM-vergleichbaren Stabilisierungsfonds und eine Zentralbank, die ein OMT-vergleichbares Programm beschließt, zu gestalten. Schließlich zeigt das Beispiel der Vereinigten Staaten, dass der Vergleich zwischen OMT und Vollzuteilungspolitik in die Irre führt: während die Federal Reserve dem US-Banken- und Finanzsystem als *lender of last resort* in der globalen Finanzkrise zur Verfügung stand, lehnt sie eine solche Rolle für die US-Bundesstaaten ab, obwohl die gleiche ökonomische Logik ein *lender of last resort* Verhalten auch für die Bundesstaaten nahelegt.

Das Argument ist richtig, übersieht aber drei entscheidende Unterschiede zwischen den USA und der Eurozone, die die strikte Anwendung der no-bail out Klausel für Bundesstaaten in den USA erklären.

1. Die USA verfügen im Gegensatz zum Euroraum über einen Zentralstaat, über eine Fiskalunion, dessen Haushalt in der Vorkrisenperiode Ausgaben in einer Größenordnung von 36% des Bruttoinlandsprodukts tätigte (zum Vergleich: die Ausgaben des EU-Haushalts belaufen sich auf rund 1% des EU-Bruttoinlandsprodukts). Dies bedeutet, dass die realwirtschaftlichen Effekte eines Bundesstaatenkonkurses in den USA vermutlich groß, aber nicht dramatisch sein würden, weil alle Ausgaben des Bundes, darunter auch Transfers an die Bundesstaaten selbst, weiterlaufen würden. Sofern es sich um bundesstaatliche Versicherungen, wie z.B. die Arbeitslosenversicherung, handelt, würden sie sogar anti-zyklisch wirken (Krugman 2011).
2. Die USA sind eine Bankenunion. Zu den auf der Bundesebene angelegten Sicherungssystemen zählt auch die Einlagenversicherung (*Federal Deposit Insurance Corporation*, FDIC), die – zusammen mit der einzelstaatlichen Regulierungsbehörde und dem zentralstaatlichen *Office for the comptroller of the currency* – für die Abwicklung insolventer Banken zuständig ist. Folglich findet das Management regionaler Banken Krisen auf der zentralstaatlichen Ebene statt. Entwicklungen wie in Irland und Spanien, in denen die Zweifel an der Solvenz des Staates nicht zuletzt aus den (getätigten oder noch zu erwartenden) staatlichen Rettungsmaßnahmen für die Banken resultieren, sind in den US-Bundesstaaten ausgeschlossen (Krugman 2011, Gros 2012).
3. Der US-Zentralstaat und die Federal Reserve haben seit der Krise eine expansive Fiskal- und Geldpolitik betrieben, deren Ziel es war, eine Wiederholung der Großen Depression Anfang dreißiger Jahre zu verhindern. Im Zuge dieser Politik hat der US-Zentralstaat eine expansive Fiskalpolitik implementiert, als deren Ergebnis die US-Staatsverschuldung von 2007 bis 2012 von 66 auf 106 Prozent des Bruttoinlandsprodukts gestiegen ist (im Vergleich: im Euroraum von 66 auf 93 Prozent).⁶² Gleichzeitig hat die Federal Reserve eine

⁶² Die Federal Reserve hat angesichts dieses fiskalpolitischen Kurses stets auf eine glaubwürdige langfristige Konsolidierungsstrategie gedrängt, die auch den strukturellen Problemen im Gesundheitsbereich sowie bei der Alterung der Gesellschaft gerecht wird. Gleichzeitig hat sie immer wieder betont, dass die konjunkturellen Effekte eines Übergangs zu einer restriktiveren Fiskalpolitik zu berücksichtigen sind. Erst im Mai 2013 erklärte Chairman Bernanke, dass die aufgrund des politischen Patts im Kongress eingeleitete fiskalpolitische Restrik-

expansive Geldpolitik betrieben: die Federal Funds Rate steht seit Ende 2008 bei 0,25 Prozent, und seit 2009 gab es drei *quantitative easing* Programme.

Diese Unterschiede sind bei der Bewertung der US und Euro-Krisenpolitik von erheblicher Bedeutung.⁶³ Denn ein starker Zentralstaat, mit Fiskal- und Bankenunion, der sich zusammen mit der Zentralbank seiner makroökonomischen und systemischen Verantwortung bewusst ist und dieser auch gerecht wird, schafft ein institutionelles und wirtschaftspolitisches Umfeld, in dem systemische Effekte des Konkurses einzelner Staaten oder Banken nicht oder kaum auftreten. Denn die Gläubiger anderer Staaten oder Banken wissen aufgrund dieses Umfelds, dass der Konkurs eines einzelnen Staates oder einer einzelnen Bank kaum einen oder gar keinen Hinweis auf die Wahrscheinlichkeit eines Konkurses eines anderen Staates oder einer anderen Bank liefert.⁶⁴ „A real financial crisis [die durch eine Überschussnachfrage nach Zentralbankgeld charakterisiert ist – Anm. d. Verf.] occurs only when institutions do not exist“ (Schwartz 1986, 12) In den USA bestehen aber seit 1913 (Gründung der Federal Reserve)⁶⁵ bzw. 1933 (Gründung der FDIC, der Zentralstaat expandiert und übernimmt konjunkturpolitische Verantwortung (DeLong 1998, Bordo et al 2013)) diese Institutionen. Die USA sind zudem bereit, verbleibende systemische Risiken direkt anzugehen, wie das Beispiel des *AIG-bail out* sowie die erzwungene Bankenkapitalisierung durch den Staat nach dem *Lehman*-Konkurs zeigen (Walter 2013). Die USA grenzen demnach Krisen mit einem Management erfolgreich ein, ohne einzelnen Bundesstaaten eine Bestandsgarantie zu geben, d.h. das Haftungsprinzip auszuhebeln. Nach Überwindung einer Finanzkrise und für die nicht-systemrelevanten Institute gilt dies auch für Banken, so dass eine „Zombifizierung“ (Fuest in Kwasniewski 2013) des Bankensystems vermieden wird.

Im Euroraum ist jedoch kein den USA vergleichbares institutionelles Umfeld gegeben: weder gibt es eine Fiskal- noch eine Bankenunion. Fiskal- und Geldpolitik in Europa sind in den letzten Jahren zudem restriktiver gestaltet worden als in den USA. Überwiegend lehnen Kritiker von OMT und ESM, die sich dabei auf die in den Vereinigten Staaten praktizierte *no-bail out* Klausel berufen, es auch ab, Schritte zu unternehmen, Europa institutionell wie makropo-

tion so groß ist, dass die konjunkturellen Effekte von der Geldpolitik – angesichts der Nullzinsgrenze – nicht kompensiert werden können (Bernanke 2013).

⁶³ In Box 3 wurde bereits hingewiesen, dass ein (verschuldeter) Zentralstaat und eine die Zentralbankgeldversorgung über Staatsanleihenkäufe organisierende Zentralbank notwendige Voraussetzungen dafür sind, dem US-Vorbild beim Ausgleich von TARGET-Salden zu folgen.

⁶⁴ Ang und Langstaff (2011) zeigen, dass die systemische Komponente in den Renditen, die die US-Bundesstaaten auf ihre Anleihen aufweisen, erheblich niedriger ist als für Euro-Mitgliedsstaaten. Henning und Kessler (2012) weisen darauf hin, dass ohne die expansive, antizyklische Fiskalpolitik des Bundes die Konsolidierung auf der Einzelstaatsebene, also ein ähnlich prozyklisches Verhalten wie es in den Euro-Krisenstaaten zu beobachten ist (IMF 2013a, 40), nur sehr schwer oder gar nicht zu erreichen gewesen wäre.

⁶⁵ Die *Great Depression* erklärt Schwartz (1986) damit, dass die *Federal Reserve* damals ihrer Rolle als *lender of last resort* nicht gerecht wurde und keine bzw. nicht genügend Liquidität bereitstellte; vgl. dazu auch Friedman and Schwartz (1965).

litisch dem amerikanischen Vorbild anzupassen.⁶⁶ Daher ist der Verweis auf die USA als funktionierende Währungsunion mit *no-bail out* Klausel für die Bundesstaaten (und Banken) richtig, aber in hohem Maße selektiv. Denn während die USA für die Bundesstaaten das Haftungsprinzip strikt durchsetzen, haben sie gleichzeitig Institutionen gegründet, die auf der Ebene der Währungsunion Staats- und Bankschulden vergemeinschaften, sowie „entschlossen, zügig und mit außergewöhnlichen Maßnahmen“ bereit sind, systemische Krisen fiskal-, finanzmarkt- und geldpolitisch in einer Weise anzugehen, die der ökonomischen Logik der OMT-Kritiker diametral widerspricht. Das US-Beispiel zeigt stattdessen, welche Kosten sich vermeiden lassen und welche ordnungspolitischen Vorteile sich ergeben, wenn es auf der Zentralstaatebene einen „credible fiscal backstop“ (Pisani-Ferry and Wolff 2012) gibt. Dies heißt nicht, dass dieser Weg kostenfrei ist.⁶⁷ Aber diese Kosten lassen sich in ihrer Gesamtheit und für die Allgemeinheit, d.h. den Steuerzahler, erheblich senken, wenn der Zentralstaat in der Lage und bereit ist, sein Gewicht in die Waagschale zu werfen, d.h. Risiken zu übernehmen.⁶⁸

Der Weg in Richtung „mehr Europa“ wird aber – wie bereits ausgeführt – aus grundsätzlichen ordnungspolitischen Überlegungen abgelehnt (Feld 2012, Feld et al. 2012).⁶⁹ Dann ist es aber

⁶⁶ Kai Konrad, Hans-Werner Sinn und Harald Uhlig haben den Aufruf gegen die Bankenunion unterzeichnet (FAZ 2012). Fuest (2012) und Weidmann (2013e) stehen einer Bankenunion positiv gegenüber, sind aber gegenüber einer Fiskalunion skeptisch. Die US-Fiskal- und Geldpolitik wird überwiegend abgelehnt. Sinn (2013, 49) spricht von „überbordenden Bundesschulden in den USA“. Dass nicht nur der Kurs der EZB, sondern auch der Kurs der Federal Reserve, der Bank of England und der Bank of Japan kritisch gesehen wird, zeigt sich aus der Verwendung der Begriffe „Notenbanken“ bzw. „Zentralbanken“, die Weidmann (2013e) oder Stark (2012) nutzen, wenn sie sich mit der Geldpolitik in den Industrienationen seit 2008 auseinandersetzen. Die veröffentlichte Mehrheitsmeinung zur US-Geldpolitik wird vielleicht am besten von einem TAGES-SCHAU-Beitrag aus dem Jahr 2010 wiedergegeben, wonach der Beschluss der Federal Reserve, zusätzlich Staatsanleihen im Wert von 600 Milliarden Dollar zu erwerben (QE2), in Deutschland „Kopfschütteln“ auslöste und als „ordnungspolitischer Sündenfall“ bewertet wird (Tagesschau 2010).

⁶⁷ Er ist auch nicht konfliktfrei. Insofern ist Bertola et al. (2013) zuzustimmen, dass Schritte in Richtung Fiskalunion mehr „Dynamit als Zement“ bedeuten können, die Währungsunion und damit das politische Integrationsprojekt in Europa also daran zerbrechen könnte. Es geht aber nicht um eine „naive“ Sichtweise nach dem Motto „Wir machen in Europa eine Fiskalunion – und alles wird gut“. Es geht allein um die Frage, und diese wirft das Beispiel USA in aller Deutlichkeit auf, ob Schritte in Richtung Fiskalunion nicht der einzige Weg sind, die Währungsunion gegen jene Schocks zu stabilisieren, die sie in den letzten Jahren in eine existentielle Krise geführt hat. Auf dem Weg zu einer Fiskalunion ließe sich dann mit Richter (2013, 145) feststellen, ob die Bürger der Währungsunion das notwendige gemeinsame „belief system“ aufweisen, das für die erfolgreiche Emission einer gemeinsamen Währung notwendig ist. Ist dieses gemeinsame „belief system“ nicht vorhanden, sollte der Euro aufgegeben werden, da er nicht überlebensfähig ist.

⁶⁸ Dies wird gerade bei der in Deutschland heftig diskutierten Bankenunion deutlich. Die Einlagenversicherungssysteme, die in den USA bis zur Weltwirtschaftskrise wie im Euroraum derzeit auf Bundesstaatenebene angesiedelt waren, waren mit der Finanzkrise 1929-1933 völlig überfordert. Es folgte die Gründung der FDIC, deren Wirksamkeit nicht zuletzt davon bestimmt wird, dass „if ever needed, the FDIC can draw on a line of credit with the US Treasury. FDIC deposit insurance is backed by the full faith and credit of the United States government. This means that the resources of the United States government stand behind FDIC-insured depositors.“ Aizenman (2012); vgl. auch Gros and Schoenmaker (2012).

⁶⁹ Um Missverständnissen vorzubeugen: Es geht in diesem Beitrag allein um die ökonomische Logik und ob sie konsistent angewandt wird. Die *lender of last resort* Perspektive kommt zu der Auffassung, dass der Weg in Richtung „mehr Europa“ ökonomisch notwendig ist. Das heißt aber nicht, dass man „glaubt, „Fiskal- und Bankenunion können quasi über Nacht per Dekret errichtet werden“ (Feld et al. 2012, 31). Zudem spielen ne-

inkonsistent, die USA als positives ordnungspolitisches Beispiel für den Euroraum zu benennen, weil sie diesen Weg in Richtung mehr „Union“ gegangen sind und daher heute institutionell wie makropolitisch das genaue Gegenteil dessen darstellen, was ordnungspolitischen Grundsätzen und Vorstellungen entspricht. Als ordnungspolitischer Alternativentwurf zu OMT-Programm und ESM sind sie daher denkbar ungeeignet. Dann kann aber der Verweis auf die USA nicht als Argument überzeugen, die Vollzuteilungspolitik als mandatskonform und das OMT-Programm als mandatswidrig abzulehnen. Vielmehr deutet der Vergleich mit den USA darauf hin, dass OMT (und ESM) die notwendigen Säulen einer stabilen Währungsunion sind, die vom Staatsaufbau her völlig anders gestaltet ist als es die USA heute sind. Das Beispiel USA lässt zudem erahnen, dass dieses Konstrukt lediglich als Übergangslösung in Richtung „mehr Europa“ funktionieren kann. Denn die Wirtschaftsgeschichte der USA zeigt, dass immer wieder Finanzkrisen ein „mehr Zentralisierung“ erzwingen, die die *no-bail out* Klausel für Bundesstaaten unter den Bedingungen einer modernen Demokratie und eines entwickelten Finanzsystems erst glaubwürdig macht. Sie signalisiert daher, dass der Weg zurück nach Maastricht nicht geeignet ist, den Euroraum zu stabilisieren, während OMT und ESM als Zwischenlösungen in Richtung stärkerer Zentralisierung von Fiskal- und Finanzmarktpolitik erscheinen, wie sie derzeit unter den Begriffen „Fiskalunion“ und „Bankenunion“ (IMF 2013a, 17f.) diskutiert werden.

ad 4) Die Wirtschaftsgeschichte, gerade in Deutschland, lehrt, dass der Ankauf von Staatsanleihen durch die Zentralbank letztendlich immer inflationär ist.

Ein letztes Argument, das es rechtfertigt, die Vollzuteilungspolitik als mandatskonform zu bezeichnen, das OMT-Programm dagegen als mandatswidrig einzustufen, lautet, dass der Ankauf von Staatsanleihen durch eine Zentralbank letztendlich immer inflationär ist, während dies für den Ankauf von Bankschuldtiteln nicht der Fall ist. Dies zeigt die deutsche Wirtschaftsgeschichte eindrucksvoll mit dem Beispiel der Hyperinflation 1922/1923. Aber auch die Erfahrungen heutiger Euro-Mitgliedsstaaten in den inflationären 70er Jahren sprechen für diese These. Es war gerade diese Erkenntnis, die dazu führte, dass im Maastrichter Vertrag das Verbot der monetären Staatsfinanzierung explizit aufgenommen wurde, während die *lender of last resort* Funktion gegenüber Banken gar nicht erwähnt wird.

Im Prinzip ist dieses Argument in Abschnitt 2 bereits diskutiert worden, als festgestellt wurde, dass das Verbot der monetären Staatsfinanzierung im Maastrichter Vertrag zwar enthalten ist, gleichzeitig aber der Ankauf von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt der EZB grundsätz-

ben ökonomischen Aspekten auch noch andere Überlegungen eine Rolle, die bei einer so weitreichenden Entscheidung berücksichtigt werden müssen und dann zu der Entscheidung führen können, den Weg in Richtung „mehr Europa“ nicht zu gehen. Allerdings werden aus einer *lender of last resort* Perspektive klare Alternativen sichtbar: wenn man diesen Weg aus welchen anderen Gründen auch immer nicht gehen will, dann bleibt der Euro instabil. Da an einem instabilen Euro keiner Interesse hat, lautet die Schlussfolgerung aus dieser ökonomischen Perspektive, den Euro aufzugeben (vgl. dazu auch Winkler 2012).

lich erlaubt ist. Da im Maastrichter Vertrag der EZB zudem das primäre Ziel „Preisniveaustabilität“ vorgeschrieben ist, impliziert dies, dass entweder die These, der Ankauf von Staatsanleihen sei letztendlich immer inflationär, falsch oder der Vertrag in sich inkonsistent ist. Da andere Notenbanken, an prominentester Stelle die US-Notenbank, seit Jahrzehnten Geldpolitik über den An- und Verkauf von Staatsanleihen gestalten, kann die These als empirisch widerlegt gelten, der Ankauf von Staatsanleihen durch die Notenbank führe notwendigerweise zur Inflation (gleichzeitig impliziert dies, dass der Maastrichter Vertrag in sich konsistent ist). Schließlich gibt es einige Beispiele dafür, dass eine Zentralbank Inflation, auch Hyperinflation, über eine entsprechend laxen Refinanzierung des Bankensystems hervorrufen kann.⁷⁰

Dennoch: das Trauma der Hyperinflation von 1922/23 sitzt in Deutschland so tief, dass es mit Bezug auf die Eurokrise und die geldpolitische Reaktion der EZB immer wieder ex- oder implizit angesprochen wird (vgl. z.B. Meitinger 2012, O’Callaghan 2012). Dies ist der Fall, obwohl die Inflationsrate im Euroraum seit Beginn der globalen Finanzkrise im Bereich der Zielgröße der EZB liegt (knapp unter 2% über die mittlere Frist) und auch für die nähere Zukunft Inflationsraten in ähnlicher Größenordnung erwartet werden.⁷¹ Bisher hat die EZB trotz aller Warnungen und kritischen Stimmen, die seit 2008 immer wieder zu hören waren, ihr Mandat, Preisniveaustabilität zu erhalten, nicht verletzt.

Die Erfahrungen aus 1922/23 zeigen jedoch, dass eine stabile Inflationsrate keine Gewähr dafür bietet, dass sie auch in der Zukunft stabil bleibt. Vielmehr zeigt das Beispiel aus der Weimarer Republik, dass Inflationserwartungen und Inflation sehr schnell und stark ansteigen können, wenn und weil die Bürger das Vertrauen in die Stabilität der Währung verlieren. Dieses Risiko steigt, wenn die Zentralbank Staatsanleihen kauft, Defizite der öffentlichen Haushalte finanziert und dies noch mit der Ankündigung versieht, es gegebenenfalls unbegrenzt zu tun: „Aus der scheinbaren Alternativlosigkeit [weil sonst der Zusammenbruch des Euro droht – Anm. d. Verf.] wird ... geschlossen, dass die Geldpolitik handeln müsse, ungeachtet rechtlicher, ökonomischer und institutioneller Schranken. Geldpolitisches Handeln in einer solchen Situation kann den Eindruck bei den Regierungen verstärken, dass das Abwälzen des Handlungsdrucks auf die Geldpolitik eine aus nationaler Perspektive lohnende Strategie ist, weil die damit verbundenen Kosten verringert oder ganz verschoben werden können. Die Alternativlosigkeit des Handelns der Notenbanken wird so zur sich selbst erfüllenden Prophezeiung.“ (Bundesbank 2012, 14f.) Folglich sollten sich die Politikverantwortlichen nicht „auf sicherem Terrain glauben, nur weil die Inflationserwartungen fest verankert sind. Nur wenn die Wirtschaftsakteure davon ausgehen, dass Abweichungen vom „Tugendpfad“ der geldpolitischen Dominanz von kurzer Dauer sind (weil etwa die politischen Entscheidungsträger noch über hohe Glaubwürdigkeit verfügen), bleiben die Inflationserwartungen verankert. Wenn allerdings die Wirtschaftsteilnehmer damit rechnen müssen, dass die Abweichung länger anhält

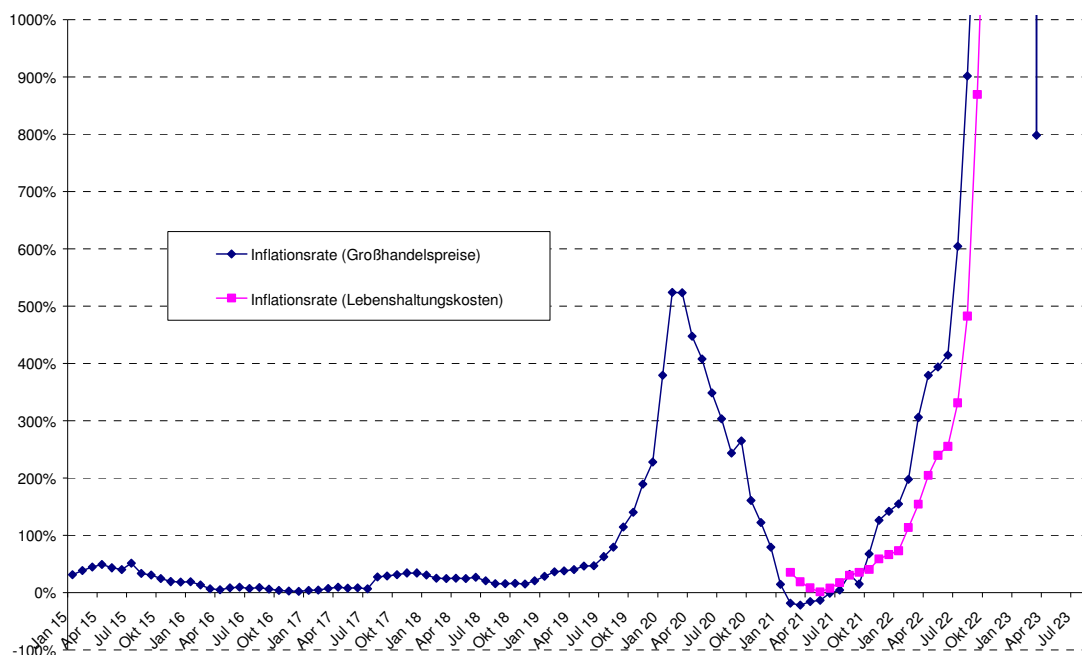
⁷⁰ Dazu zählt das von Mayer (2013b) jüngst als Vergleich zum Euroraum gewählte Beispiel der Rubelzone in den Jahren 1992-1993.

⁷¹ Sinn spricht in Siedenbiedel (2013) von der Inflation als einem „Nebenkriegsschauplatz“, Weidmann (2013f) von „mittelfristig gedämpften Inflationsaussichten“.

als zunächst erwartet, verändern sich ihre Inflationserwartungen. Und dies könnte sehr plötzlich geschehen.” (Weidmann 2013b)

Die Argumentation ist zwingend: eine Geldpolitik, für die es keine rote Linie mehr gibt (Stark 2013b), führt zur Inflation, weil der private Sektor dann nicht mehr bereit ist, Zentralbankgeld zu halten. Aufgrund der Fiskaldominanz verliert die Zentralbank die Glaubwürdigkeit, die Stabilität von Zentralbankgeld über die Zeit hinweg zu garantieren (Weidmann 2013b). Damit ist die Wurzel für einen sich selbst aufschaukelnden Prozess gelegt, in dem sehr schnell steigende Inflationserwartungen von steigenden Inflationsraten bestätigt werden und damit einen weiteren Anstieg der Inflationserwartungen und damit der Inflationsrate auslösen. Die krisenbedingt starke Ausweitung der Zentralbankgeldmenge wird dann von einem steigenden Geldmengenmultiplikator begleitet. Damit steigt die Geldmenge und es kommt – getrieben von einer steigenden Umlaufgeschwindigkeit, weil der private Sektor Geld nicht mehr halten will – zur Hyperinflation.

Abbildung 9: Inflation im Deutschen Reich, Januar 1915 – August 1923

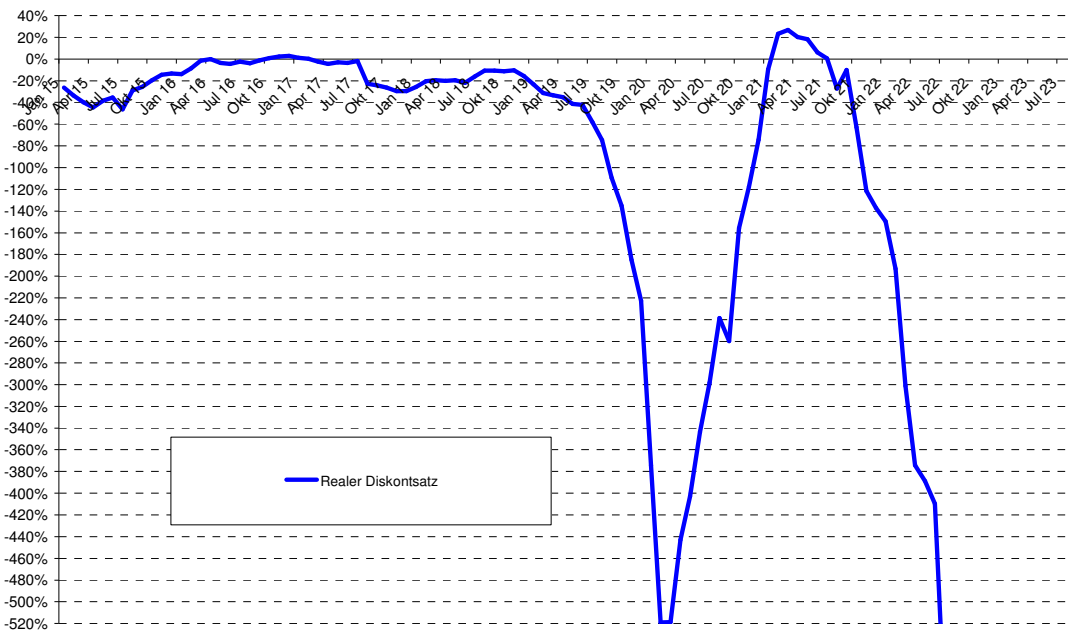


Quelle: Holferich (1986) und eigene Berechnungen

Genau dies war 1922/23 der Fall (Abbildung 9): der Staat wollte mehr ausgeben – um die streikenden Arbeiter in der Ruhr zu unterstützen – , scheute sich aber davor, diese Ausgaben durch Ausgabenkürzungen bei anderen Positionen oder Steuererhöhungen zu finanzieren. Stattdessen bediente er sich der Reichsbank (Teutul 1962, 45). Deren Aktivum, Zentralbankgeld, wollte aber niemand mehr halten, weil nach vier Jahren monetärer Kriegsfinanzierung und einer Nachkriegsperiode, in der die Jahresinflationsrate (gemessen am Großhandelspreis-

index) nur in neun von insgesamt 84 Monaten (1915-1921) unter vier Prozent lag, die Glaubwürdigkeit der Reichsbank nicht mehr vorhanden war. Zudem fand die Zentralbankgeldversorgung zu dramatisch negativen Realzinssätzen statt, weil die Reichsbank den Diskontsatz trotz Inflationsraten bis zu 50% p.a. während des ersten Weltkriegs und dreistelligen Inflationsraten in den ersten Nachkriegsjahren unverändert bei 5% p.a. hielt, um ihn dann in der Hyperinflation zu langsam auf ein völlig unzureichendes Niveau von 90% p.a. anzuheben. (Abbildung 10).

Abbildung 10: Realer Diskontsatz* im Deutschen Reich, Januar 1915 – August 1923



* Nominaler Diskontsatz – Jahresinflationsrate (Großhandelspreise)

Quelle: Holferich (1986) Deutsche Bundesbank (1976) und eigene Berechnungen

Die Argumentation ist zwingend und richtig. Unberücksichtigt bleibt jedoch die Ursache für die in den letzten Jahren statt gefundene Ausweitung der Zentralbankgeldmenge: die Finanzkrise, die sich in einer Nachfrage nach Zentralbankgeld (Schwartz 1986) ausdrückt. Weder in den Jahren 1913 – 1923 noch in den inflationären 70er Jahren gab es eine Finanzkrise. Ohne eine solche Krise stellt eine starke Ausweitung der Zentralbankgeldmenge, unabhängig von der Form der Zentralbankgeldversorgung, eine die Glaubwürdigkeit der Zentralbank aushöhlende Abweichung vom „Tugendpfad“ dar, weil die Notenbank Geld schöpft, für das es keine Nachfrage gibt. Folglich sinkt der Preis des Geldes (gemessen in Gütern) und es kommt zur Inflation und – sofern die Notenbank nicht mit drastischen Maßnahmen einschreitet⁷² – zur Hyperinflation. In der Finanz- und Eurokrise reflektiert die Ausweitung der Zentralbankgeld-

⁷² Die Geldpolitik der Federal Reserve unter Paul Volcker (1979-1982) kann dafür als Beispiel genannt werden. Damals schraubte die US-Notenbank den Leitzins, auch inflationsbereinigt, auf bis dato unbekannte Höhen.

menge jedoch einen Anstieg der Nachfrage nach Liquidität. Privater Sektor und die (Nicht-Krisen)banken möchten Aktiva, Staatsschuldtitel und Forderungen an Krisenbanken, verkaufen, die sie zuvor freiwillig gekauft haben (Goodhart 1987, Calomiris und Gorton 1991).⁷³ Diese nun als unsicher geltenden Aktiva möchte der private Sektor in sichere Aktiva eintauschen, die entweder von Stabilisierungsfonds oder der Zentralbank emittiert werden. Die Zentralbank zwingt dem privaten Sektor daher kein Zentralbankgeld auf, wie es die Reichsbank tat, als sie die Hyperinflation 1922/1923 auslöste, sondern Zentralbankgeld wird vom privaten Sektor in hohem Maße nachgefragt. Dass es wegen der globalen Finanz- und Eurokrise bisher keine Inflation gab, liegt demnach nicht an der (offensichtlich) noch bestehenden Glaubwürdigkeit der EZB sowie anderer westlicher Notenbanken. Vielmehr ergibt sich die Abwesenheit von Inflation daraus, dass die Zentralbanken bisher nicht mehr getan haben als das Zentralbankgeldangebot der steigenden Zentralbankgeldnachfrage anzupassen.⁷⁴

Die krisenreflektierende Nachfrage nach Zentralbankgeld nicht zu befriedigen, ist aber deflationär. Dies lehrt das Beispiel der Großen Depression, als die Federal Reserve untätig blieb, weil sie den gleichen Inflationsbefürchtungen meinte Rechnung tragen zu müssen, die in der heutigen Debatte um die Geldpolitik der EZB (aber auch der Federal Reserve) immer wieder vorgetragen werden.⁷⁵ Der Kern des Missverständnisses, der damals wie heute in einem prinzipiell deflationären Umfeld eine expansive Geldpolitik als inflationär erscheinen lässt, ist der Aufbau von Überschussreserven des Bankensystems bei der Notenbank (Calomiris 1993). Er entsteht notwendigerweise als Folge der Nachfrage der Nicht-Krisenbanken nach Liquidität. Diese Überschussreserven werden als Potenzial für einen (plötzlichen) Anstieg des Kreditangebots gewertet, das dann – bei sinkender Produktion bzw. Produktionspotenzial – zu Inflation führen muss. Mit einer Geldpolitik, die der derzeit verfolgten Krisenbekämpfungsstrategie folgt, legt die Zentralbank damit den Keim für einen neuen Kreditboom bzw. eine Vermögenspreisblase, die die Krise, in der man sich befindet, erst auslöst. Folglich darf die Zentralbank bei ihrer Krisenpolitik nicht das Augenmaß verlieren – so argumentierte man in den frühen dreißiger Jahren (Bernanke and James 1991, James 2002, White 2008) und so wird in der Gegenwart argumentiert.

Diese Interpretation der Überschussreserven ist falsch. Die Überschussreserven spiegeln kein Inflationspotenzial für die Zukunft, sondern die Tiefe der Vertrauenskrise hinsichtlich des Wertes bereits geschaffener Aktiva (Staatsschuldtitel und Verbindlichkeiten der Krisenbanken) in der Gegenwart wider. Das Versprechen, notfalls „unlimitiert“ Kredit bereitzustellen, das bei der Vollzuteilungspolitik implizit, bei der Verkündung des OMT-Programms explizit gemacht wurde, dient daher nicht als Einladung an Staaten oder Banken, ungehemmt in die Verschuldung zu laufen (Konrad 2013, 438), sondern der Begrenzung der Nachfrage nach Zentralbankgeld. Indem dieses Versprechen Vertrauen schafft, verzichtet der private Sektor

⁷³ In den Anhängen 1 – 3 wird dies durch die entsprechenden Schocks verdeutlicht.

⁷⁴ Vgl. dazu auch Rieke und Winkler (2009).

⁷⁵ Es waren Friedman und Schwartz (1965), die die Federal Reserve für ihr damaliges Handeln hart kritisierten. Eine Kritik der zu restriktiven EZB-Politik auf der Basis Friedmanscher Überlegungen enthält Hetzel (2013).

darauf, Forderungen an Krisenbanken oder Krisenstaaten zu verkaufen und in Zentralbankgeld umzutauschen. Ein Erfolg der Ankündigung ist daher auch nicht der Anstieg, sondern der Rückgang der Zentralbankgeldmenge.

Genau dies passierte nach Inkraftsetzen der Vollzuteilungspolitik sowie des OMT-Programms (Abbildungen 6a und 6b): die aus geldpolitischen Operationen zur Verfügung gestellte Zentralbankgeldmenge sinkt, weil der private Sektor und die Nicht-Krisenbanken ihre Nachfrage nach Zentralbankgeld zurückführen.⁷⁶ Das oft beschworene Problem des Ausstiegs aus den außerordentlichen geldpolitischen Maßnahmen, also ob die EZB nach Überwindung der Krise in der Lage ist, „den Geldsegen, den sie ... in die Welt setzt, wieder einzusammeln“ (Berthold 2012), stellt sich gar nicht. Der Geldsegen verschwindet von allein, weil es einen saldenmechanischen Zusammenhang zwischen Nachfrage und Angebot gibt. Denn ebenso wie es in der Krise bei einem elastischen Angebot zu einer Ausweitung der Zentralbankgeldmenge kommt, geht die Nachfrage nach Zentralbankgeld und damit die Zentralbankgeldmenge wieder zurück, wenn die Krise abebbt.⁷⁷ Dabei zeigt sich erneut die Symmetrie von Vollzuteilungspolitik und OMT-Programm: Ebenso wie nach Übergang zur Vollzuteilungspolitik und der damit verbundenen Wiederherstellung von Vertrauen auf dem Interbankenmarkt kam es nach Ankündigung des OMT und der damit verbundenen Wiederherstellung von Vertrauen auf dem Staatsanleihenmarkt zu einem Rückgang der Zentralbankgeldmenge.⁷⁸

Inflationsgefahr droht daher nicht aufgrund des OMT-Programms oder der Vollzuteilungspolitik, sondern wenn die Zentralbank nach Überwindung der Krise aktiv etwas dagegen unternimmt, dass die vom privaten Sektor angestoßene Rückführung der Zentralbankgeldmenge nicht stattfindet. Dies ist die rote Linie, die eine stabilitätsorientierte Geldpolitik nicht überschreiten darf: dem privaten Sektor Zentralbankgeld aufzudrängen, das er nicht halten will. Dies bedeutet aber: die Möglichkeit, sich inflationär zu verhalten, besteht unabhängig von der Krisenbekämpfung. Auf die Krisenbekämpfung zu verzichten, also das Ziel Preisniveaustabi-

⁷⁶ Es ist die „magic of OMT“ (Giavazzi et al. 2013), dass im Fall des OMT-Programms, die EZB dieses Vertrauen herstellen konnte, ohne bisher eine einzige Staatsanleihe kaufen zu müssen.

⁷⁷ Wie schon erwähnt, liefen die Krisenmaßnahmen, die die *Federal Reserve* nach dem *Lehman* Schock ergriff, geräuschlos aus (Madigan 2009). Die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge in den USA nach 2009 ist allein auf die *quantitative easing*-Politik zurückzuführen, die jedoch – wie in Box 1 erläutert – keine Finanzkrisenpolitik, sondern die Fortsetzung normaler Geldpolitik unter der Bedingung einer Nominalzinsgrenze von Null darstellt.

⁷⁸ Sinn (2013, 11) argumentiert mit Blick auf die TARGET-Salden, dass die Rückführung der Zentralbankgeldmenge nach der OMT-Ankündigung zu 23% auf Kredite der Staatengemeinschaft an die Krisenländer zurückzuführen sind. Dies ist aber ganz im Sinne der Zusammenarbeit von Zentralbank und Staat bei der Krisenbewältigung. Auch 2008/2009 wären die Kredite der Bundesbank an Banken in Deutschland, die zwischen August und Oktober 2008 um EUR 117 Milliarden (ca. 65 Prozent) anstiegen, wohl kaum so rasch gesunken, wenn sie nicht teilweise durch Instrumente der SoFFin ersetzt worden wären. Allein die Eigenkapitalzufuhr an Krisenbanken betrug Ende 2009 EUR 25,7 Mrd. (FMSA 2013), also knapp 22% des Anstiegs der Kreditvergabe der Bundesbank an Institute in Deutschland in den Krisenmonaten. Gleichzeitig beklagt Sinn, dass durch den „Versicherungsschutz des OMT-Programms neue private Geldflüsse zum Kauf neuer Staatspapiere der Südländer aktiviert wurden.“ Genau dies war aber 2008 das Ziel: die marktmäßige Kreditvergabe an die Krisenbanken wieder in Gang zu setzen (vgl. dazu auch Box 2).

lität aufzugeben, wenn es krisenbedingt in Richtung Deflation geht,⁷⁹ leistet für sich genommen keinen Beitrag, um Preisniveaustabilität in der Zukunft zu garantieren.

Die EZB könnte allerdings mit dem OMT-Programm – im Falle seiner Aktivierung – nicht nur Staatsanleihen aufkaufen, die vor der Krise vom privaten Sektor freiwillig erworben wurden, sie könnte vielmehr – über den kurzen Umweg des Sekundärmarktes – auch neue Defizite finanzieren. Damit würde die zusätzliche Zentralbankgeldmenge, die entsteht, keinen Aktivtausch in der Bilanz des privaten Sektors repräsentieren, sondern den Erwerb neuer Aktiva. Ob der private Sektor, dieses Zentralbankgeld halten will, ist jedoch unklar. Zudem ergibt sich ein direkter Vergleich mit dem Beispiel der inflationären Staatsfinanzierung während des ersten Weltkriegs und in den frühen Jahren der Weimarer Republik bzw. mancher Euro-Mitgliedsstaaten in den 70er Jahren. Denn die Haushaltsdefizite in den Krisenländern sind zwar in der Tendenz rückläufig, aber immer noch hoch (vgl. Tabelle 1).

Tabelle 1: Haushaltsdefizite der Euro-Krisenländer, 2007 – 2013

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Griechenland	in % des BIP	-6,8%	-9,9%	-15,6%	-10,7%	-9,4%	-6,4%	-4,6%
Irland	in % des BIP	0,1%	-7,4%	-13,9%	-30,9%	-13,4%	-7,7%	-7,5%
Italien	in % des BIP	-1,6%	-2,7%	-5,4%	-4,3%	-3,7%	-3,0%	-2,6%
Portugal	in % des BIP	-3,2%	-3,7%	-10,2%	-9,8%	-4,4%	-4,9%	-5,5%
Spanien	in % des BIP	1,9%	-4,5%	-11,2%	-9,7%	-9,4%	-10,3%	-6,6%
Griechenland	in Mrd. Euro	-15,2	-23,1	-36,0	-23,9	-19,7	-12,5	-8,4
Irland	in Mrd. Euro	0,1	-13,2	-22,5	-48,3	-21,3	-12,7	-12,6
Italien	in Mrd. Euro	-24,7	-42,1	-81,6	-67,2	-57,8	-47,4	-40,0
Portugal	in Mrd. Euro	-5,4	-6,4	-17,1	-17,0	-7,5	-8,1	-9,0
Spanien	in Mrd. Euro	20,2	-48,9	-117,1	-101,4	-100,4	-108,5	-69,0

Quelle: IWF, WEO Database, 2013: Schätzung.

Es gibt zwei Gründe, die gegen dieses Argument sprechen. Der erste Grund ist markttechnisch. 1915/1923 bzw. in den inflationären 70er Jahren erfolgte die Zentralbankfinanzierung der Staatsausgaben nicht, weil der private Sektor keine neuen Staatsanleihen kaufen wollte. Bei einem angemessenen Zins hätte es sehr wohl Käufer gegeben (Teutul 1962, 439). Die deutsche Regierung wollte aber, dass aus den Ausgaben in der Gegenwart keine (oder nur sehr geringe) Belastungen entstehen, und war folglich nicht bereit, Staatsanleihen zu einem solchen Zins zu begeben. Dies ist im Euroraum anders: Griechenland hätte im Mai 2010 jeden Zins bieten können, seine Anleihen wären nicht gekauft worden, gerade weil das Land bereit war, sich zu nahezu jedem Zins zu verschulden. Denn ein höherer Zins gilt als Ausweis des Unsoliden. Folglich steigt die Nachfrage nach Anleihen der Krisenländer bei einem niedrigeren Preis (höheren Rendite) nicht, sondern sie sinkt. Eine eventuelle Finanzierung neuer

⁷⁹ Die Tatsache, dass in den Jahren 2008 – 2013 Preisniveaustabilität erreicht wurde, spricht dafür, dass der Euroraum in eine Deflation geraten wäre, wenn die EZB seit dem Oktober 2008 auf jene gehört hätte, die diese Maßnahmen als inflationär (und damit mit ihrem Mandat unvereinbar) charakterisiert haben und auf ihre schnelle Rückführung bzw. ihren Verzicht drängten. Mittlerweile sind mehr als drei Jahre vergangen, also eine Zeitspanne, die üblicherweise als „mittelfristig“ bezeichnet wird, und für die die EZB sich verpflichtet hat, Preisniveaustabilität zu sichern. Es lässt sich nicht erkennen, dass sich diese Stabilitätsrisiken materialisierten.

Defizite durch das OMT ist daher eine direkte Folge der Finanzkrise, die es weder 1915/23 noch in den 70er Jahren gab.

Der zweite Grund, eine mögliche Finanzierung von Haushaltsdefiziten durch das OMT nicht als Einstieg in die inflationäre monetäre Staatsfinanzierung der Vergangenheit zu werten, ist fiskalpolitischer Art. In der deutschen Hyperinflation diente die Zentralbankfinanzierung des Reiches der Ausweitung der nominalen Staatsausgaben, für die es zudem konjunkturpolitisch keine Rechtfertigung gab. Die hohen Wachstumsraten der Staatsausgaben spiegelten allein die Staatskrisen wider, in der sich das Deutsche Reich nicht ohne eigenes Zutun befand: zunächst der erste Weltkrieg und dann das politische Chaos der ersten Jahre der Weimarer Republik.

Tabelle 2: Staatsausgaben (in Mrd. EUR) und Wachstumsraten der Staatsausgaben in den Euro-Krisenländern, 2007-2013

Griechenland	in Mrd. Euro	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Irland	in Mrd. Euro	106,1	117,9	124,6	114,1	107,8	97,4	87,2
Italien	in Mrd. Euro	68,7	76,1	76,9	101,6	75,9	68,1	69,6
Portugal	in Mrd. Euro	740,3	765,5	788,4	782,0	786,3	793,8	792,8
Spanien	in Mrd. Euro	75,1	77,1	83,8	88,5	84,4	75,5	79,0
		413,0	450,9	484,8	485,4	480,1	490,4	456,5
Griechenland	Wachstumsrate	12,3%	11,1%	5,8%	-8,5%	-5,6%	-9,6%	-10,5%
Irland	Wachstumsrate	13,8%	10,8%	1,1%	32,0%	-25,3%	-10,3%	2,2%
Italien	Wachstumsrate	2,3%	3,4%	3,0%	-0,8%	0,5%	1,0%	-0,1%
Portugal	Wachstumsrate	5,3%	2,6%	8,8%	5,6%	-4,7%	-10,5%	4,7%
Spanien	Wachstumsrate	9,3%	9,2%	7,5%	0,1%	-1,1%	2,2%	-6,9%

Quelle: IWF, WEO Database, 2013: Schätzung.

In den Krisenländern im Euroraum ist ein solcher Anstieg nicht zu beobachten (vgl. Tabelle 2). Die nominalen Staatsausgaben sinken entweder oder steigen erheblich langsamer als in der Vorkrisenperiode. Dies liegt zu einem erheblichen Teil (aber nicht nur, wie das Beispiel Spanien zeigt) an den Anpassungsprogrammen, die über den ESM gesteuert werden. Insofern ist die Konditionalität des OMT an den ESM ebenso sinnvoll wie die Maßgabe, dass es einen notwendigen, aber keinen hinreichenden Zusammenhang zwischen ESM und OMT gibt, d.h. die EZB sich allein das Recht vorbehält, Staatsanleihen zu kaufen (Fuest 2013, 4).

Selbst diese, die Unabhängigkeit der Zentralbank sichernde Eigenschaft des OMT-Programms kann aus Sicht der OMT-Kritiker nicht überzeugen. Befürchtet wird, dass die EZB dem politischen Druck, Staatsanleihenkäufe fortzusetzen, obwohl sie inflationär wirken, nicht Stand halten wird (Bundesbank 2012, 12f.). Zudem wird sie als inkonsistent kritisiert: Die EZB kann aus dem OMT wegen des fiskalpolitischen Fehlverhaltens eines Mitgliedsstaates gar nicht aussteigen, wenn vorauszusehen ist, dass dieser Stopp jene Krise auslösen würde, die das OMT gerade verhindern will (Konrad 2013, 438)?

Die erste Befürchtung ist erneut grundsätzlicher Art: der EZB wird nicht zugetraut, sich an ihr Mandat zu halten. Sie kann deshalb für jede Situation geäußert werden, in der die wirtschaft-

liche Entwicklung in einem Mitgliedsstaat – oder einer Gruppe von Mitgliedsstaaten – eine andere Geldpolitik gerechtfertigt erscheinen lässt als für den Euroraum als Ganzes. Es kann zum Beispiel argumentiert werden, dass die bisher einzige „Inflation“ in der Geschichte des Euro, in den Jahren 2006-2008 als die Inflationsrate auf 4% p.a. im Juni und Juli 2008 anstieg, vor allem Folge der verspäteten und zögerlichen Zinsanhebungen in den Jahren zuvor eingetreten ist und diese Zinspolitik vor allem die Rezession in den Kernländern Deutschland und Frankreich berücksichtigte.⁸⁰ Das Beispiel zeigt, dass Inflation immer entstehen kann, wenn eine Zentralbank, hier: die EZB, – aus welchen Gründen auch immer – Zinsentscheidungen trifft, die den Zins unter dem Niveau verharren lässt, das mit Preisniveaustabilität vereinbar ist. Nur: das hätte sie schon immer gekonnt. Damit ist aber diese Befürchtung kein Argument gegen das OMT, sondern ein Argument gegen die Währungsunion an sich, wie es von deutschen Ökonomen vor Inkrafttreten der Währungsunion vorgebracht wurde.⁸¹ Als solches ist es auch diskussionswürdig, unabhängig davon, wie man es bewertet.

Das zweite Argument basiert implizit auf der Annahme, dass es einen Widerspruch zwischen Finanzsystem – und Preisniveaustabilität geben wird, der die EZB in eine Dilemma-Position bringt, sich für eines der beiden Ziele zu entscheiden. Wie hoch man die Wahrscheinlichkeit, dass diese Dilemma-Position eintritt, auch immer ansieht:⁸² das gleiche Dilemma besteht auch bei der Vollzuteilungspolitik. Auch hier können Banken – im Vertrauen auf unbegrenzten Notenbankkredit – die Kreditvergabe ungehemmt laufen lassen und damit Inflation erzeugen. Auch hier besteht die Gefahr, „dass trotz der an sich begrüßenswerten Vorkehrungen ~~im OMT-Programm~~ Konsolidierungs- und Reformbemühungen *bei den Banken* erlahmen und die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik als Garant für Preisniveaustabilität schwindet.“ (Weidmann 2013c).⁸³ Das Argument bestätigt daher, dass letztendlich eine Notenbank darauf vertrauen muss, dass Fiskal- und Finanzmarktpolitik des Gesamtstaates, hier: der Euro-

⁸⁰ Um keine Missverständnisse aufkommen zu lassen: man *kann* so argumentieren, aber muss nicht. Der Verfasser selbst hält diese Argumentation für falsch.

⁸¹ “Die Europäische Zentralbank wird – trotz weitgehender Unabhängigkeit – Preisstabilität in Europa nicht durchsetzen, weil es für sie aufgrund unterschiedlicher Interessen der nationalen Entscheidungsträger keinen genügend starken Anreiz gibt, dies zu wollen.” (Ohr und Schäfer 1992)

⁸² Das Dilemma setzt eine Situation voraus, in der Inflation entsteht, obwohl die Finanzmärkte – hier die Staatsanleihenmärkte – noch im Krisenmodus laufen. Dem Verfasser ist kein Beispiel der modernen Wirtschaftsgeschichte bekannt, in der diese Situation zu beobachten war, wenn die Finanzkrise (vor allem) Aktiva erfasste, die in nationaler Währung denominiert waren und die heimische Währung einen flexiblen Wechselkurs gegenüber anderen Währungen aufwies. Dies war bekanntermaßen in den diversen Finanzkrisen, die aufstrebende Volkswirtschaften in den 80er und 90er Jahren wiederholt kennzeichneten, nicht der Fall. Vielmehr hatten sich die unter Insolvenzverdacht geratenen Kreditnehmer (Banken und Unternehmen in den entsprechenden Staaten) in fremder Währung verschuldet oder die heimische Zentralbank hatte ihre Währung an eine andere Währung, überwiegend den US-Dollar, fest gekoppelt. Sparer und Anleger wollten daher die von ihnen nun als unsicher eingestuften Aktiva nicht gegen lokales Zentralbankgeld sondern gegen US-Dollar eintauschen. Versucht die heimische Zentralbank zur Abfederung der realwirtschaftlichen Folgen der Finanzkrise, dennoch eine expansive Geldpolitik zu gestalten, führt dies – auch im Zusammenhang mit einer erheblichen Abwertung der Landeswährung – zur Inflation, weil sie den Anlegern ein Aktivum aufdrängt, das sie nicht halten wollen (zu den grundlegenden Zusammenhängen vgl. Chang and Velasco 2000 sowie Obstfeld et al 2010).

⁸³ Vgl. dazu auch das Interview mit Bundesbankpräsident Weidmann in Rexer und Zydra (2013), in dem er explizit vor solchen Gefahren mit Blick auf den Bankensektor warnt..

Staatengemeinschaft, Maßnahmen ergreifen und umsetzen – Stichwort: Fiskalpakt, Basel III etc. – die das Entstehen einer solchen Dilemma-Position verhindern.

Das Argument, dass das geldpolitische Krisenmanagement – sei es in Form von Vollzuteilungspolitik oder OMT-Programm – zur Inflation führt, beruht daher nicht auf dem Krisenmanagement als solches, sondern auf der Unfähigkeit bzw. Unwilligkeit des Staates, die Solvenz seiner Substaaten bzw. die Solvenz der Banken, die in dem entsprechenden Staat operieren, zu sichern. Das Argument ist richtig, ist aber wieder ein grundsätzliches Argument. Wenn davon ausgegangen wird, dass die Euro-Staatengemeinschaft dieser Aufgabe nicht gerecht werden wird, dann sollte man für die schnelle Auflösung des Euroraums und nicht gegen das OMT-Programm plädieren. Denn letztendlich bedarf es immer eines „hinreichend entwickelten Staates“ (Richter 2013), damit eine unabhängige Zentralbank ihr Mandat, Preisniveaustabilität zu sichern, erfolgreich erfüllen kann.⁸⁴

6. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Ist das OMT mandatswidrig? Die ökonomischen Argumente der OMT-Kritiker widerlegen die von der EZB vertretene Auffassung, das Programm diene der Sicherstellung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus. Statt dessen

- 1) verstößt es gegen marktwirtschaftliche Prinzipien,
- 2) lässt es nicht zweifelsfrei erkennen, dass es dafür eine Notwendigkeit gibt,
- 3) verteilt es ohne Parlamentsbeschluss Risiken zwischen den Euro-Mitgliedsstaaten um,
- 4) löst es negative Anreizeffekte aus und
- 5) verwischt es die Grenzen von Geld- und Fiskalpolitik.

Das OMT ist daher mandatswidrig.

Anstatt diese Argumente zu werten, wurden sie auf die Vollzuteilungspolitik angewandt. Es ist ein Instrument, das klar als geldpolitische Maßnahme anerkannt ist und seit dem Oktober 2008, also nicht mit Blick auf die Eurokrise, sondern zur Bekämpfung der globalen Finanzkrise, zum Einsatz kommt. Es zeigt sich, dass alle OMT-kritischen Argumente auch auf die Vollzuteilungspolitik zutreffen. Daraus lässt sich der Schluss ziehen, dass – sofern die OMT-kritische Argumentation richtig ist – die EZB-Krisenpolitik nicht erst seit dem Beschluss des

⁸⁴ In diesem Zusammenhang ist der Vergleich zwischen Euro- und Rubelzone aufschlussreich, wie er von Mayer (2103b) propagiert wird. Denn obwohl es nahezu keine einzige relevante volkswirtschaftliche (Realeinkommensentwicklung, Inflationsentwicklung, Tiefe des Finanzsystems, Finanzkrise, marktwirtschaftliche Basis der Volkswirtschaft etc) oder geldpolitische (Wachstum von Geldmenge, Geldmengenmultiplikator und Umlaufgeschwindigkeit, Realzins, etc.) Variable gibt, die einen solchen Vergleich nahelegt, war die Rubelzone in den Jahren 1992/1993 ein „Staat“ mit den oben genannten Charakteristiken: unfähig und unwillig, die Solvenz seiner Substaaten und Banken zu sichern.

OMT-Programms, sondern seit Oktober 2008 als mandatswidrig einzustufen ist. Allerdings wurde dies 2008/2009 so nicht gesehen. Statt dessen wurde die Vollzuteilungspolitik von den damals Verantwortlichen mit Argumenten verteidigt, die denen entsprechen, die vor dem Bundesverfassungsgericht angeführt wurden, um das OMT als geldpolitische Maßnahme mit dem Ziel „Sicherstellung des Transmissionsmechanismus“ zu rechtfertigen.

Aus dem Vergleich OMT versus Vollzuteilungspolitik ergibt sich daher, dass die ökonomische Argumentation der OMT-Kritiker eine Ablehnung der *lender of last resort* Theorie impliziert. Diese auf Bagehot (1873) zurückgehende Theorie widerspricht in der Tat inhärenterweise der ordnungspolitischen Argumentation der OMT-Kritiker, weil ein *lender of last resort* per definition genau das tun muss, was aus ordnungspolitischer Sicht als mandatswidrig eingestuft wird. Da diese Theorie eine entscheidende Grundlage für die Entstehung und Begründung moderner Zentralbanken und der von ihnen verfolgten Geldpolitik darstellt, kann gefolgert werden, dass eine richterliche Entscheidung gegen das OMT mit der Begründung, das Programm sei keine Geldpolitik, 150 Jahren Zentralbankgeschichte widersprechen würde.

Diese Schlussfolgerung wurde im letzten Teil des Beitrags dahingehend überprüft, ob es nicht gute Gründe dafür geben kann, die *lender of last resort* Funktion trotz ihres prinzipiellen Widerspruchs zu ordnungspolitischen Grundsätzen für den Interbankenmarkt zu akzeptieren, während sie für den Staatsanleihenmarkt strikt abzulehnen ist. Vier Gründe wurden geprüft und insgesamt als nicht überzeugend bewertet.

- 1) Der Überlegung, der EZB fehle beim OMT-Programm der (Gesamteuro-)Staat als Partner, um erfolgreich die *lender of last resort* Funktion auszuüben, wird durch den ESM und die explizite Kopplung des OMT-Programms an ein ESM-Programm widersprochen.
- 2) Das Argument, der *lender of last resort* Einsatz auf dem Interbankenmarkt war als kurzfristige Maßnahme richtig, kann aber nicht für eine seit nun mehr als drei Jahren andauernde Eurokrise angewandt werden, wurde mit dem Hinweis entkräftet, dass ein vergleichbares *lender of last resort* Verhalten erst mit dem OMT-Programm vorliegt und dieses Programm innerhalb kürzester Zeit zu vergleichbaren, krisenentschärfenden Effekten geführt hat wie die Vollzuteilungspolitik.
- 3) Der Verweis der OMT-Kritiker auf das Beispiel „Vereinigte Staaten“ als Währungsunion mit no-bail out Klausel und fehlender *lender of last resort* Funktion für die US-Bundesstaaten überzeugt nicht, weil es in den USA eine Fiskal- und Bankenunion gibt, die es im Euroraum (bisher) nicht gibt. Sie wird von vielen OMT-Kritikern aber aus den gleichen ordnungspolitischen Grundüberzeugungen abgelehnt, die die Basis für die kritische Betrachtung des OMT-Programms darstellen. Zudem hat die US-Geld- und Fiskalpolitik mit einer extrem expansiven Politik auf die Finanzkrise reagiert, und damit die makroökonomischen Rahmenbedingungen für eine Überwindung der Finanzkrise in den USA entscheidend verbessert. Auch diese Politik wird ordnungspolitisch kritisch gesehen.

- 4) Eine inflationäre Staatsfinanzierung nach Weimarer Vorbild ist aus dem OMT-Programm nicht abzuleiten. Inflationsgefahr droht nicht aus einer Ausweitung der Zentralbankgeldmenge *per se*, sondern aus einer Ausweitung der Zentralbankgeldmenge, für die es keine entsprechende Nachfrage des privaten Sektors gibt. Die Möglichkeit, dass eine Notenbank einen inflationären Kurs einschlägt, besteht daher unabhängig von OMT- und Vollzuteilungspolitik und drückt sich in einer unangemessenen Zinspolitik aus. Insofern reduziert der Verzicht auf eine effektive Krisenbekämpfung nicht die Inflationsgefahren für die Zukunft. In letzter Konsequenz liegt die Stabilität des Euro ohnehin in einer stabilitätsorientierten Fiskal- und Finanzmarktpolitik, die die Solvenz der Euro-Mitgliedsstaaten sowie die der im Euroraum operierenden Banken sichert.

Insgesamt kommt die Überprüfung möglicher Gründe für eine abweichende Bewertung von OMT-Programm und Vollzuteilungspolitik daher zu dem Ergebnis, dass der *lender of last resort* eines erheblich stärkeren Partners auf der Ebene des Euroraumes als Ganzes bedarf, um erfolgreich zu sein. Dies bedeutet, dass beherzte Schritte in Richtung Fiskal- und Bankenunion unerlässlich sind, um die Eurozone mittel- und langfristig zu stabilisieren. Die Argumentation der OMT-Kritiker lehnt den *lender of last resort* dagegen grundsätzlich ab und damit auch Schritte in Richtung Fiskalunion. Dagegen gibt es bei der Frage, ob der Euroraum einer Bankenunion bedarf, unterschiedliche Vorstellungen. Die Argumentation ist in sich schlüssig. Sie hält nur den Bedingungen von Marktwirtschaften, wie sie sich seit Beginn des 19. Jahrhunderts entwickelt haben, nicht stand, weil Finanzstabilität – sei es die Stabilität von Banken (und damit: der Guthaben der Bevölkerung) oder die Stabilität von Staaten (erneut: der Guthaben der Bevölkerung) – als öffentliches Gut angesehen wird, das produziert werden soll und muss. Regeln, die *ex ante* verkünden, dass der Staat bzw. die Staatengemeinschaft und die Zentralbank bei einer Gefährdung der Finanzstabilität nicht intervenieren, also den implizit- oder explizit angekündigten *no-bail out* von Banken oder Staaten vorsehen, sind daher zeitinkonsistent (Goodhart 1999) und müssen durch Regulierung und Kontrolle ersetzt werden. Paradoxerweise ist daher die Durchsetzung des Haftungsprinzips nur möglich, wenn es Institutionen und Instrumente gibt, die die systemische Dimension einer Krise einfangen können, damit sie möglichst wenig genutzt werden müssen.

Im Maastrichter Vertrag waren Institutionen und Instrumente nicht enthalten, die die Produktion des öffentlichen Gutes Finanzstabilität erschweren und letztlich, als einzelne Staaten der Eurozone unter Insolvenzverdacht gerieten, unmöglich machten. Daher ist das Design der Währungsunion gescheitert, obwohl der Euro das Versprechen gehalten hat, das in Maastricht gegeben wurde: Preisniveaustabilität für den gemeinsamen Währungsraum zu sichern. Europa ist mit dem ESM und der Bankenunion dabei, diesen Konstruktionsfehler zu korrigieren. Das OMT spielt dabei eine zentrale Rolle, weil es kurz- und mittelfristig die Instabilität, die mit Finanzkrisen verbunden ist, bekämpft. Beides ist notwendig: ohne Fiskal- und Bankenunion droht langfristig die Gefahr eines permanenten *bail out*, der mit anhaltender Wachstums-

schwäche und letztendlich auch Inflation einhergehen dürfte; ohne OMT droht der Rückfall in die Eurokrise mit schweren Verwerfungen auf den Finanzmärkten. Beide Szenarien konstituieren eine Währungsunion, die weder funktionsfähig noch wünschenswert ist.

Literatur

- Aizenman, J. (2012). 'US Banking over two centuries: Lessons for the Eurozone crisis', available at: <http://www.voxeu.org/article/us-banking-over-two-centuries-lessons-eurozone-crisis>
- Ang, A. and F.A. Longstaff (2011). 'Systemic Sovereign Credit Risk: Lessons from the U.S. and Europe', NBER Working Paper No. 16982
- Asmussen, J. (2013). 'Einleitende Stellungnahme der EZB in dem Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht', available at: <http://www.ecb.int/press/key/date/2013/html/sp130611.de.html>
- Bagehot, W. (1873). 'Lombard Street - A description of money market', Homewood, IL: Richard D. Irwin (1962 Edition)
- Barbier, H. (2008). 'Für die Haftung', *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 17th October, No. 243, 13
- Beecken, G. (2013). 'Die EZB steht sich ein Stück weit selbst im Weg', *Börsen-Zeitung*, 3rd May, No. 84, 17
- Bentzien, H. (2013). 'Frankfurter Ökonom Fecht will Banken vom Tropf der EZB trennen', available at: <http://www.finanzen.net/nachricht/aktien/Frankfurter-Oekonom-Fecht-will-Banken-vom-Tropf-der-EZB-trennen-2307961>
- Bernanke, B.S. (1983). 'Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression', *American Economic Review*, 73(2), 257-276

- Bernanke, B.S. (2009a). 'The Crisis and the Policy Response', Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, available at: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>
- Bernanke, B.S. (2009b). 'Confirmation hearing', Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, Washington D.C., available at: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20091203a.htm>
- Bernanke, B.S. (2013). 'The Economic Outlook', Testimony before the Joint Economic Committee, U.S. Congress, Washington D.C., available at: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20130522a.htm>
- Bernanke, B. and H. James (1991). 'The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison', in R.G. Hubbard (ed.), *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago Press, Chicago, 33-68
- Berthold, N. (2012). 'Europa in der fiskalischen Inflationsfalle. Ist die EZB impotent?', *Wirtschaftliche Freiheit – Ordnungspolitischer Blog*, available at: <http://wirtschaftlichefreiheit.de/wordpress/?p=8063>
- Bertola, G., Driffill, J., James, H., Sinn, H.-W., Sturm, J.E. und A. Valentinyi (2013). 'Vergemeinschaftlichung und Konstitutionalisierung: Was der Euroraum von den USA lernen kann – und was nicht', available at: <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2013/03/vergemeinschaftlichung-und-konstitutionalisierung-was-der-euroraum-von-den-usa-lernen-kann--und-was-nicht/>
- Bindseil, U. and A. Winkler (2012). 'Dual Liquidity Crises under Alternative Monetary Frameworks: a Financial Accounts Perspective', European Central Bank Working Paper No. 1478

- Bordo, M.D., Jonung, L. and A. Markiewicz (2013). 'A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History', *CESifo Economic Studies*, 59 (3), 449-488
- Bordo, M.D. and H. James (2013). 'The European Crisis in the Context of the History of Previous Financial Crises', NBER Working Paper No. 19112
- Buiter, W. and E. Rahbari (2012). 'The European Central Bank as Lender of Last Resort for Sovereigns in the Eurozone', *Journal of Common Market Studies*, 50, 6-35
- Burda, M. (2013). 'Redesigning the ECB with regional rather than national central banks', available at: <http://www.voxeu.org/article/redesigning-ecb>
- O'Callaghan, P. (2012). 'Collective memory in law and policy: the problem of the sovereign debt crisis', *Legal Studies*, 32(4), 642-660
- Calomiris, C.W. and G. Gorton (1991). 'The Origins of Banking Panics', in R.G. Hubbard (ed.). *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago Press, Chicago, 109-173
- Calomiris, C. (1993). 'Financial Factors in the Great Depression', *The Journal of Economic Perspectives*, 7(2), 61-85
- Cole, H.L. and T.J. Kehoe (1996). 'A self-fulfilling model of Mexico's 1994-1995 debt crisis', *Journal of International Economics*, 41, 309-330
- Cour-Thimann, P. (2013). 'Target Balances and the Crisis in the Euro Area', available at: <http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/publications/journals/CESifo-Forum.html>
- Cour-Thimann, P. and B. Winkler (2012). 'The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure', *Oxford Review of Economic Policy*, 28(4), 765-803

- DeLong, J.B. (1998). 'Fiscal Policy in the Shadow of the Great Depression', in M.D. Bordo, C. Goldin and E.N. White (eds.), *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, University of Chicago Press, Chicago, 67-86
- Deutsche Bundesbank (1976). 'Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876-1975', Fritz Knapp GmbH, Frankfurt am Main
- Deutsche Bundesbank (2009a). 'Geschäftsbericht 2008', available at: http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Geschaeftsberichte/2008_geschaeftsbericht.pdf?__blob=publicationFile
- Deutsche Bundesbank (2009b). 'Wechselwirkungen zwischen den geldpolitischen Sondermaßnahmen des Eurosystems und der Aktivität am Interbankengeldmarkt in der Krise', in Deutsche Bundesbank (ed.), *Finanzstabilitätsbericht 2009*, 93–106
- Deutsche Bundesbank (2012). 'Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht zu den Verfahren mit den Az. 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR 1824/12, 2 BvE 6/12', available at: http://www.handelsblatt.com/downloads/8124832/1/stellungnahme-bundesbank_handelsblatt-online.pdf
- Draghi, M. (2012). 'Verbatim of the remarks at the Global Investment Conference in London', available at: <http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html#>
- Eichengreen, B. (2010). 'The Euro: love it or leave it?', available at: <http://www.voxeu.org/article/eurozone-breakup-would-trigger-mother-all-financial-crises>

- FAZ (2012). 'Protestaufruf - Der offene Brief der Ökonomen im Wortlaut', available at:
<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/protestaufruf-der-offene-brief-der-oekonomen-im-wortlaut-11810652.html>
- Feld, L.P, Haucap, J. Möschel, W., Wieland, V. and B.U. Wagner (2012). 'Wie viel Koordination braucht Europa?', available at: http://www.stiftung-marktwirtschaft.de/uploads/tx_ttproducts/datasheet/KK_55_Europa_Koordinierung_2012.pdf
- Feld, L.P. (2012). 'Europa in der Welt von heute: Wilhelm Röpke und die Zukunft der Europäischen Währungsunion', Freiburger Diskussionspapiere zur Ordnungsökonomik No. 12/2, available at:
<http://www.econstor.eu/dspace/handle/10419/67061?langselector=en>
- FMSA (2013). 'Historischer Überblick über die Maßnahmen des SoFFin', available at:
http://www.fmsa.de/export/sites/standard/downloads/sonstige/20130612_Massnahmen_der_FMSA_historisch_deutsch.pdf
- Folkerts-Landau, D. and P.M. Garber (1992). 'The European Central Bank: A Bank or a Monetary Policy Rule?', NBER Working Paper No. 4016
- Franz, W., Fuest, C., Hellwig, M. and H.-W. Sinn (2010). 'A Euro Rescue Plan', CESifo Forum, 11(2), 101-104
- Fratzcher, M. (2013a). 'Stellungnahme zum Währungspolitischen Mandat der EZB sowie den möglichen Auswirkungen von Maßnahmen der EZB auf die nationalen Haushalte', available at:
http://www.diw.de/documents/dokumentenarchiv/17/diw_01.c.422690.de/stellungnahme_mfratzscher_bverfg_ezb_20130610.pdf

- Fratzscher, M. (2013b). 'Mündliche Stellungnahme zum währungspolitischen Mandat der EZB sowie den möglichen Auswirkungen von Maßnahmen der EZB auf die nationalen Haushalte', available at: http://www.diw.de/documents/dokumentenarchiv/17/diw_01.c.422692.de/stellungnahme_mfratzscher_bverfg_ezb_muendlich_20130610.pdf
- Freixas, X. and J.-C. Rochet (2008). 'Microeconomics of Banking', 2nd edition, The MIT Press, Cambridge
- Friedman, M. and A. Schwartz (1965). 'Why Was Monetary Policy So Inept?', in M. Friedman and A. Schwartz, *The Great Contraction 1929-33*, Princeton University Press, Princeton, 111-12
- Fuest, C. (2012). 'Wir brauchen eine Bankenunion', available at: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/schuldenkrise-wir-brauchen-eine-bankenunion-11776758.html>
- Fuest, C. (2013). 'Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht anlässlich der mündlichen Verhandlung zu den Verfahren 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1438/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR 1440/12, 2 BvR 1824/12 und 2 BvR 6/12', available at: ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/stellungnahmen/-Stellungnahme_BVerfG_Fuest_Juni_2013.pdf
- Fuest, C. and A. Peichl (2012). 'European Fiscal Union: What Is It? Does It Work? And Are There Really 'No Alternatives'?', CESifo Forum, 13(1), 3-9
- Giavazzi, F. and M. Pagano (1990). 'Confidence Crises and Public Debt Management', in R. Dornbusch and M. Draghi (eds.), *Public Debt Management: Theory and History*, Cambridge University Press, Cambridge, 125-143

- Giavazzi, F., Portes, R., Weder di Mauro, B. and C. Wyplosz (2013). 'The wisdom of Karlsruhe: The OMT Court case should be dismissed', available at: <http://www.voxeu.org/article/wisdom-karlsruhe-omt-court-case-should-be-dismissed>
- Goodfriend, M. and R. King (1988). 'Financial Deregulation, Monetary Policy and Central Banking', in W. Haraf and R.M. Kushmeider (eds.), *Restructuring Banking and Financial Services in America*, AEI Studies, 481, Lanham
- Goodhart, C.A.E. (1988). *The Evolution of Central Banks*, The MIT Press, Cambridge
- Goodhart, C.A.E. (1998). 'The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas', *European Journal of Political Economy*, 14, 407–432
- Goodhart, C.A.E. (1999). 'Myths about the LOLR', *International Finance*, 2, 339-360
- Gros, D. (2012). 'Banking union: If Ireland were Nevada', available at: <http://www.voxeu.org/article/banking-union-if-ireland-were-nevada>
- Gros, D. and D. Schoenmaker (2012). 'The case for euro deposit insurance', available at: <http://www.voxeu.org/article/case-euro-deposit-insurance>
- Henning, C.R. and M. Kessler (2012). 'Fiscal Federalism: US History for Architects of Europe's Fiscal Union', Bruegel Essay and Lecture Series
- Hetzl, R.L. (2013). 'ECB Monetary Policy in the Recession: A New Keynesian (Old Monetarist) Critique', Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper No. 13-07
- Hilton, S. and J. McAndrews (2010). 'Challenges and lessons of the Federal Reserve's monetary policy operations during the financial crisis', Federal Reserve Bank of New York, available at: http://www.ecb.int/events/conferences/html/cbc6/Session_5_paper_Hilton_McAndrews.pdf

- Holferich, C.-L. (1986). 'The German Inflation 1914-1923', Walter der Gruyter & Co, Berlin, New York
- Hypo Real Estate Group (2009). 'Geschäftsbericht 2008', available at: http://www.hyporealestate.com/fileadmin/user_uploads/HRE/03_Investor_Relations/04_Finanzberichte/2009/GB2008_09_04_24_final_GL.pdf
- Hypo Real Estate Group (2010). 'Geschäftsbericht 2009', available at: http://www.hyporealestate.com/fileadmin/user_uploads/HRE/03_Investor_Relations/04_Finanzberichte/2009/GB09_HRE_10_03_29_11_40_GL.pdf
- ifo Institut (2013). 'Der Haftungspegel - Rettungsmaßnahmen für die Euroländer und die deutsche Haftungssumme', available at: <http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/policy/Haftungspegel.html>
- International Monetary Fund (2013a). 'Euro Area Policies', 2013 Article IV Consultation, IMF Country Report No. 13/231
- International Monetary Fund (2013b). Fragmentation, the monetary transmission mechanism, and monetary policy in the euro area, 'Euro Area Policies', Selected Issues Paper, IMF Country Report No. 13/232, 3-20.
- Irwin, N. (2013). 'Three days that saved the world financial system', available at: http://www.washingtonpost.com/business/three-days-that-saved-the-world-financial-system/2013/03/28/d5b9a38c-94ef-11e2-b6f0-a5150a247b6a_print.html
- Issing, O. (2010). 'Die Mär von der Spekulation', available at: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/standpunkt-otmar-issing-die-maer-von-der-spekulation-1979370.html>

- James, H. (2002). 'The Creation of a World Central Bank? The Early Years of the Bank for International Settlements', in H. James (ed.), *The Interwar Depression in an International Context*, R. Oldenbourg Verlag, München, 159 – 170
- James, H. (2011). 'Making a central bank without a state', in G. Wood, T.C. Mills and N. Crafts (eds.), *Monetary and banking history: essays in honour of Forrest Capie*, Routledge, London, 235-253
- Kaiser, S. (2013). 'Debatte über Schuldenerlass: Die Sehnsucht nach dem großen Schnitt', available at: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/schuldenschnitt-in-griechenland-oekonomen-fordern-weitere-faelle-a-909282.html>
- Konrad, K.A. (2013). 'Haftungsrisiken und Fehlanreize aus ESM und OMT-Programm', *Wirtschaftsdienst*, 93(7), 431–439
- Kotz, H.-H. (2008). 'Finanzmarktkrise – eine Notenbanksicht', *Wirtschaftsdienst*, 88(5), 291–296
- Krugman, P. (2011). 'Can Europe be saved?', available at: http://www.nytimes.com/2011/01/16/magazine/16Europe-t.html?pagewanted=all&_r=0
- Kwasniewski, N. (2013). 'In der Euro-Zone droht eine Zombifizierung', available at: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/zew-chef-clemens-fuest-warnt-vor-dauerkrise-in-europa-a-901759.html>
- Madigan, B.F. (2009). 'Bagehot's Dictum in Practice: Formulating and Implementing Policies to Combat the Financial Crisis', Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming

- Mayer, T. (2013a). 'Die Ökonomen im Elfenbeinturm: ratlos – Eine österreichische Antwort auf die Krise der modernen Makroökonomik und Finanztheorie', Freiburger Diskussionspapiere zur Ordnungsökonomik No. 13/1
- Mayer, T. (2013b), 'Krisen der Geldsysteme: Historische und aktuelle Entwicklungen', 22. März 2013, available at: http://web.apb-tutz-ing.de/apb/cms/fileadmin/Tagungsmaterialien/2013/1._Quartal/Mayer_Thomas_Krisen_der_Geldsysteme.pdf
- Meitinger, K. (2012). „Die Notenbank spielt ein gefährliches Spiel“ – Interview mit Professor Rüdiger Pohl, Private Wealth 2/12.
- Neuerer, D. (2013). 'EZB begünstigt Insolvenzverschleppung', available at: <http://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/zypern-krise-ezb-beguenstigt-insolvenzverschleppung/7966398.html>
- Obstfeld, M. (2009). 'Lenders of Last Resort in a Globalized World', IMES Discussion Paper 09-E-18
- Obstfeld, M., Shambaugh, J.C. and A.M. Taylor (2010). 'Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves.', *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(2), 57-94
- Ohr, R. and W. Schäfer (1992). 'Erstes Manifest gegen den Vertrag von Maastricht, Von 62 Professoren unterzeichnet', available at: www.uni-goettingen.de
- Pisani-Ferry, J. and G.B. Wolff (2012). 'The fiscal implications of a banking union', Policy Briefs 748, Bruegel

- Rexer, A. and M. Zydra (2013). 'Bundesbank-Chef fordert strenge Bilanzprüfung bei europäischen Banken', *Süddeutsche Zeitung*, available at: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/jens-weidmann-bundesbank-chef-fordert-strenge-bilanzpruefung-bei-europaeischen-banken-1.1704889>
- Richter, R. (2013). 'Geldwertsicherung im internationalen Goldstandard und in einer Währungsunion von Staaten mit Papierstandard aus institutionenökonomischer Sicht', *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 14(1-2), 132–149
- Rochet, J.C. and X. Vives (2004). 'Coordination Failures and the Lender of Last Resort: Was Bagehot Right After All?', *Journal of the European Economic Association*, 2, 1116–1147
- Sandte, H. (2013a). 'Safety first – where Germans put their money', available at: <http://research.nordeamarkets.com/en/2013/05/28/safety-first-where-germans-put-their-money/>
- Sandte, H. (2013b). 'Euro area: Expect less drag from fiscal policy', available at: <http://research.nordeamarkets.com/en/2013/06/03/euro-area-expect-less-drag-from-fiscal-policy/>
- Siedenbiedel, C. (2013). "Es lohnt sich, den Euro zu verteidigen" – Hans-Werner Sinn im Gespräch', available at: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europaschuldenkrise/hans-werner-sinn-im-gespraech-es-lohnt-sich-den-euro-zu-verteidigen-12164644.html>
- Schmieding, H. (2013a). 'Euro Crisis: over by christmas?', available at: <http://blog.berenberg.de/euro-crisis-over-by-christmas/>

- Schmieding, H. (2013b). 'Eurosepticism at its worst', available at:
<http://blog.berenberg.de/eurosepticism-at-its-worst/>
- Schorkopf, F. (2013). 'Stellungnahme – Verfassungsbeschwerden 2 BvR 1390/12, 2BvR 1439/12 und 2 BvR 1824/12 Organstreitverfahren 2 BvE 6/12', available at:
<http://www.handelsblatt.com/downloads/8135244/3/EZB%20Gutachten>
- Schwartz, A.J. (1986). 'Real and Pseudo-Financial Crises', in F. Capie and G. E. Woods (eds.), *Financial Crises and the World Banking System*, St. Martin's Press, New York
- Sinn, H.-W., Fuest, C., Hellwig, M. and W. Franz (2010). 'Zehn Regeln zur Rettung des Euro', available at: http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/policy/Staff-Comments-in-the-Media/Press-articles-by-staff/Archive/Eigene-Artikel-2010/medienecho_13183311_ifostimme-faz-18-06-10.html
- Sinn, H.-W. and T. Wollmershäuser (2011). 'Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility', CESifo Working Paper 3500 (2011).
- Sinn, H.-W. (2013). 'Verantwortung der Staaten und Notenbanken in der Eurokrise', available at: <http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/policy/Sinns-Corner/Sinn-Juni2013-Verantwortung-in-der-Eurokrise.html>
- Starbatty, J. (2008). 'Warum die Ökonomen versagt haben', available at:
<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftswissen/standpunkt-joachim-starbatty-warum-die-oekonomen-versagt-haben-1729008.html>
- Stark, J. (2009). 'Krisenbewältigung: Markt versus Staat', available at:
http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090429_1.de.html

- Stark, J. (2012), 'Wir befinden uns in einem Teufelskreis', Die ZEIT online, 26th March, available at: <http://www.zeit.de/wirtschaft/2012-03/juergen-stark-interview>
- Stark, J. (2013). 'Es gibt keine rote Linie mehr', *Handelsblatt*, 26th July, No. 142, 24-25
- Steltzner, H. (2008). 'Wettlauf um Staatshilfe', *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 17th November, No. 269, 1
- Sturm, M. (1997). 'Budgetdisziplin in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion', in P. Lang (ed.), *Europäische Hochschulschriften*, Reihe V, Volks- und Betriebswirtschaft, No. 2204
- Tagesschau (2010). 'Kopfschütteln in Deutschland über Fed-Entscheidung', available at: <http://www.tagesschau.de/wirtschaft/fed130.html>
- Teutul, C. (1962). 'Die Funktion der Deutschen Notenbank bei der Staatsverschuldung in der Zeit von 1875 bis 1945', Ernst-Reuter Gesellschaft: Berlin-Dahlem.
- Trichet, J.-C. (2010). 'Reflections on the nature of monetary policy non-standard measures and finance theory', Opening address at the ECB Central Banking Conference, available at: <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp101118.en.html>
- Uhlig, H. (2013a). 'Outright Monetary Transactions and TARGET2', *Wirtschaftsdienst*, 7, 443-444
- Uhlig, H. (2013b). 'Eine Lektion zur Europäischen Zentralbank', *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, available at: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/gastbeitrag-eine-lektion-zur-europaeischen-zentralbank-12238148.html>
- Wallis, J.J., Sylla, R. and A. Grinath (2004). 'Sovereign Debt and Repudiation: The Emerging-Market Debt Crisis in the U.S. 1839-1843', NBER Working Paper No. 10753

- Walter, H. (2013). 'Die Fehler der Vergangenheit holen uns ein', available at:
<http://www.handelsblatt.com/meinung/kolumnen/kurz-und-schmerzhaft/walter-direkt-die-fehler-der-vergangenheit-holen-uns-ein/8535168.html>
- Weber, A. (2009a). 'Geldpolitik in Zeiten der Finanzkrise', available at:
http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/Reden/2009/2009_11_03_weber_geldpolitik_%20in_zeiten_der_finanzkrise.pdf?__blob=publicationFile
- Weber, A. (2009b). 'Pfandbriefmarkt und Finanzmarktkrise', available at:
http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/Reden/2009/2009_11_26_weber_pfandbriefmarkt_und_finanzmarktkrise.pdf?__blob=publicationFile
- Weber, A. (2010a). 'Geldpolitik und Perspektiven für den deutschen Kreditmarkt', available at:
http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/Reden/2010/2010_04_28_weber_geldpolitik_perspektiven_deutscher_kreditmarkt.pdf?__blob=publicationFile
- Weber, A. (2010b). 'Kaufprogramm birgt erhebliche Risiken', *Börsen-Zeitung*, 11th May, No. 89, 1
- Weidmann, J. (2013a). 'Krisenmanagement und Ordnungspolitik', available at:
http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013_02_11_weidmann.html
- Weidmann, J. (2013b). 'Wer hat die Oberhand? Das Problem der fiskalischen Dominanz', Vortrag auf der BdF-BBk-Konferenz "Macroeconomics and Finance", available at:
http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013_05_24_weidmann.html
- Weidmann, J. (2013c). 'Eingangserklärung anlässlich der mündlichen Verhandlung im Hauptsacheverfahren ESM/EZB', available at:

http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Kurzmeldungen/Stellungnahmen/2013_06_11_esm_ezb.html

Weidmann, J. (2013d). 'Nicht alles ist erlaubt', available at:
http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Interviews/2013_06_24_weidmann_sueddeutsche.html

Weidmann, J. (2013e). 'Krisenökonomik - die Krise als Herausforderung für die Ökonomen', Festvortrag bei der Jahresfestveranstaltung des Münchner Volkswirte Alumni-Clubs e.V. in München am 13. Juni 2013, available at:
http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013_06_13_weidmann.html.

Weidmann, J. (2013f). 'Finanzstabilität in der Währungsunion', Rede beim Verbandstag des Genossenschaftsverbands Bayern in München am 11. Juli 2013, available at:
http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013_07_11_weidmann.html

White, L.H. (2008). 'Did Hayek and Robbins Deepen the Great Depression?', *Journal of Money, Credit and Banking*, 40(4), 751-768

White, W. (2012). 'Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences', available at:
<http://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2012/0126.pdf>

Winkler, A. and S. Rieke (2009). 'Die Überschwemmung findet nicht statt', *Handelsblatt*, 25th May, No. 98, 8

Winkler, A. (2010). 'Debatte über Griechenland verfehlt Kern von Finanzkrisen', *Wirtschaftsdienst*, 90(5), 278-279

- Winkler, A. (2011a). 'The ECB as a lender of last resort', Presentation held at the Franco-German Conference "European Monetary Policy from Trichet to Draghi", available at:
<http://www.fes.de/wiso/pdf/international/2011/241011/Winkler.pdf>
- Winkler, A. (2011b). 'The joint production of confidence: lessons from nineteenth-century US commercial banks for twenty-first-century Euro area governments', *Financial History Review*, 18(3), 249-276
- Winkler, A. (2012). 'Warum kriegt Europa die Eurokrise nicht in den Griff?', *Wirtschaftsdienst*, 92(7), 449-456
- Wissenschaftlicher Beirat des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie (2011). 'Überschuldung und Staatsinsolvenz in der Europäischen Union', Gutachten 01/11, available at:
<http://www.bmwi.de/BMWi/Redaktion/PDF/Publikationen/Studien/gutachttext-ueberschuldung-staatsinsolvenz-in-der-eu-wissenschaftlicher-beirat,property=pdf,bereich=bmwi2012,sprache=de,rwb=true.pdf>

Anhang 1: ESM und OMT – eine saldenmechanische Analyse

Die OMT-Kritiker werfen der EZB vor, mit dem OMT Fiskalpolitik zu betreiben und so die Grenzen von Geld- und Fiskalpolitik zu verwischen. Abbildung A1 verdeutlicht diese Überlegung anhand eines geschlossenen saldenmechanischen Systems von Bilanzen der fünf bzw. sechs relevanten Sektoren im Euroraum:⁸⁵ Dem privaten Nicht-Banken Sektor (NBS), dem Bankensektor, der EZB, der Bilanz der Staaten der Krisenländer (also: Griechenland, Irland, Portugal, Spanien, Italien) sowie der Bilanz der Staaten der Nicht-Krisenländer (alle anderen Länder, insbesondere Deutschland). In der Krisenperiode kommt der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) als weiterer Sektor hinzu. Zur Vereinfachung hält der private NBS lediglich drei Finanzaktiva: Bargeld (B), Bankeinlagen (D) und Staatsanleihen (ST), wobei bei letzteren zwischen Staatsanleihen der Krisenländer (ST_{KL}) und der Nicht-Krisenländer (ST_{NKL}) differenziert wird. Der Bankensektor hält zudem Mindest- und gegebenenfalls Überschussreserven bei der Zentralbank. Die Mindestreserven entsprechen dem Mindestreserve-satz (r) multipliziert mit den bei den Banken gehaltenen Einlagen des privaten NBS.

Im Einklang mit der geldpolitischen Praxis erfolgt die Zentralbankgeldversorgung in der Vorkrisenperiode (Tabelle A1a) ausschließlich über eine Kreditvergabe der EZB an den Bankensektor. Krisen- und Nicht-Krisenländer können den Erwerb von Sachkapital (Schulen, Infrastruktur, Militärgüter etc), das vom NBS produziert wird, durch die Emission von Staatsschuldtiteln finanzieren, die der NBS freiwillig erwirbt. Dabei wird Fristentransformation betrieben, d.h. die Staatsschuldtitel haben eine kürzere Laufzeit als die Nutzung des damit finanzierten Sachkapitals.⁸⁶

In der Krise (Tabelle A1b) will der NBS (einen Teil der) Staatsanleihen der Krisenländer nicht mehr halten, also entweder verkaufen oder nicht mehr neu erwerben, weil er die Solvenz der Staaten als unsicher einschätzt. Dies wird durch den Schock $-st_{KB}$ dargestellt. Er führt entweder zu steigenden Zinssätzen auf Staatsschuldtitel der Krisenländer oder zu einem vollständigen Verlust des Marktzugangs. Der ESM verhindert bzw. mildert diese Mengen- und Preisreaktionen, indem er den Krisenländern Mittel in der Größenordnung von st_{KB} zur Verfügung stellt, die der NBS bei den Krisenländern abziehen bzw. nicht verlängern will. Dies heißt: ohne Intervention des ESM (oder später: der EZB) würde es dem NBS nicht gelingen,

⁸⁵ Das geschlossene saldenmechanische System stellt sicher, dass jeder Forderung eine Verbindlichkeit entspricht. Dabei werden vom Bankensektor vermittelte Kredite des Haushalts- an den Unternehmenssektor innerhalb der Bilanz des NBS auf Aktiv- und Passivseite erfasst, d.h. belasten nicht die Nettovermögensposition (Eigenkapital) des privaten NBS. Gegenüber den anderen Sektoren weist der NBS, also die Gesamtheit von Haushalten und Unternehmen im Euro-Währungsgebiet, keine finanziellen Verbindlichkeiten auf, bzw. der NBS kann als Nettogläubiger gegenüber den anderen Sektoren aufgefasst werden. Insgesamt beruht das System auf dem Standardmodell der modernen Makroökonomie, das von einem repräsentativen Haushalt ausgeht, dem in der Gesamtheit die Unternehmen gehören, die die Produktion von Gütern und Unternehmen durchführen. Zur Methodologie vergleiche Bindseil und Winkler (2012).

⁸⁶ Vgl. Giavazzi and Pagano (1990) sowie Cole and Kehoe (1996) sowie mit Blick auf die Eurokrise Winkler (2011b) und Buiter and Rahbari (2012).

die Mittel abzuziehen, weil die Krisenländer nicht in der Lage sind, diese Mittel ohne eine Neuausgabe von Schuldtiteln zu generieren.

Der ESM erhält diese Mittel vom NBS, weil (und solange) er vom NBS als weiterhin solvent eingeschätzt wird. Der ESM wird also Intermediär zwischen NBS und den Krisenländern, so dass die Bruttobilanz der Eurostaaten insgesamt um st_{KB} ansteigt. Dagegen bleibt die Nettobilanz unverändert, weil es sich beim ESM um einen Risikoumverteilungsmechanismus vom privaten NBS auf den Staatssektor der Nicht-Krisenländer handelt. Konsolidiert bleibt die ausstehende Staatsschuld aller Eurostaaten unverändert. Die Bilanz der EZB wird von diesen Aktivitäten ebenfalls nicht berührt.

Das OMT führt dazu, dass sich die EZB in die Intermediation und damit den Risikoumverteilungsmechanismus zwischen NBS und Krisenländern einschaltet, wenn und sofern die EZB Staatsanleihen der Krisenländer ankauft (Tabelle A1c). Im Vergleich zur reinen ESM-Intermediation wächst die Bruttobilanz der Eurostaaten um nur noch jenen Teil des Schocks (α), der vom ESM abgefangen wird. Die EZB Bilanz wächst leicht, weil der NBS den Teil der Staatsanleihen, den er an die EZB verkauft, in mindestreserverpflichtige Depositen bei Banken umwandelt. Ansonsten kommt es zu einem Aktivtausch, da die EZB Staatsanleihenkäufe unter dem OMT sterilisiert, d.h. die Kreditvergabe an den Bankensektor im gleichen Maße, also $(1-\alpha)st_{KB}$, reduziert wie sie Staatsanleihen kauft. Dies ändert jedoch nichts daran, dass – wie es die Kritiker behaupten (Sinn 2013, 27) – mit dem OMT die europäische Fiskalpolitik, vertreten durch den ESM, (teilweise) ersetzt wird, also „die Verantwortlichkeiten von Geld- und Fiskalpolitik [zu] verwischen.“ (Weidmann 2013c).

Abbildung A1: ESM und OMT als Maßnahmen zur Stabilisierung der Staatsanleihenmärkte

Tabelle A1a: Die Ausgangssituation vor der Krise – Alle Staaten finanzieren sich über den Markt

Privater Nicht-Banken Sektor			
Sachkapital	$EK - ST_{KL} - ST_{NKL}$	Eigenkapital	EK
Staatsanleihen Krisenländer	ST_{KL}	Kredite von Banken	$D + B$
Staatsanleihen Nicht-Krisenländer	ST_{NKL}		
Einlagen bei Banken	D		
Bargeld	B		

Banken			
Kredite an den privaten NBS	$D + B$	Einlagen des privaten NBS	D
Mindestreserven bei der EZB	rD	Kredite der EZB	$B + rD$

EZB			
Kredite an Banken	$B + rD$	Bargeld	B
		Mindestreserven der Banken	rD

Krisenländer			
Sachkapital	ST_{KL}	Staatsanleihen Krisenländer	ST_{KL}

Nicht-Krisenländer			
Sachkapital	ST_{NKL}	Staatsanleihen Nicht-Krisenländer	ST_{NKL}

Nachrichtlich: Nettobilanz aller Euro-Staaten

Euro-Staaten			
Sachkapital	$ST_{NKL} + ST_{KL}$	Staatsanleihen Euro-Staaten	$ST_{NKL} + ST_{KL}$

Tabelle A1b: Krisenbewältigung der ESM als alleiniger Intermediär zwischen privatem Nicht-Bankensektor und Krisenländern

Privater Nicht-Banken Sektor			
Sachkapital	$EK - ST_{KL} - ST_{NKL}$	Eigenkapital	EK
Staatsanleihen Krisenländer	$ST_{KL} - st_{KL}$	Kredite von Banken	D+B
Staatsanleihen Nicht-Krisenländer	ST_{NKL}		
ESM Anleihen	st_{KL}		
Einlagen bei Banken	D		
Bargeld	B		

Banken			
Kredite an den privaten NBS	D + B	Einlagen des privaten NBS	D
Mindestreserven bei der EZB	rD	Kredite der EZB	B + rD

EZB			
Kredite an Banken	B + rD	Bargeld	B
		Mindestreserven der Banken	rD

Krisenländer			
Sachkapital	ST_{KL}	Staatsanleihen Krisenländer	ST_{KL}

Nicht-Krisenländer			
Sachkapital	ST_{NKL}	Staatsanleihen Nicht-Krisenländer	ST_{NKL}

ESM			
Staatsanleihen Krisenländer	st_{KL}	ESM Anleihen	st_{KL}

Nachrichtlich: Bruttobilanz aller Euro-Staaten

Euro-Staaten			
Sachkapital	$ST_{NKL} + ST_{KL}$	Staatsanleihen Euro-Staaten	$ST_{NKL} + ST_{KL}$
Staatsanleihen Krisenländer	st_{KL}	ESM Anleihen	st_{KL}

Nachrichtlich: Nettobilanz aller Euro-Staaten

Euro-Staaten			
Sachkapital	$ST_{NKL} + ST_{KL}$	Staatsanleihen Euro-Staaten	$ST_{NKL} + ST_{KL}$

Tabelle A1c: Krisenbewältigung: ESM und EZB als Intermediäre zwischen Nicht-Bankensektor und Krisenländern

Privater Nicht-Banken Sektor			
Sachkapital	$EK - ST_{KL} - ST_{NKL}$	Eigenkapital	EK
Staatsanleihen Krisenländer	$ST_{KL} - st_{KL}$	Kredite von Banken	$D + B$
Staatsanleihen Nicht-Krisenländer	ST_{NKL}		
Anleihen ESM	αst_{KL}		
Einlagen bei Banken	$D + (1-\alpha)st_{KL}$		
Bargeld	B		

Banken			
Kredite an den privaten NBS	$D + B$	Einlagen des privaten NBS	$D + (1-\alpha)st_{KL}$
Mindestreserven bei der EZB		Kredite der EZB	
	$r(D + (1-\alpha)st_{KL})$		$B + r(D + (1-\alpha)st_{KL}) - (1-\alpha)st_{KL}$

EZB			
Kredite an Banken		Bargeld	B
	$B + r(D + (1-\alpha)st_{KL}) - (1-\alpha)st_{KL}$	Mindestreserven der Banken	
Staatsanleihen der Krisenländer	$(1-\alpha)st_{KL}$		$r(D + (1-\alpha)st_{KL})$

Krisenländer			
Sachkapital	ST_{KL}	Staatsanleihen Krisenländer	ST_{KL}

Nicht-Krisenländer			
Sachkapital	ST_{NKL}	Staatsanleihen Nicht-Krisenländer	ST_{NKL}

ESM			
Staatsanleihen Krisenländer	αst_{KL}	ESM Anleihen	αst_{KL}

Nachrichtlich: Bruttobilanz aller Euro-Staaten

Euro-Staaten			
Sachkapital	$ST_{NKL} + ST_{KL}$	Staatsanleihen Euro-Staaten	$ST_{NKL} + ST_{KL}$
Staatsanleihen Krisenländer	αst_{KL}	ESM Anleihen	αst_{KL}

Nachrichtlich: Nettobilanz aller Euro-Staaten

Euro-Staaten			
Sachkapital	$ST_{NKL} + ST_{KL}$	Staatsanleihen Euro-Staaten	$ST_{NKL} + ST_{KL}$

Quelle: eigene Zusammenstellung

Anhang 2: SoFFin und Vollzuteilungspolitik – eine saldenmechanische Analyse

Die Vollzuteilungspolitik ist keine Geldpolitik, weil sie (teilweise) die Finanzmarktpolitik ersetzt, so dass Grenzen von Geld- und Finanzmarktpolitik verwischen. Abbildung A2 verdeutlicht dies anhand des bekannten saldenmechanischen Systems. Da nun nicht die Eurokrise, sondern die Bankenkrise nach dem Zusammenbruch von *Lehman Brothers* im Zentrum der Betrachtung steht, wird der Bankensektor in zwei Sektoren geteilt, nämlich in Krisenbanken und Nicht-Krisenbanken. Von dieser Krise waren Banken in allen Euro-Staaten mehr oder weniger gleich stark betroffen (symmetrische Finanzkrise).⁸⁷ Es gibt daher auch in Deutschland sowohl Krisenbanken (z.B. die HRE, diverse Landesbanken und die Commerzbank) als auch Nicht-Krisenbanken (z.B. die Sparkassen, Genossenschaftsbanken und die Deutsche Bank). Zudem wird der ESM durch Stabilisierungsfonds oder ähnliche Institutionen ersetzt, die verschiedene Länder im Euroraum gründeten, um die Krise zu bekämpfen. Im deutschen Beispiel ist dies der SoFFin, der Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung, der vom Deutschen Bundestag im Oktober 2008 mit einem „Handlungsrahmen von € 480 Mrd. zur Rettung und Stabilisierung von Finanzinstituten“ (FMSA 2013) ausgestattet wurde. Alle anderen Sektoren bleiben unverändert.

Abbildung A2: Stabilisierungsfonds und Vollzuteilungspolitik als Maßnahmen zur Stabilisierung des Interbankenmarktes

Tabelle A2a: Ausgangssituation vor der Krise – Alle Banken finanzieren sich über den Markt

Privater Nicht-Banken Sektor			
Sachkapital	$EK - ST_{KL} - ST_{NKL}$	Eigenkapital	EK
Staatsanleihen Krisenländer	ST_{KL}	Kredite von Banken	$D_{KB} + D_{NKB} + B$
Staatsanleihen Nicht-Krisenländer	ST_{NKL}		
Einlagen bei Krisenbanken	D_{KB}		
Einlagen bei Nicht-Krisenbanken	D_{NKB}		
Bargeld	B		

Krisenbanken			
Kredite an den privaten NBS	$D_{KB} + B$	Einlagen des privaten NBS	D_{KB}
	$KB + IB$	Kredite von Nicht-Krisenbanken	IB
Mindestreserven bei der EZB	rD_{KB}	Kredite der EZB	$B_{KB} + rD_{KB}$

⁸⁷ Irland stellt hier sicher eine Ausnahme dar.

Nicht-Krisenbanken			
Kredite an den privaten NBS		Einlagen des privaten NBS	D_{NKB}
	$D_{NKB} + B_{NKB} - IB$	Kredite der EZB	$B_{NKB} + rD_{NKB}$
Kredite an Krisenbanken	IB		
Mindestreserven bei der EZB	rD_{NKB}		

EZB			
Kredite an Krisenbanken	$B_{KB} + rD_{KB}$	Bargeld	B
Kredite an Nicht-Krisenbanken		Mindestreserven der Krisenbanken	rD_{KB}
	$B_{NKB} + rD_{NKB}$	Mindestreserven der Nicht-Krisenbanken	rD_{NBK}

Krisenländer			
Sachkapital	ST_{KL}	Staatsanleihen Krisenländer	ST_{KL}

Nicht-Krisenländer			
Sachkapital	ST_{NKL}	Staatsanleihen Nicht-Krisenländer	ST_{NKL}

Tabelle A2b: Krisenbewältigung staatliche Stabilisierungsfonds als alleinige Intermediäre zwischen privatem Nicht-Banken Sektor und Nicht-Krisenbanken auf der einen und Krisenbanken auf der anderen Seite

Privater Nicht-Banken Sektor			
Sachkapital	$E - ST_{KL} - ST_{NKL}$	Eigenkapital	EK
Staatsanleihen Krisenländer	ST_{KL}	Kredite von Banken	$D_{KB} + D_{NKB} + B$
Staatsanleihen Nicht-Krisenländer	ST_{NKL}		
Einlagen bei Krisenbanken	$D_{KB} - d_{KB}$		
Einlagen bei Nicht-Krisenbanken			
	$D_{NKB} + d_{KB}$		
Bargeld	B		

Krisenbanken			
Kredite an den privaten NBS		Einlagen des privaten NBS	$D_{KB} - d_{KB}$
	$D_{KB} + B_{KB} + IB$	Kredite von Nicht-Krisenbanken	$IB - ib$
Mindestreserven bei der EZB		Kredite Stabfonds	$d_{KB} + ib$
	$r(D_{KB} - d_{KB})$	Kredite der EZB	$B_{KB} + r(D_{KB} - d_{KB})$

Nicht-Krisenbanken	
Kredite an den privaten NBS $D_{NKB} + B_{NKB} - IB$	Einlagen des privaten NBS $D_{NKB} + d_{KB}$
Kredite an Krisenbanken $IB - ib$	Kredite der EZB $B_{NKB} + r(D_{NKB} + d_{KB})$
Anleihen von Stabfonds $d_{KB} + ib$	
Mindestreserven bei der EZB $r(D_{NKB} + d_{KB})$	

Stabilisierungsfonds	
Kredite an Krisenbanken $d_{KB} + ib$	Verbindlichkeiten ggb. Nicht-Krisenbanken $d_{KB} + ib$

EZB	
Kredite an Krisenbanken $B_{KB} + r(D_{KB} - d_{KB})$	Bargeld B
Kredite an Nicht-Krisenbanken $B_{NKB} + r(D_{NKB} + d_{KB})$	Mindestreserven der Krisenbanken $r(D_{KB} - d_{KB})$
	Mindestreserven der Nicht-Krisenbanken $r(D_{NKB} + d_{KB})$

Krisenländer	
Sachkapital ST_{KL}	Staatsanleihen Krisenländer ST_{KL}

Nicht-Krisenländer	
Sachkapital ST_{NKL}	Staatsanleihen Nicht-Krisenländer ST_{NKL}

Tabelle A2c: Krisenbewältigung: staatliche Stabilisierungsfonds und EZB als Intermediäre zwischen privatem Nicht-Banken Sektor und Nicht-Krisenbanken auf der einen und Krisenbanken auf der anderen Seite

Privater Nicht-Banken Sektor	
Sachkapital $E - ST_{KL} - ST_{NKL}$	Eigenkapital EK
Staatsanleihen Krisenländer ST_{KL}	Kredite von Banken $D_{KB} + D_{NKB} + B$
Staatsanleihen Nicht-Krisenländer ST_{NKL}	
Einlagen bei Krisenbanken $D_{KB} - d_{KB}$	
Einlagen bei Nicht-Krisenbanken $D_{NKB} + d_{KB}$	
Bargeld B	

Krisenbanken	
Kredite an den privaten NBS $D_{KB} + B_{KB} + IB$	Einlagen des privaten NBS $D_{KB} - d_{KB}$
Mindestreserven bei der EZB $r(D_{KB} - d_{KB})$	Kredite von Nicht-Krisenbanken $IB - ib$
	Kredite Stabfonds $\alpha(d_{KB} + ib)$
	Kredite der EZB

	$B_{KB} + r(D_{KB} - d_{KB}) + (1-\alpha)(d_{KB} + ib)$
--	---

Nicht-Krisenbanken	
Kredite an den privaten NBS $D_{NKB} + B_{NKB} - IB$	Einlagen des privaten NBS $D_{NKB} + d_{KB}$
Kredite an Krisenbanken $IB - ib$	Kredite der EZB $\max(0, B_{NKB} + r(D_{NKB} + d_{KB}) - (1-\alpha)(d_{KB} + ib))$
Anleihen von Stabfonds $\alpha(d_{KB} + ib)$	
Mindestreserven bei der EZB $r(D_{NKB} + d_{KB})$	
Überschussreserven bei der EZB $\max(0, -(B_{NKB} + \alpha(d_{KB} + ib)))$	

Stabilisierungsfonds	
Kredite an Krisenbanken $\alpha_{(KB)}(d_{KB} + ib)$	Verbindlichkeiten ggb Nicht-Krisenbanken $\alpha_{(KB)}(d_{KB} + ib)$

EZB	
Kredite an Krisenbanken $B_{KB} + r(D_{KB} - d_{KB}) + (1-\alpha)(d_{KB} + ib)$	Bargeld B
Kredite an Nicht-Krisenbanken $\max(0, B_{NKB} + r(D_{NKB} + d_{KB}) - (1-\alpha)(d_{KB} + ib))$	Mindestreserven der Krisenbanken $r(D_{KB} - d_{KB})$
	Mindestreserven der Nicht-Krisenbanken $r(D_{NKB} + d_{KB})$
	Überschussreserven der Nicht-Krisenbanken $\max(0, -(B_{NKB} + (1-\alpha)(d_{KB} + ib)))$

Krisenländer	
Sachkapital ST_{KL}	Staatsanleihen Krisenländer ST_{KL}

Nicht-Krisenländer	
Sachkapital ST_{NKL}	Staatsanleihen Nicht-Krisenländer ST_{NKL}

Quelle: Eigene Zusammenstellung.

In der Vorkrisenperiode (Tabelle A2a) findet die Zentralbankgeldversorgung per Zinstender statt. Die Banken fragen dabei nur jenes Kreditvolumen bei der EZB nach, dass sie zur Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht sowie zur Befriedigung der Bargeldnachfrage des NBS benötigen. Beide Banktypen vergeben Kredite an den NBS, die sie über Einlagen sowie Kredite von der EZB refinanzieren. Die späteren Krisenbanken refinanzieren sich zudem über den Interbankenmarkt, auf dem die späteren Nicht-Krisenbanken als Kreditgeber auftreten. Alle Banken betreiben Fristentransformation, d.h. die Forderungen weisen eine längere Laufzeit auf als die Verbindlichkeiten.

In der Krise (Tabelle A2b) will der NBS (einen Teil seiner) Einlagen bei den Krisenbanken auflösen und auf die Nicht-Krisenbanken übertragen. Dies wird durch den Schock $-d_{KB}$ dargestellt. Zudem kommt es zu einem Austrocknen des Interbankenmarktes: die Nicht-Krisenbanken ziehen ihre Kredite zurück, die sie in der Vorkrisenperiode an die Krisenbanken gewährt hatten ($-ib$). Dies führt entweder zu steigenden Zinssätzen auf Einlagen der Krisenbanken oder zu einem vollständigen Verlust des Marktzugangs. Die staatlichen Maßnahmen zur Finanzmarktstabilisierung, im deutschen Beispiel: der SoFFin, verhindern diese Mengen- und Preisreaktionen, indem sie den Krisenbanken Mittel in der Größenordnung von $(d_{KB} + ib)$ zur Verfügung stellen. Ohne diese staatlichen Interventionen (oder später: der Intervention der EZB) würde es dem NBS und den Nicht-Krisenbanken nicht gelingen, die Mittel abzuziehen, weil die Krisenbanken gar nicht in der Lage sind, diese Mittel ohne eine Neuausgabe von Schuldtiteln zu generieren.

Die Stabilisierungsfonds und die Staaten, die hinter diesen Stabilisierungsmaßnahmen stehen, erhalten diese Mittel vom NBS und den Krisenbanken, weil (und solange) sie als solvent eingeschätzt werden. Damit werden die Fonds zum Intermediär zwischen dem NBS und den Nicht-Krisenbanken auf der einen und den Krisenbanken auf der anderen Seite. Die Fonds stellen demnach einen Risikoumverteilungsmechanismus vom privaten NBS und den Nicht-Krisenbanken auf den Staatssektor, d.h. die Stabilisierungsfonds dar. Dabei nimmt die Bilanz des Bankensystems um $(d_{KB} + ib)$ zu. Die Bilanz der EZB wird von diesen Aktivitäten in ihrer Gesamtheit nicht berührt; es ändert sich lediglich die Zusammensetzung von Aktiv- und Passivseite, weil bei den Nicht-Krisenbanken aufgrund des höheren Einlagenvolumens ($+d_{KB}$) ein höherer Mindestreservebedarf entsteht, den die Zentralbank per Kreditbereitstellung decken muss. Entsprechend umgekehrt verhält es sich für die Krisenbanken.

Die Vollzuteilungspolitik führt dazu, dass sich die EZB in die Intermediation zwischen NBS und Nicht-Krisenbanken auf der einen und den Krisenbanken auf der anderen Seite einschaltet (Tabelle A2c). Damit federn die staatlichen Fonds nur noch jenen Teil der Schocks (α) ab, der nicht von der EZB aufgefangen wird.

Die Auswirkungen der Vollzuteilungspolitik auf die EZB Bilanz hängt von drei Größen ab: a) der Stärke des Schocks $(d_{KB} + ib)$, b) der Höhe des Anteils $(1-\alpha)$, den die EZB bei der Schockbewältigung übernimmt, sowie c) der Höhe der Kreditvergabe der EZB an die Nicht-Krisenbanken, die sich aus dem Bargeldbedarf bei der Kreditvergabe an den NBS (B_{NKB}) sowie der Mindestreservepflicht ($r(D_{NKB} + d_{KB})$) ergeben. Solange die Kreditnachfrage der Krisenbanken, die die EZB befriedigt, geringer ausfällt als die ursprüngliche Kreditvergabe der EZB an die Nicht-Krisenbanken $(B_{NKB} + r(D_{NKB} + d_{KB})) > (1-\alpha)(d_{KB} + ib)$ findet allein eine Umschichtung auf der Aktivseite der EZB statt: die Ausweitung der Kredite an die Krisenbanken geht mit einer entsprechenden Reduzierung der Forderungen an die Nicht-Krisenbanken einher. Die EZB wird Teil des Risikoumverteilungsmechanismus vom privaten NBS und den Nicht-Krisenbanken auf den Staatssektor. Fällt der Schock dagegen größer aus, wächst das Risiko der EZB nicht nur, weil sie „gute“ Forderungen in „schlechte“ umtauscht,

sondern weil auch die Höhe der Forderungen steigt. Diese Forderungen sind allein Forderungen gegen die Krisenbanken,⁸⁸ während die Nicht-Krisenbanken die Seite gewechselt haben: aufgrund der Liquiditätszufuhr des privaten NBS und des Verzichts auf den Interbankencredit an die Krisenbanken erwerben die Nicht-Krisenbanken Überschussreserven bei der Zentralbank.

⁸⁸ Mit Sinn (2013, 68) kann daher für diesen Fall festgestellt werden, dass die gesamte Zentralbankgeldmenge des Euroraums durch Kredite an Krisenbanken geschaffen wird.

Anhang 3: TARGET Salden und Finanzkrise in einer fiktiven D-Mark Zone

Tabelle A3a: Ausgangssituation vor der Krise – Alle Banken finanzieren sich über den Markt

Privater Nicht-Banken Sektor			
Sachkapital	EK - ST	Eigenkapital	EK
Staatsanleihen Bundesrepublik	ST	Kredite von Banken	$D_{Süd} + D_{Nord} + B$
Einlagen bei Banken LZB Süd	$D_{Süd}$		
Einlagen bei Banken LZB Nord	D_{Nord}		
Bargeld	B		

Staat Bundesrepublik Deutschland			
Sachkapital	ST	Staatsanleihen	ST

Banken LZB Nord			
Kredite an den privaten NBS		Einlagen des privaten NBS	D_{Nord}
	$D_{Nord} + B_{Nord} - IB$	Kredite der LZB Nord	$B_{Nord} + rD_{Nord}$
Kredite an Banken LZB Süd	IB		
Mindestreserven bei der LZB Nord	rD_{NKB}		

Banken LZB Süd			
Kredite an den privaten NBS		Einlagen des privaten NBS	$D_{Süd}$
	$D_{Süd} + B_{Süd} + IB$	Kredite von Banken LZB Nord	IB
Mindestreserven bei der LZB Süd	$rD_{Süd}$	Kredite der LZB Süd	$B_{Süd} + rD_{Süd}$

LZB Nord			
Kredite an Banken LZB Nord		Bargeld	B_{Nord}
	$B_{Nord} + rD_{Nord}$	Mindestreserven der Banken LZB Nord	
Target Forderungen	0	Target Verbindlichkeiten	rD_{Nord}
			0

LZB Süd			
Kredite an Banken LZB Süd	$B_{Süd} + rD_{Süd}$	Bargeld	$B_{Süd}$
Target Forderungen	0	Mindestreserven der Banken LZB Süd	$rD_{Süd}$
		Target Verbindlichkeiten	0

Bundesbank			
Kredite an Banken LZB Süd	$B_{Süd} + rD_{Süd}$	Bargeld	$B_{Süd} + B_{Nord}$
Kredite an Banken LZB Nord	$B_{Nord} + rD_{Nord}$	Mindestreserven der Banken LZB Süd	
		Mindestreserven der Banken LZB Nord	$rD_{Süd}$

Tabelle A3b: TARGET D Salden in der Krise

Privater Nicht-Banken Sektor			
Sachkapital	EK - ST	Eigenkapital	EK
Staatsanleihen Bundesrepublik	ST	Kredite von Banken	$D_{\text{Süd}} + D_{\text{Nord}} + B$
Einlagen bei Banken LZB Süd	$D_{\text{Süd}}$		
Einlagen bei Banken LZB Nord	D_{Nord}		
Bargeld	B		

Staat Bundesrepublik Deutschland			
Sachkapital	ST	Staatsanleihen	ST

Banken LZB Nord			
Kredite an den privaten NBS	$D_{\text{Nord}} + B_{\text{Nord}} - IB$	Einlagen des privaten NBS	$D_{\text{Nord}} + d_{\text{Süd}}$
Kredite an Banken LZB Süd	$IB - ib$	Kredite der LZB Nord	$r(D_{\text{Nord}} + d_{\text{Süd}})$
Mindestreserven bei der LZB Nord	$r(D_{\text{Nord}} + d_{\text{Süd}})$		
Überschussreserven bei der LZB Nord	$-(B_{\text{Nord}} + (d_{\text{Süd}} + ib))$		

Banken LZB Süd			
Kredite an den privaten NBS	$D_{\text{Süd}} + B_{\text{Süd}} + IB$	Einlagen des privaten NBS	$D_{\text{Süd}} - d_{\text{Süd}}$
Mindestreserven bei der LZB Süd	$r(D_{\text{Süd}} - d_{\text{Süd}})$	Kredite von Banken LZB Nord	$IB - ib$
		Kredite der LZB Süd	$B_{\text{Süd}} + r(D_{\text{Süd}} - d_{\text{Süd}}) + (d_{\text{Süd}} + ib)$

LZB Nord			
Kredite an Banken LZB Nord	$r(D_{\text{Nord}} + d_{\text{Süd}})$	Bargeld	B_{Nord}
Target Forderungen	$(d_{\text{Süd}} + ib)$	Mindestreserven der Banken LZB Nord	$r(D_{\text{Nord}} + d_{\text{Süd}})$
		Überschussreserven der Banken LZB Nord	$-B_{\text{Nord}} + (d_{\text{Süd}} + ib)$

LZB Süd			
Kredite an Banken LZB Süd	$B_{\text{Süd}} + r(D_{\text{Süd}} - d_{\text{Süd}}) + (d_{\text{Süd}} + ib)$	Bargeld	$B_{\text{Süd}}$
		Reserven der Banken LZB S	$r(D_{\text{Süd}} - d_{\text{Süd}})$
		Target Verbindlichkeiten	$(d_{\text{Süd}} + ib)$

Bundesbank			
Kredite an Banken LZB Süd	$B_{\text{Süd}} + r(D_{\text{Süd}} - d_{\text{Süd}}) + (d_{\text{Süd}} + ib)$	Bargeld	$B_{\text{Süd}} + B_{\text{Nord}}$
Kredite an Banken LZB Nord	$B_{\text{Nord}} + r(D_{\text{Nord}} + d_{\text{Süd}})$	Mindestreserven der Banken LZB Süd	$r(D_{\text{Süd}} - d_{\text{Süd}})$
		Mindestreserven der Banken LZB Nord	$r(D_{\text{Nord}} + d_{\text{Süd}})$
		Überschussreserven der Banken LZB Nord	

No.	Author/Title	
205.	Lang, Michael The Early Warnings of Balance-of-Payments problems: Kaminsky and Rainhart Revisited	2013
204.	Odermann, Alexander / Cremers, Heinz Komponenten und Determinanten des Credit Spreads – Empirische Untersuchung während Phasen von Marktstress	2013
203.	Vogel, Heinz-Dieter / Bannier, Christina E. / Heidorn, Thomas Functions and characteristics of corporate and sovereign CDS	2013
202.	Loechel, Horst / Packham, Natalie / Walisch, Fabian Determinants of the onshore and offshore Chinese Government yield curves	2013
201.	Kostka, Genia China's evolving green planning system: Are targets the answer?	2013
200.	Moormann, Jürgen / Grau, Corinna Exploring the interrelation between process management and organizational culture: A critical review	2013
199.	Libman, Alexander / Obydenkova, Anastassia Communism or Communists? Soviet Legacies and Corruption in Transition Economies	2013
198.	Völker, Florian / Cremers, Heinz / Panzer, Christof Integration des Marktliquiditätsrisikos in das Risikoanalysekonzept des Value at Risk	2012
197.	Inklaar, Robert / Koetter, Michael / Noth, Felix What Makes Chinese Firms Productive? Learning from Indigenous and Foreign Sources of Knowledge	2012
196.	Philipp Boeing / Elisabeth Mueller / Philipp Sandner What Makes Chinese Firms Productive? Learning from Indigenous and Foreign Sources of Knowledge	2012
195.	Krones, Julia / Cremers, Heinz Eine Analyse des Credit Spreads und seiner Komponenten als Grundlage für Hedge Strategien mit Kreditderivaten	2012
194.	Herrmann-Pillath, Carsten Performativity of Economic Systems: Approach and Implications for Taxonomy	2012
193.	Boldyrev, Ivan A. / Herrmann-Pillath, Carsten Moral Sentiments, Institutions, and Civil Society: Exploiting Family Resemblances between Smith and Hegel to Resolve Some Conceptual Issues in Sen's Recent Contributions to the Theory of Justice	2012
192.	Mehmke, Fabian / Cremers, Heinz / Packham, Natalie Validierung von Konzepten zur Messung des Marktrisikos - insbesondere des Value at Risk und des Expected Shortfall	2012
191.	Tinschert, Jonas / Cremers, Heinz Fixed Income Strategies for Trading and for Asset Management	2012
190.	Schultz, André / Kozlov, Vladimir / Libman, Alexander Roving Bandits in Action: Outside Option and Governmental Predation in Autocracies	2012
189.	Börner, René / Goeken, Matthias / Rabhi, Fethi SOA Development and Service Identification – A Case Study on Method Use, Context and Success Factors	2012
188.	Mas, Ignacio / Klein, Michael A Note on Macro-financial implications of mobile money schemes	2012
187.	Harhoff, Dietmar / Müller, Elisabeth / Van Reenen, John What are the Channels for Technology Sourcing? Panel Data Evidence from German Companies	2012
186.	Decarolis, Francesco / Klein, Michael Auctions that are too good to be true	2012
185.	Klein, Michael Infrastructure Policy: Basic Design Options	2012

Printed edition: € 25.00 + € 2.50 shipping

Download working paper:

<http://www.frankfurt-school.de/content/de/research/workingpapers.html>

Order address / contact

Frankfurt School of Finance & Management

Sonnemannstr. 9–11 ▪ 60314 Frankfurt/M. ▪ Germany

Phone: +49 (0) 69 154 008–830 ▪ Fax: +49 (0) 69 154 008–4830

eMail: r.ewel@fs.de

Further information about Frankfurt School of Finance & Management
may be obtained at: <http://www.fs.de>