

Konrad, Kai A.; Fuest, Clemens; Uhlig, Harald; Fratzscher, Marcel; Sinn, Hans-Werner

**Article — Published Version**

## Bundesverfassungsgericht und Krisenpolitik der EZB: Stellungnahmen der Ökonomen

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Konrad, Kai A.; Fuest, Clemens; Uhlig, Harald; Fratzscher, Marcel; Sinn, Hans-Werner (2013) : Bundesverfassungsgericht und Krisenpolitik der EZB: Stellungnahmen der Ökonomen, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 93, Iss. 7, pp. 431-454, <https://doi.org/10.1007/s10273-013-1547-8>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/88855>

### 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.*

# Bundesverfassungsgericht und Krisenpolitik der EZB – Stellungnahmen der Ökonomen\*

Am 11. und 12. Juni 2013 hat das Bundesverfassungsgericht Experten zur Krisenpolitik der EZB angehört. Dabei ging es um die Frage, ob oder inwieweit die EZB durch das Outright-Monetary-Transactions-Programm (OMT) Kompetenzen beansprucht, die ihr nicht übertragen worden sind. Wir veröffentlichen hier die Stellungnahmen der Ökonomen im Wortlaut.

Kai A. Konrad

## Haftungsrisiken und Fehlanreize aus ESM und OMT-Programm

### Eine Wirkungsanalyse der Reformen der Finanzverfassung

#### Ein kurzer Rückblick

Die europäische Finanzverfassung des Maastricht-Vertrags sollte zwei Prinzipien verfolgen: das Korrespondenzprinzip und das Subsidiaritätsprinzip. Weitgehend autonome einzelstaatliche Haushalts- und Schuldenpolitik sollte korrespondieren mit einzelstaatlicher Verantwortlichkeit für die eigene Haushaltssituation.

Drei Elemente der Finanzverfassung waren dafür von zentraler Bedeutung:

- Der Politik wurden Obergrenzen für die Neuverschuldung und den Schuldenstand auferlegt, die sogenannten Maastricht-Kriterien. Dabei sollte die Neuverschuldungsgrenze sanktionsbewehrt sein (Artikel 126 AEUV). Innerhalb dieser weiten Grenzen sollten die Einzelstaaten Haushaltsautonomie haben.
- Artikel 125 AEUV, die sogenannte „No-Bailout-Klausel“, sollte verhindern, dass Einzelstaaten in extremen Haushaltsnotlagen auf Finanzhilfen von anderen Mitgliedstaaten oder der EU rechnen können. Der Artikel war eine Art Insolvenzordnung der Eurozone. Der Artikel sollte den

Einzelstaaten Fehlanreize nehmen, die entstehen, wenn sie im Fall der eigenen Überschuldung auf Hilfen der EU oder anderer Staaten hoffen können.

- Die Europäische Zentralbank (EZB) sollte die Geldpolitik am Ziel der Preisniveaustabilität ausrichten. Das Verbot des Kaufs von Staatsschuldtiteln am Primärmarkt ist aus ökonomischer Sicht zu verstehen als ein Verbot der direkten Finanzierung der Staatsschulden.

Alle drei Eckpfeiler der Finanzverfassung haben sich als wenig wirkungsvoll erwiesen. Kern des Problems war dabei in allen Fällen, dass die entsprechenden Vorschriften nicht „zeitkonsistent“ waren; in der Situation, in der die Regeln Bindungswirkung entfalten sollten, erwiesen sie sich als politisch nicht glaubwürdig. Sie wurden umgedeutet, missachtet oder kurzerhand umgeschrieben.

- *Beispiel 1:* Artikel 126 AEUV regelte Grenzen für das Budgetdefizit und machte Vorgaben für die Defizitquote. Verfahrensregeln bis hin zu möglichen Sanktionen sollten das Budgetdefizit unter 3% halten. In der Praxis wurde das 3%-Kriterium vielfach ganz offiziell verletzt. Drohende Defizitverfahren wurden mitunter politisch abgewendet, selbst Bestandteile des Verfahrens, die einem strikten Automatismus folgen sollten. Wo die Defizitverfahren eingeleitet wurden, versandeten sie. Es reichte mitunter für die Verfahrenseinstellung aus, dass das Defizitland einen Haushaltsplan vorlegte, der ein Defizit von knapp unterhalb der 3% prognostizierte, auch wenn der später tatsächlich eintretende Wert darüber lag. Wo Staaten das Kriterium formal einhalten wollten, aber gleichzeitig mehr Kredit aufnehmen wollten, standen diesen Staa-

\* 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, am 11./12.6.2013.

ten Finanzierungsinstrumente zur Disposition, die nach den jeweils gültigen Budgetregeln nicht zur Defizitquote rechneten, die aber in ihren wirtschaftlichen Konsequenzen zu einer höheren Verschuldung äquivalent waren. Diese reichten von Swapgeschäften am Finanzmarkt über die Verbriefung von künftigen Einnahmenquellen bis hin zur Ausgliederung von Teilen des Haushalts.

- *Beispiel 2:* Artikel 125 AEUV regelte die Verantwortlichkeit der Einzelstaaten für Schieflagen in den öffentlichen Haushalten. Dem Wortlaut nach enthält diese Regelung einen Haftungsausschluss und ein Beistandsverbot. Als Kennnorm der Maastrichter Verträge sollte das Beistandsverbot wirksam der Gefahr einer Verschuldungsgemeinschaft begegnen. In diesem Sinne hat auch das Bundesverfassungsgericht den Artikel ausgelegt.<sup>1</sup> Im Mai 2010 wäre die verfassungskonforme Reaktion auf die Krisensituation in Griechenland die Erklärung der Zahlungsunfähigkeit und der Eintritt in Umschuldungsverhandlungen gewesen. Die Rettungsschirmscheidung vom Mai 2010 markiert den Beginn einer Serie von Beschlüssen, mit denen sich die Haftungsrisiken für Deutschland und andere noch solvente Länder stetig ausgeweitet haben, und mit denen sich die Eurozone in einen diametralen Widerspruch zu der zitierten Auslegung des Artikels 125 AEUV durch das Bundesverfassungsgericht begeben hat.
- *Beispiel 3:* Zur Unabhängigkeit der EZB. Bereits bei der ersten Besetzung der Präsidentschaft der Europäischen Zentralbank gab es Auseinandersetzungen der Einzelstaaten über die Kandidatur. Sie endeten in einem Kompromiss, bei dem der erste Präsident nur eine halbe Amtszeit ausüben würde und die Position anschließend für einen Kandidaten aus Frankreich freimachen würde.

#### Das Reformpaket schafft keine Abhilfe

Mit der Änderung des Artikel 136 AEUV in Verbindung mit der Einführung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) wurde eine Institution geschaffen, die Haushaltsrisiken von Einzelstaaten auf eine Staatengemeinschaft verlagert. Dies gilt, wenn der ESM Hilfskredite an einen Krisenstaat vergibt oder dessen Staatsschuldtitel aufkauft. Es gilt ebenso, wenn das Mandat des ESM im Rahmen einer Bankenunion ausgeweitet werden sollte und aus den Mitteln des ESM auch Bankenrettungen in Einzelstaaten finanziert werden sollten.

Einzelstaaten tragen in einer Haftungsgemeinschaft nicht die vollen volkswirtschaftlichen Kosten ihrer einzelstaatlichen Haushaltspolitik. In einer Haftungsgemeinschaft ba-

sieren ihre Bonität auf der Bonität der Gemeinschaft insgesamt. Deshalb verlagern sich Bonitätsrisiken und die damit verbundenen Zinskosten einer höheren Staatsschuld vom Einzelstaat auf die Gemeinschaft. Eine Vergemeinschaftung von Haftungsrisiken hat deshalb schwerwiegende Fehlanreize für die Haushaltspolitik der Einzelstaaten zur Folge. Einzelstaaten haben Anreize, ihre Verschuldung offen oder verdeckt über das Ausmaß hinaus auszuweiten, das sie wählen würden, wenn ihnen die vollen Kosten ihrer Staatsverschuldung angelastet würden. Manövrieren sich Einzelstaaten so in eine extreme Haushaltsnotlage, können sie zudem auf Hilfen der Staatengemeinschaft hoffen, soweit die Staatengemeinschaft in ihrer Gesamtheit zahlungsfähig bleibt. Dieser einzelstaatliche 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 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.

Diese schädlichen einzelstaatlichen finanzpolitischen Verhaltensmuster belasten nicht nur alle Einzelstaaten der Eurozone mit unbestimmten Haushaltsrisiken für mögliche Finanzhilfen. Sie schränken auch das Budgetrecht der Parlamente faktisch ein. Denn sobald eine extreme Haushaltsnotlage eines oder mehrerer Einzelstaaten entsteht und über ein Hilfsprogramm entschieden werden muss, haben die nationalen Parlamente nur noch eine formale und keine materielle Entscheidungsgewalt mehr.<sup>2</sup>

Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts soll verhindern, dass die Einzelstaaten diesen so geschaffenen

2 Wirtschaftstheoretisch wurde diese Problematik unter dem treffenden Begriff des „Samariter-Dilemmas“ von James Buchanan (J. Buchanan: The Samaritan's dilemma, in: E. S. Phelps (Hrsg.): Altruism, Morality and Economic Theory, Russel Sage Foundation, New York 1975) beschrieben und von Lindbeck und Weibull (A. Lindbeck, J. W. Weibull: Altruism and time consistency – the economics of fait accompli, in: Journal of Political Economy, 96. Jg. (1988), H. 6, S. 1165-1182) und Bruce und Waldman (N. Bruce, M. Waldman: The rotten-kid theorem meets the Samaritan's dilemma, in: Quarterly Journal of Economics, 105. Jg. (1990), H. 1, S. 155-165) präzisiert. Konrad (K. A. Konrad: The strategic advantage of being poor – private and public provision of public goods, in: Economica, 61. Jg. (1994), H. 241, S. 79-92) weist auf die Anreize hin, die sich in einem solchen System für die solventeren Staaten ergeben. Sie haben einen Anreiz, ihre solide Haushaltspolitik ebenfalls aufzugeben und so zu versuchen, der Retter/Samariterrolle zu entgehen bzw. sie auf andere zu verlagern. Konrad (K. A. Konrad: Ein Ausweg aus der bundesstaatlichen Haftungsverflechtung, in: K. A. Konrad, B. Jochimsen (Hrsg.): Der Föderalstaat nach dem Berlin-Urteil, Frankfurt a.M. 2007, S. 155-169) wendet die Theorie auf die Finanzverflechtungen im Kontext des bundesdeutschen Föderalismus an und Konrad und Zschäpitz (K. A. Konrad, H. Zschäpitz: Schulden ohne Sühne? Warum der Absturz der Staatsfinanzen uns alle trifft, München 2010), analysieren die europäische Schuldenkrise, insbesondere die finanzpolitischen Rettungsmaßnahmen.

1 BVerfGE 89, 155 vom 12.10.1993, Az: 2 BvR 2134, 2159/92.

Fehlanreizen nachgeben können. Die nationalen Haushalte sollen in ihren verschiedenen Phasen von der Aufstellung bis zur Durchführung unter einer stärkeren gemeinschaftlichen Aufsicht stehen. Durch Überwachung und Verbote soll verhindert werden, dass die Einzelstaaten in der Verschuldungspolitik das tun, was ihren einzelstaatlichen Anreizen in einer Haftungsgemeinschaft entspricht. Das Sanktionsinstrumentarium wurde hierzu neu formuliert und teilweise erweitert.

Die neuen Regelungen werden indes nicht die erhoffte Korrekturwirkung erzielen. Mangelnde Glaubwürdigkeit der alten Budgetregeln resultierten – im Gegensatz zu häufigen Bekundungen – nicht aus zu laxen Formulierungen. Regeln im internationalen Bereich sind immer „weich“. Bestehende Regeln und internationale Verträge können überschrieben oder missachtet werden. Selbst eine Umgehung der Regeln durch einstimmige Beschlüsse ist möglich. So wurde Artikel 125 AEUV im Mai 2010 durch einstimmige politische Beschlüsse zur Einführung der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) ausgehebelt. Zweifel sind berechtigt, dass die neuen Regelungen eine wesentliche Änderung an dieser Praxis herbeiführen und zu mehr Glaubwürdigkeit führen können. Einzelstaaten können die neuen Regeln in der Praxis auch einfach umgehen. Nationale Volkswirtschaften in der Eurozone verfügen über einen umfangreichen und komplexen öffentlichen Sektor. Die nationale Gesetzgebung und die Verwaltung verfügen über Möglichkeiten, mit denen sie verdeckt Schulden aufnehmen können. Ein Staat kann z.B. den zukünftigen Einnahmestrom aus öffentlicher Infrastruktur oder aus den Rechten für Bodenschätze verkaufen. Er kann Verträge mit der Privatwirtschaft abschließen, die zu Einnahmen (oder einer Ausgabenersparnis) heute und zu Ausgaben (höheren Kosten oder Einnahmenausfällen) morgen führen. Änderungen im Sozialrecht, im Rentenrecht oder Pensionsrecht oder die Veränderung der Vergütungsstruktur der Staatsbediensteten eignen sich ebenfalls, den Haushalt heute zu entlasten, mit entsprechenden Belastungswirkungen morgen. Die Verlagerung von Buchungszeitpunkten zwischen den Jahren oder temporäre, im nächsten Jahr rückzahlbare Steuern oder Lieferantenkredite für Auftragnehmer der öffentlichen Hand oder Zahlungsziele bei der öffentlichen Auftragsvergabe ermöglichen die Verschiebung von Nettoverschuldung über die Zeit.

Nun mag man versuchen, die Regeln des neuen Stabilitätspakts jeweils anzupassen, wenn eine neue Variante der verdeckten Defiziterhöhung ohne formale Regelverletzung aufgedeckt wird. Angesichts der Vielzahl solcher Optionen ergäbe sich daraus ein Jahrzehnte andauernder Prozess, an dessen Ende ein kaum noch überschaubares Regelwerk stehen würde. Soweit ein solches Regelwerk

## Die Autoren des Zeitgesprächs



©David Ausserhofer

**Prof. Dr. Kai A. Konrad** ist Direktor am Max-Planck-Institut für Steuerrecht und Öffentliche Finanzen in München.



**Prof. Dr. Clemens Fuest** ist Präsident des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) in Mannheim.



**Prof. Dr. Harald Uhlig** lehrt am Department of Economics an der Universität Chicago, USA.



**Prof. Dr. Marcel Fratzscher** ist Präsident des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) und Professor für Makroökonomie und Finanzen an der Humboldt-Universität zu Berlin.



**Prof. Dr. Hans-Werner Sinn** ist Präsident des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung und Inhaber des Lehrstuhls für Nationalökonomie und Finanzwissenschaft an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

das Ziel des Reformprozesses ist, haben die Reformen der Jahre 2010-2012 dieses Ziel sicher nicht erreicht.<sup>3</sup>

Man könnte ebenfalls versuchen, durch eine Verdichtung und Vertiefung des Regelwerks die gewünschte Bindung zu erreichen. Hierzu wären massive weitere Schritte erforderlich, bis hin zu einer europäischen Kontrolle des Vollzugs der Einzelhaushalte. Zweifel sind berechtigt, dass die Umsetzung solcher Reformen politisch machbar ist. Solche Zweifel werden durch einen Blick auf die mangelhaften Reformanstrengungen und die Reaktionen auf konkrete Reformvorschläge aus Brüssel im Mai 2013 genährt. Die stark gewachsene Euroskepsis innerhalb der Eurostaaten, wie sie sich sowohl in Protesten und Diffamierungen durch einzelne Demonstranten und Journalisten in den Krisenstaaten als auch in Umfragedaten manifestiert, geben wenig Anlass zu glauben, dass ein so zentralstaatlich verfasstes Europa eine ernsthafte politische Option darstellt.<sup>4</sup>

Das Bundesverfassungsgericht selbst hat in seinem Urteil vom 12. Oktober 1993 im sogenannten Maastricht-Urteil den Artikel 125 AEUV ausgelegt.<sup>5</sup> Dort heißt es: „Art. 104 b EGV schließt die Übernahme von und den Eintritt für Verbindlichkeiten öffentlicher Stellen oder öffentlicher Unternehmen eines Mitgliedstaates durch die Gemeinschaft oder einen anderen Mitgliedstaat aus, so daß ein Mitgliedstaat die Folgen unseriöser Finanzpolitik nicht einfach abwälzen kann.“

3 Das geht auch aus einer programmatischen Erklärung hervor, die der amtierende Präsident des Europäischen Rats, Herman van Rompuy in enger Zusammenarbeit mit dem Präsidenten der Europäischen Kommission José Manuel Barroso, dem damaligen Präsidenten der Eurogruppe Jean-Claude Juncker und dem Präsidenten der Europäischen Zentralbank Mario Draghi am 5.12.2012 unter dem Titel „Towards a Genuine Economic and Monetary Union“ vorgelegt hat. Sie umfassten gegenüber dem bisher Erfolgt und als „Step 1“ beschriebenen Konglomerat von Beschlüssen zwei weitere „Steps“. Diese sehen in einem „Step 2“ zusätzliche Haushaltsmittel der EU außerhalb des normalen Finanzrahmens der EU vor, mit denen die EU Reformen in den Mitgliedstaaten finanziell bezuschussen kann, und ein integriertes Bankenaufsichtswesen, das entsprechende Bankensanierungsinstrumente auf europäischer Ebene mit einschließt. Zu den in „Step 3“ zu implementierenden Maßnahmen gehört die Schaffung von europäischen Sozialversicherungssystemen (man kann an eine gemeinsame Arbeitslosenversicherung in Europa denken) und eine Vergemeinschaftung der Politik in den Bereichen Arbeitsmärkte, Besteuerung und in der Haushaltspolitik. Der Ratspräsident selbst weist darauf hin, dass solche Reformen einen „shared sense of purpose amongst Member States, a high degree of social cohesion ...“ erfordern.

4 Vgl. zur Beurteilung der Reformen der europäischen Finanzverfassung die Umfrageergebnisse des PEW Research Center (PEW Research Center: European Unity on the Rocks – Greeks and Germans at Polar Opposites, 29.5.2012, <http://pewglobal.org>; PEW Research Center: The New Sick Man of Europe: the European Union – French Dispirited, Attitudes Diverge Sharply from Germans, 13.5.2013, <http://pewglobal.org>). Sie zeigen, dass in vielen Ländern von weiten Teilen der Bevölkerung der Einfluss der Europäischen Union und Deutschlands auf sie als Bedrohung für ihren nationalen Wohlstand gesehen werden, und dass sich die Einschätzung zur Vorteilhaftigkeit der Europäischen Union für die wirtschaftliche Prosperität im eigenen Land in vielen Ländern deutlich negativ verändert hat.

5 BVerfGE 89, 155 vom 12.10.1993, Az: 2 BvR 2134, 2159/92.

No-Bailout erscheint entsprechend dieser Formulierung als eines der konstitutiven Elemente des Vertrags. Und die „ultima ratio“ im Falle des Scheiterns ist in dem Urteil auch beschrieben. Es ist nicht eine Vergemeinschaftung der Schulden oder multilaterale Hilfsabkommen, sondern die Lösung aus der Gemeinschaft: „Diese Konzeption der Währungsunion als Stabilitätsgemeinschaft ist Grundlage und Gegenstand des deutschen Zustimmungsgesetzes. Sollte die Währungsunion die bei Eintritt in die dritte Stufe vorhandene Stabilität nicht kontinuierlich im Sinne des vereinbarten Stabilisierungsauftrags fortentwickeln können, so würde sie die vertragliche Konzeption verlassen.“<sup>6</sup>

#### Die Stellungnahme des Wissenschaftlichen Beirats beim BMF

Sehr kritisch äußerte sich der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium der Finanzen zu den Reformen. In einem Brief an den Bundesminister der Finanzen vom 18. März 2011 bezeichnet der Wissenschaftliche Beirat die Beschlüsse der Eurogruppe zur Einführung des ESM als „Besorgnis erregend“.<sup>7</sup> Dort heißt es zu den Beschlüssen der Eurogruppe vom 11. März 2011: „Diese Vereinbarungen sind Besorgnis erregend. Der Beirat ist der Auffassung, dass sie die wirtschaftliche Entwicklung der Eurozone beeinträchtigen und Deutschland sowie andere Geberländer zu überfordern drohen.“

Mit dem ESM wird eine Institution geschaffen, die zwar kurzfristig eine Stabilisierung der Finanzmärkte bewirkt, gleichzeitig aber die Fehlsteuerung in der Finanzpolitik und auf den Kapitalmärkten verfestigt. Finanzhilfen fließen in Länder mit maroden Staatsfinanzen. Diese Hilfen werden von den Steuerzahlern in den Ländern mit soliden Staatsfinanzen getragen. Das nimmt der Politik Anreize, Verschuldungs- und Finanzkrisen vorzubeugen, sowohl in den Ländern, die Hilfen empfangen, als auch in den Ländern, die Hilfen leisten. Daran ändern die an die Hilfen gebundenen Konditionen für die Nehmerländer wenig. Zudem behalten private Investoren ein falsches Risikoverhalten bei. Das begünstigt beispielsweise die vielfach beklagte Sozialisierung der Verluste bei Privatisierung der Gewinne.

Die Politik hat diese Probleme im Prinzip erkannt, zieht daraus jedoch nicht die erforderlichen Konsequenzen. Mit dem Pakt für den Euro und der Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes versucht sie zwar, Fehlentwicklungen einzudämmen. Dieser Versuch ist aber nicht Erfolg versprechend. Die Regeln des Paktes für den Euro sind sehr weich

6 Ebenda.

7 Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Brief des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen an den Bundesminister der Finanzen, Dr. Wolfgang Schäuble, Berlin, 18.3.2011, zu den Schlussfolgerungen der Staats- und Regierungschefs der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets vom 11.3.2011.



und vage formuliert. Doch das ist – anders als häufig behauptet wird – nicht das Kernproblem. Die zentrale Schwäche der Koordinationsregeln besteht darin, dass sie unter Belastung nicht standhalten. Die Erfahrungen mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt belegen dies. Weder führten diese Regelungen dazu, dass Deutschland und Frankreich Sanktionen hinnehmen mussten, als sie die Regeln des Paktes verletzen, noch verhinderten sie, dass mehrere Staaten eine exzessive Verschuldung aufbauen konnten, die sie teilweise bis in die Zahlungsunfähigkeit geführt hat. Allein Griechenland hat in zehn von elf Jahren die Defizitregel offen verletzt, ohne dass dies nennenswerte Konsequenzen gehabt hätte. Vor diesem Hintergrund erstaunt es, dass die Politik weiterhin auf diesen Ansatz baut.“

Der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium der Finanzen hat basierend auf dieser Analyse Vorschläge für eine Problemlösung gemacht, die der Änderung des Artikels 136 AEUV und der Einführung des ESM diametral widersprechen. Er empfiehlt eine verfassungskonforme Lösung, die darin besteht, den Artikel 125 AEUV in Hinblick auf seine Glaubwürdigkeit zu stärken und erläutert, wie dies durch geeignete institutionelle Reformen im Bereich der Regulierung der Banken und der Finanzmärkte erfolgen kann.<sup>8</sup> Diese Vorschläge wurden von der Politik nicht aufgegriffen.

### Risiken aus den geld- und währungspolitischen Programmen des ESZB in einer intakten Eurozone

Wie wirken Staatsschuldenaufkäufe des ESZB auf die Haushalte der Einzelstaaten?

Das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) besteht aus der EZB und den nationalen Zentralbanken der Eurozone, die den Beschlüssen der EZB folgen müssen. Mit den Staatsschuldenaufkäufen und der Ankündigung

des OMT-Programms hat das ESZB in den Verlauf der Europäischen Staatsschuldenkrise eingegriffen. Über das erhebliche Engagement der Deutschen Bundesbank liegen dem Bundesverfassungsgericht die Zahlen vor. Diese zeigen, dass sich das Portfolio ganz überwiegend aus Staatsschuldtiteln der Krisenstaaten zusammensetzt. Ferner hat die EZB ihre Absicht bekundet, gegebenenfalls noch wesentlich umfänglicher am Sekundärmarkt tätig zu werden, sollte dies für die Rettung des Euro erforderlich sein.<sup>9</sup>

Das beschriebene Engagement des ESZB scheint klein, ja geradezu unbedeutend zu sein im Vergleich zu den Aufkäufen der US-amerikanischen Notenbank, der Bank of England, oder gar den derzeitigen Interventionen der Bank of Japan. Allein die Bank of England hat einen Bestand von 375 Mrd. GBP (zu Ausgabepreisen) bei einem im Vergleich zum Euroraum viel kleineren Währungsraum, und die US-amerikanische Notenbank hat einen Bestand von rund 3000 Mrd. US-\$ in den Büchern, von denen etwa 2/3 über die Krise akkumuliert wurden, und kauft jeden Monat Staatsschuldtitel für etwa 85 Mrd. US-\$, also ca. 1000 Mrd. US-\$ pro Jahr.<sup>10</sup>

Indes gibt es zwischen den Interventionen der Notenbank eines geldpolitisch unabhängigen Staats und den Interventionen des ESZB innerhalb der Währungsunion einen fundamentalen Unterschied. Das ESZB kauft nicht Schuldtitel des Gesamtstaats, sondern Staatsschuldtitel der Einzelstaaten der Eurozone. Das ESZB entscheidet darüber, die Staatsschuldtitel welcher Einzelstaaten ihre Zentralbanken erwerben. Damit greift sie in das wettbewerbliche Gefüge des Markts für Staatsschuldenpapiere ein, verzerrt das Preisgefüge und betreibt Umverteilungspolitik zu Gunsten einzelner, und zu Lasten anderer Einzelstaaten.

Wenn beispielsweise die US-amerikanische Notenbank US-Staatspapiere erwirbt, erhöht sie die Gesamtnachfrage nach diesen Papieren. Soweit die private Marktnachfrage nach diesen Papieren nicht unendlich elastisch ist, führt die zusätzliche Nachfrage zu einem Preisanstieg bzw. zu einem niedrigeren Marktzins für diese Papiere. Handelt die Notenbank am Sekundärmarkt, kommt der Fiskus nicht unmittelbar in den Genuss dieser niedrigeren Zinsen, weil sich die vom Staat gezahlten Zinsen aus der

8 Der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium der Finanzen hat diese Vorschläge in seinem Gutachten „Fiskalpolitische Institutionen in der Eurozone“ im Frühjahr 2012 unterbreitet. Die Frage der Glaubwürdigkeit eines gegenseitigen Hilfeverbots entscheidet sich danach, ob im Fall einer extremen Haushaltsnotlage eines Einzelstaats der Eurozone eine Umschuldung des Einzelstaats ohne größere systemische Auswirkungen (Bankenkrisen, Vertrauenskrisen) möglich ist. Unter den gegebenen Bedingungen und Regulierungsvorschriften für Banken und Staatsschuldtitel ist dies nicht zweifelsfrei gewährleistet. Die Schaffung von Glaubwürdigkeit für Artikel 125 AEUV erfolgt gegebenenfalls durch eine massive Umgestaltung des Finanzsektors. Banken müssen in die Lage versetzt werden, Portfolioverluste aus einer Umschuldung der Staatsschulden eines Einzelstaats als Schock verarbeiten zu können, ohne dadurch in eine Schieflage zu geraten. Dazu sind zwei Maßnahmen sachdienlich. Erstens muss die Eigenkapitalausstattung der Banken in Europa weit über das in Basel verhandelte Maß hinaus ausgeweitet werden. Zweitens muss Vorsorge getragen werden, dass sich die Banken aus dem Geschäft der Staatsschuldenfinanzierung weitgehend zurückziehen. Dazu ist es hilfreich, wenn Staatsschulden im Rahmen der Risikoaufsicht mit Eigenkapital hinterlegt werden müssen und wenn Staatsschulden als Anteil am Anlageportfolio ähnlich kritisch bewertet werden wie hohe Einzelrisiken in der Kreditvergabe.

9 Rede von Mario Draghi, dem Präsidenten der Europäischen Zentralbank, auf der Global Investment Conference in London am 26. Juli 2012: „Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.“

10 Vgl. für UK: Bank of England, Quarterly Bulletin, 2013 Q1, 53(1), S. 17 (22. Februar 2013), und für die USA: The Guardian, Markets rally as Ben Bernanke backs further quantitative easing, 22. Mai 2013, <http://www.guardian.co.uk/business/2013/may/22/markets-rally-ben-bernanke-qe-stimulus> (6. Juni 2013).

Nominalverzinsung und dem Ausgabekurs auf dem Primärmarkt ergeben. Der niedrigere Marktzins, der sich am Sekundärmarkt einstellt, überträgt sich aber unmittelbar und nahezu vollständig auf den Primärmarkt. Angesichts der sehr engen Substitutionsbeziehungen zwischen Primär- und Sekundärmarkt führt die Zinssenkung auf dem Sekundärmarkt dazu, dass die US-amerikanische Bundesregierung für ihre Kreditaufnahme am Primärmarkt niedrigere Zinsen zu zahlen hat.

Auch die Ankündigung und die damit einhergehenden Erwartungen weiterer solcher Interventionen verbessern die Kreditkonditionen und ersparen dem amerikanischen Haushalt Zinsausgaben. So wird der US-amerikanische Bundeshaushalt unmittelbar entlastet. Die so entstehenden Haushaltsmittel stehen dem amerikanischen Kongress/Senat, und damit dem Repräsentanten des gesamten US-amerikanischen Volkes zur Disposition, und das Parlament kann über den Einsatz dieser Mittel entscheiden.

Wenn das ESZB Euro-Staatsschuldtitel eines Einzelstaats aufkauft oder solche Aufkäufe ankündigt, übt das ESZB Einfluss auf die Märkte für Staatsschuldtitel aus. Der Einzelstaat, dessen Schulden am Sekundärmarkt erworben werden, hat dabei einen Vorteil, wie er gerade für das US-amerikanische Beispiel beschrieben wurde. Die Käufe sind zusätzliche 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 des gleichen Einzelstaats auf die Finanzierungskosten des Einzelstaats am Primärmarkt. Der niedrigere Kreditzins führt zu niedrigeren Ausgaben für Zinsen im Haushalt und entlastet so den Haushalt des betreffenden Einzelstaats. Dies zeigt, dass das ESZB durch gezielte Käufe von Staatsschuldtiteln eines Einzelstaats oder einer Gruppe von Einzelstaaten diesen Staaten einen wirtschaftlichen Vorteil verschafft und den Haushaltsspielraum der betreffenden Einzelstaaten vergrößert.

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

Das ESZB besitzt somit ein verteilungspolitisches Instrument und kann mit seinen Interventionen entscheiden, welches Land in den Genuss von mehr Haushaltsmitteln für Primärausgaben gelangen soll. Ein solches verteilungspolitisches Mandat sucht man im AEUV oder im Protokoll über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank vergebens. Die Zentralbankgewinne des ESZB werden nach einem vorgegebenen, vertraglich festgeschriebenen Kapitalschlüssel verteilt, der idealtypisch die Größe der Anteile der Einzelstaaten am gesamten Währungsgebiet abbildet. Wären die Käufe von Staatsschuldtiteln geldpolitisch motiviert, und nicht verteilungspolitisch, dann wäre in Analogie zur Verteilung der Zentralbankgewinne ein Erwerb von Körben von Länderanleihen geboten, die sich in ihrem Schlüssel strikt an den Anteilen am Kapital des ESZB orientieren.

Jeglicher Verteilungsspielraum wurde dem ESZB mit gutem Grund entzogen. Die Verteilung der Stimmgewichte innerhalb der EZB wurde nicht konzipiert für Abstimmungen über Verteilungsfragen. Die Stimmgewichte entsprechen nicht der Größe der einzelnen Währungsräume der Zentralbanken der Einzelstaaten. Zentralbanken ehemals kleiner Währungsräume sind in ihrem Stimmgewicht weit überproportional vertreten. Würde man einem Gremium mit solcher Stimmgewichtung verteilungspolitische Aufgaben überlassen, wäre eine Politisierung des Gremiums zu erwarten, und es wäre zu befürchten, dass ineffiziente Entscheidungen zu Stande kommen. Es käme mutmaßlich zu Beschlüssen, deren Verteilungswirkungen angesichts der Stimmgewichtung diese kleinen Währungsräume bzw. deren Mitgliedstaaten begünstigen, selbst wenn die Wirkungen dieser Beschlüsse für das System insgesamt schädlich sind.<sup>11</sup>

Die Verteilungseffekte von Staatsanleihekäufen sind von erheblichem Umfang. Geht man beispielsweise davon aus, dass es der EZB gelingt, die Kreditzinsen Italiens durch die Ankündigung des OMT-Programms oder durch entsprechende Interventionen dauerhaft um nur 2 Prozentpunkte zu senken, wirkt dies zunächst und unmittelbar nur auf den Betrag der Schulden, der aktuell refinanziert wird. Auf die Dauer und in dem Maße, in dem über die Jahre die gesamte Staatsschuld durch neue Schuldtitel refinanziert wurde, wirkt die Zinsersparnis auf eine Staatsschuld in der Größenordnung von ca. 2 Billionen Euro (aktuell: 1988,36 Mrd.

11 Die Politische Ökonomie hat die Wirkung von Stimmverteilung in Abstimmungsprozessen auf Effizienz und Verteilung ausführlich untersucht. Ein klassisches Beispiel für Abstimmungsprozesse, in denen Verteilungsgewinne einzelner Gruppen auf Kosten der Effizienz des gesamten Systems resultieren, ist die Analyse von Meltzer und Richard, vgl. A. H. Meltzer, S. F. Richard: A rational theory of the size of government, in: Journal of Political Economy, 89. Jg. (1981), H. 5, S. 914-927.

Euro im Jahr 2012)<sup>12</sup> und führt zu einem Mittelzufluss an den italienischen Staatshaushalt von ca. 40 Mrd. Euro pro Jahr, über den das italienische Parlament zusätzlich verfügen kann.

Im allgemeinen Gleichgewicht einer internationalen Wirtschaft beschränken sich die verteilungspolitischen Wirkungen des Aufkaufs von Staatsschuldtiteln eines Einzelstaats nicht auf den Haushalt des betreffenden Einzelstaats. Zwischen den Staatsschuldtiteln der Einzelstaaten der Eurozone besteht eine Substitutionsbeziehung. Die Interventionen der Europäischen Zentralbank und entsprechende Ankündigungen, in Bedrängnis geratene Einzelstaaten vor der Zahlungsunfähigkeit zu bewahren, haben nicht nur ein Sinken der Kreditzinsen dieser Krisenländer zur Folge, sondern wirken sich auch auf die Kreditzinsen der Staaten aus, die als verhältnismäßig solvent gelten. Die Ankündigung von Aufkäufen durch das ESZB hat in der Tendenz ein Steigen der Kreditzinsen in diesen verhältnismäßig solventen Staaten zur Folge. Die Ankündigung des OMT-Programms hat also direkte Auswirkungen auf die Refinanzierungskosten Deutschlands und damit auf das Ausmaß an finanziellen Mitteln, die dem Bundeshaushalt für Primärausgaben zur Verfügung stehen.

#### Verpflichtung des ESZB auf den freien marktwirtschaftlichen Wettbewerb

Der Eingriff des ESZB in das Preisgefüge am Markt für Staatsschuldtitel ist aus einem weiteren Grund ökonomisch bedenklich. In Artikel 127 AEUV werden die Ziele des ESZB aufgelistet. Neben dem Primärziel der Preisniveaustabilität wird in Artikel 127 (1) festgestellt: „Das ESZB handelt im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb, wodurch ein effizienter Einsatz von Ressourcen gefördert wird, und hält sich dabei an die in Artikel 119 genannten Grundsätze.“

Die staatliche Kreditaufnahme soll also im Rahmen der bestehenden marktwirtschaftlichen Ordnung und zu unverzerrten Wettbewerbsbedingungen erfolgen. Diese Forderung leitet sich aus ökonomischen Prinzipien ab. Der Kreditzins hat eine zentrale Steuerungsfunktion, nicht nur für den privaten Sektor, sondern auch für die Frage der staatlichen Kreditaufnahme. Nur wenn Finanzierungsentscheidungen im öffentlichen Sektor die wahren Opportunitätskosten staatlicher Kreditaufnahme korrekt berücksichtigen, kann man hoffen, dass die Rationalität von Budgetentscheidungen zu effizienten Investitionsentscheidungen und zu einer nachhaltigen Haushaltspolitik führt.

<sup>12</sup> IMF, Stand: 10.6.2013.

Der Eingriff des ESZB in das Marktgeschehen auf dem Markt für Staatsschuldtitel verändert die Knappheitsverhältnisse und die Erwartungen der Marktteilnehmer. Das ESZB manipuliert so die Marktpreise bzw. die Kreditzinsen für Staatsschulden der Einzelstaaten. Absichtserklärungen wie das OMT-Programm und die Intervention selbst greifen in diese marktwirtschaftliche Ordnung ein. Sie verzerren nationale Budgetentscheidungen. Sie setzen so einen der wichtigsten Steuerungsmechanismen einzelstaatlicher Haushaltspolitik außer Kraft.

#### Fehlanreize durch Schuldenaufkaufprogramme

Wenn Kreditgeber erwarten, dass das ESZB im Falle einer extremen Haushaltsnotlage bzw. einer drohenden Zahlungsunfähigkeit eines Einzelstaats am Sekundärmarkt Staatsschuldtitel dieses Staats kauft, verringert sich für die Kapitalgeber das Risiko für die Zahlungsunfähigkeit eines Einzelstaats. Zugleich verlagert das ESZB mit diesen Maßnahmen das Kreditrisiko auf andere Einzelstaaten bzw. auf die Gesamtheit der Eurozone. In dem Ausmaß, in dem die Gläubiger die Gruppe der Einzelstaaten der Eurozone als eine homogene Schuldnergemeinschaft mit gegenseitiger Hilfsverpflichtung sehen, nivellieren sich Unterschiede der Kreditzinsen. Dies geht naturgemäß zu Lasten der verhältnismäßig solventen Staatshaushalte. Ein Einzelstaat, der sich zu einer weniger soliden Haushaltspolitik entschließt und eine höhere Staatsverschuldung wählt, profitiert von diesem Sachverhalt. Die Kreditzinsen dieses Einzelstaats steigen um weniger, als sie es ohne die Interventionen des ESZB täten. Dies macht die eigene unsolide Haushaltspolitik aus der Perspektive des jeweiligen Einzelstaats attraktiver.

Man kann die Wirkung der Vergemeinschaftung von Schuldenverantwortung gut am Beispiel des deutschen Föderalstaats studieren. Innerhalb des Föderalstaats wird die Bund-Länder-Gemeinschaft von den Kapitalmärkten als eine Haftungsgemeinschaft wahrgenommen. Dies manifestiert sich darin, dass eine der großen Rating-Agenturen mit dem Verweis auf die Haftungsverflechtungen innerhalb der Bund-Länder-Gemeinschaft auf Einzelratings für die verschiedenen Bundesländer gleich ganz verzichtet,<sup>13</sup> und darin, dass eine bedrohlich hoch verschuldete Gebietskörperschaft wie das Land Bremen annähernd die gleichen Kreditzinssätze wie eine vergleichsweise niedrig verschuldete Gebietskörperschaft wie der Freistaat Bayern zu zahlen hat.

<sup>13</sup> Vgl. hierzu V. Stadler: Konsequenzen des Berlinurteils aus der Kapitalmarktperspektive, in: K. A. Konrad, B. Jochimsen (Hrsg.): Der Föderalstaat nach dem Berlin-Urteil, Frankfurt a.M. 2007, S. 33-45.



In Analogie hierzu tragen Einzelstaaten angesichts der Interventionen des ESZB nur einen Teil der volkswirtschaftlichen Kosten ihrer eigenen Staatsverschuldung. Diese Kosten verschwinden indes nicht spurlos im System, sondern verlagern sich auf die anderen Einzelstaaten. Die Käufe auf dem Sekundärmarkt senken den Zinssatz, den der betreffende Einzelstaat am Primärmarkt für die Anschlussfinanzierung seiner Altschulden und für die Nettoneuverschuldung zahlen muss. Sie erhöhen indes den Zinssatz für andere Einzelstaaten. Die Größenordnung dieser Effekte wurde bereits illustriert. Im Extremfall wendet der Aufkauf eine unmittelbar drohende Insolvenz eines oder mehrerer Einzelstaaten ab und erhöht zugleich die Gefahr einer drohenden Insolvenz der gesamten Eurozone.

Das ESZB hat bei der Beschreibung der technischen Details der Outright Monetary Transactions angekündigt, diese an eine strikte und effektive Konditionalität zu binden. Aufkäufe im Rahmen des OMT-Programms sollen an Sanierungshilfen mit Sanierungsauflagen seitens der EFSF bzw. des ESM geknüpft sein. Eine Beteiligung des Internationalen Währungsfonds ist zudem erwünscht. Welchen geldpolitischen Zweck das ESZB mit einer solchen Konditionalität verfolgen sollte, ist aus ökonomischer Sicht nicht zu erkennen. Soweit das OMT-Programm im Grunde eine quantitative Verstärkung der fiskalpolitisch motivierten EFSF/ESM-finanzierten Haftungsübernahmen und eine Ausweitung der hierfür zur Verfügung stehenden „Feuerkraft“ ist, erschließt sich der mögliche Zweck dieser Konditionalität. Dem ESZB dürften die das System gefährdenden Fehlanreize eines unbedingten Rettungsmechanismus durchaus bekannt sein. Die Konditionalität soll Einzelstaaten davon abhalten, einfach ungezügelt in die höhere Verschuldung zu laufen.

Die Konditionalität des OMT-Programms leidet indes unter einem inneren logischen Widerspruch, der zu erheblichen Glaubwürdigkeitsproblemen und mit großer Wahrscheinlichkeit zu einer Ausweitung der Systemkrise führt. Die Konditionalität knüpft Aufkäufe an eine Bedingung. Eine unbedingte Bereitschaft zu unbeschränkten Anleihekäufen steht im Widerspruch zu einer solchen Bedingung. Entweder dürfen Kreditgeber darauf vertrauen, dass das ESZB eine das System gefährdende Budgetkrise eines Einzelstaats unbedingt abwenden wird. Dann können Einzelstaaten ebenfalls darauf vertrauen und ungehemmt in die Verschuldung laufen. Dies führt mittelfristig zu einer Schuldenkrise, in der sich die Eurozone in ihrer Gesamtheit am Rande der Zahlungsunfähigkeit befindet. Oder das ESZB fühlt sich an die beschlossene Konditionalität gebunden. Dann würde die Überschuldung eines großen Einzelstaats zu einer Systemkrise führen, falls sich der Krisenstaat einem Sanierungsprogramm nicht unterwerfen möchte.

Man kann sich fragen, für welche Option sich das ESZB im Ernstfall entscheidet. In einer Situation, in der beispielsweise Italien oder Spanien keine Refinanzierung auf den privaten Märkten mehr erhalten würden, wären Ansteckungseffekte auch für Frankreich und schließlich ein Käuferstreik auch für deutsche Staatsschuldentitel möglich. In einer solchen Situation ist es wahrscheinlich und konsequent, dass das ESZB diesen Konflikt zu Lasten der Konditionalität löst, und dass es das tut, was in einer solchen Situation die Zentralbanken von Nationalstaaten häufig tun, und was vielleicht die eigentliche „ultima ratio“ der Schuldenpolitik in Europa ist: sie wenden den Staatsbankrott der Eurozone als Ganzes ab und opfern dabei das Ziel der Preisniveaustabilität.

### Haftungsrisiken aus möglichen Staateninsolvenzen innerhalb der Eurozone

Die Umschuldung („haircut“) in Griechenland im Frühjahr 2012 hat gezeigt: Eine Staatsinsolvenz mit anschließender Umschuldung des betreffenden Einzelstaats in Verbindung mit einem Verbleib des Einzelstaats innerhalb der Eurozone ist möglich und kann sogar ohne besondere erkennbare Verwerfungen auf den Finanzmärkten erfolgen. Die Umschuldung Griechenlands führte zu erheblichen Abschreibungen bei den privaten Gläubigern Griechenlands, da die Schuldtitel gegen neue Schuldtitel mit erheblich niedrigerem Nominalwert eingetauscht wurden. Die Schulden, die sich in den Portfolios der Zentralbanken des ESZB befanden, wurden von dieser teilweisen Entwertung verschont.

Für künftige Umschuldungen kann nicht sichergestellt werden, dass diese nur private Gläubiger betreffen und die Schuldtitel, die sich in den Portfolios des ESZB befinden, oder die Schuldtitel, für die der ESM garantiert, von der Umschuldung ausgenommen werden. Wenn dies passiert, erleidet das ESZB Verluste, bzw. der ESM muss die Anleger entschädigen. Die Verluste des ESZB mindern die Zentralbankgewinne, die das ESZB entsprechend den Eigentumsverhältnissen an die Einzelstaaten ausschüttet. In den nationalen Haushalten entstehen dadurch entsprechende Mindereinnahmen. Und die Verluste, die der ESM als Garant für Staatsschuldtitel erleidet, belasten die nationalen Haushalte der Einzelstaaten direkt und unmittelbar.

Die Möglichkeit von künftigen Umschuldungen innerhalb der Eurozone ist sehr real. Die Kapitalmärkte geben dieser Möglichkeit eine positive Wahrscheinlichkeit. Aus Umschuldungen erwachsen den nationalen Haushalten der Einzelstaaten Risiken aus den geminderten Einnahmen aus Zentralbankgewinnen und aus den Haftungsrisiken innerhalb des ESM.

## Haftungsrisiken aus einem möglichen Zerfall der Eurozone

Die Risikoanalyse wurde bislang auf Situationen beschränkt, in denen die Eurozone in ihrer derzeitigen Länderzusammensetzung (bzw. gegebenenfalls erweitert durch neue Mitglieder) erhalten bleibt. Eine Auflösung oder ein Austritt einzelner Staaten aus der Europäischen Währungsgemeinschaft kann nicht ausgeschlossen werden. Solchen Ereignissen wurde und wird von den Finanzmärkten erkennbar eine positive Wahrscheinlichkeit eingeräumt.

Zu klären sind deshalb die Haftungsrisiken und die Folgen für die Haushalte der Einzelstaaten, die aus dem möglichen Zerfall der Eurozone resultieren. Die in diesem Fall zuzurechnenden Einzelrisiken lassen sich in die folgenden Komponenten zerlegen. (1) Ausleihungen bzw. Garantien des ESM; (2) Ausfallrisiken für Staatsanleihen von Einzelstaaten, die das ESZB am Sekundärmarkt gekauft hat; (3) Ausfallrisiken für mit Wertpapieren besicherte Kredite, die die Notenbanken im Rahmen der Liquiditätsversorgung an Banken vergeben haben; (4) Risiken, die sich aus den gegenseitigen Verpflichtungen der Zentralbanken innerhalb des ESZB ergeben.

Diese Einzelrisiken unterscheiden sich. Für alle vier Risikopositionen spielt für den Fall einer Restrukturierung der Eurozone die Zahlungsfähigkeit und die Zahlungswilligkeit der Einzelstaaten die zentrale Rolle. Unmittelbar sichtbar ist das für Verbindlichkeiten des ESM und für Staatsschulden, die das ESZB angekauft hat und die in den Büchern der Zentralbanken stehen. Aber auch für mögliche Haftungsrisiken aus den Ausleihungen an Banken spielen die Zahlungsbereitschaft und Zahlungsfähigkeit der Einzelstaaten für ihre Staatsschulden eine zentrale Rolle, denn die Banken haben für ihre Ausleihungen typischerweise bei den jeweiligen Zentralbanken Staatsschuldtitel als Sicherheiten hinterlegt. Verluste entstehen, wenn sowohl die Bank als Schuldner zahlungsunfähig wird als auch die Staatsschuldtitel nicht oder nicht vollständig eingelöst werden, die als Sicherheiten hinterlegt wurden.

Die Höhe der Verluste und ihre Verteilung auf die verschiedenen Gläubigerstaaten hängt davon ab, wie und auf der Basis welcher Verhandlungsergebnisse die Auflösung oder Restrukturierung der Eurozone erfolgt. Hier lassen sich verschiedene Szenarien entwickeln, die zu unterschiedlich hohen Haftungsrisiken und deren Aufteilung auf die Einzelstaaten führen.

Für alle plausiblen Szenarien geht die Auflösung der Eurozone indes mit erheblichen Verlust- und Haftungsrisiken einher. Diese sind umso größer, je umfänglicher die Bestände an Staatsschuldtiteln mutmaßlicher Krisenstaaten

in den Büchern der Zentralbanken des ESZB sind, je umfänglicher und schlechter besichert die Ausleihungen des Notenbankensystems in mutmaßlichen Krisenstaaten sind, je geringer die Kapitalausstattung bzw. die Verlustabsorptionsfähigkeit der Kreditinstitute in der Eurozone sind und je weitreichender die Haftungsübernahmen und Garantien im Rahmen des ESM sind.

## Fazit

Mit der Änderung von Artikel 136 wird die Eurozone zu einer Haftungsgemeinschaft. Die Reformen des Stabilitäts- und Wachstumspakts sollen den Fehlanreizen einer solchen Haftungsgemeinschaft entgegenwirken, sind für diese Zwecke aber ungeeignet. Aus der neuen Situation erwachsen dem deutschen Parlament Haushaltsrisiken in unkalkulierbarer und unkontrollierbarer Höhe.

Die selektiven Aufkäufe von Staatsschuldtiteln am Sekundärmarkt durch das ESZB haben Verteilungseffekte zwischen den Mitgliedstaaten zur Folge. Das ESZB manipuliert mit solchen Aufkäufen oder mit der Ankündigung, solche Aufkäufe zu tätigen, die Zinssätze für Staatsschuldtitel in der Eurozone und betreibt Verteilungspolitik zwischen den Staatshaushalten der Eurozone. Für diese Verteilungspolitik ist kein Mandat erkennbar. Die Gremien des ESZB und ihre Entscheidungsregeln sind für ein solches Mandat auch nicht konzipiert. Entscheidungsprozesse würden deshalb erhebliche Effizienzverluste erwarten lassen. Ferner entstehen aus dem OMT-Programm Anreize für eine unseriöse Haushaltspolitik, die denen ähnlich sind, die sich aus den Haftungsübernahmen des ESM ergeben. In der langen Frist können diese Aktivitäten und ihre Anreizwirkungen sich zu einer Staatsschuldenkrise der gesamten Eurozone auswachsen und den Euro als funktionsfähige Währung zerstören.

Es ist zu befürchten, dass die Garantien im Rahmen des ESM und Staatsschuldenaufkäufe des ESZB sich im Zuge von Umschuldungen von überschuldeten Einzelstaaten in Belastungen für den Bundeshaushalt und die Haushalte anderer Einzelstaaten umsetzen.

Für den Fall des Zerbrechens der Eurozone führen ESM-Garantien, ESZB-Interventionen, die Versorgung der Banken mit Liquidität gegen minderwertige Sicherheiten durch das ESZB und die interne Struktur von Forderungen und Verbindlichkeiten innerhalb des ESZB zu erheblichen, in ihrer genauen Höhe aber nicht abschätzbaren Risiken. Die genaue Höhe dieser Haftungs- bzw. Budgetrisiken und ihre Zuordnung auf die Einzelstaaten hängt von der Frage ab, in welcher Form die Auflösung der Eurozone gegebenenfalls erfolgt.

Clemens Fuest

## EZB in der Grauzone zwischen Geld- und Fiskalpolitik

Diese Stellungnahme konzentriert sich auf folgende Fragen:

1. Sind die Programme der Europäischen Zentralbank (EZB) zum Aufkauf von Staatsanleihen aus ökonomischer Perspektive dem Bereich der Geldpolitik oder der Fiskalpolitik (bzw. der Staatenfinanzierung) zuzurechnen?
2. Was sind die Folgen für die Unabhängigkeit der Geldpolitik, die Budgethoheit des Deutschen Bundestages und die Funktionsfähigkeit des ESM?

### Staatsanleihenkäufe und die Unterscheidung zwischen Geldpolitik und Staatenfinanzierung

Prinzipiell ist der Sekundärmarktkauf von Staatsanleihen durch die EZB zulässig, wenn es sich dabei um eine geldpolitische Maßnahme handelt und das Verbot der Staatenfinanzierung nicht umgangen wird. Jeglicher Kauf von Staatsanleihen durch die Notenbank hat die Wirkung, dass die Finanzierung von Staatshaushalten erleichtert wird, vor allem deshalb, weil diese Käufe das Zinsniveau bei Neuemissionen beeinflussen werden. Deshalb ist eine ökonomische Abgrenzung zwischen Geldpolitik und Staatenfinanzierung bei Käufen von Staatsanleihen schwierig.

Um zu beurteilen, ob es sich um Geldpolitik oder Staatenfinanzierung handelt, kann man sich an die ökonomischen Wirkungen der erfolgten oder angekündigten Käufe halten oder fragen, ob die vorgetragene Begründung dafür, dass die Käufe geldpolitisch motiviert sind, überzeugend ist.

### Die ökonomischen Wirkungen

Zunächst zu den Wirkungen. Es ist offensichtlich und wird auch nicht ernsthaft bestritten, dass die EZB-Programme zum Aufkauf von Staatsanleihen die Wirkung haben, den Zugang der hoch verschuldeten Mitgliedstaaten zum Kapitalmarkt aufrechtzuerhalten sowie ihre Finanzierungskosten zu senken, und dass die Programme den Staaten, die derzeit Rettungsschirmkredite erhalten, die Rückkehr an den Kapitalmarkt erleichtern. Das sind eindeutig fiskalpolitische Wirkungen.

Dem kann man entgegenhalten, dass es sich bei den fiskalischen Effekten um eine Nebenwirkung einer im Kern geldpolitischen Maßnahme handelt. Geldpolitische Wirkungen ergeben sich, weil geldpolitische Impulse – beispielsweise eine Leitzinssenkung – in der Tat nicht in der Realwirtschaft einer Volkswirtschaft ankommen, wenn Regierung und Banken dort kurz vor einer Insolvenz stehen. Das bedeutet allerdings zunächst nur, dass Geldpolitik, um funktionsfähig zu sein, ein Umfeld mit soliden Staatsfinanzen und stabilem Finanzsektor braucht. Es bedeutet nicht, dass die Geldpolitik die Staatsfinanzen stabilisieren und so die Bedingungen dafür herstellen soll, dass der Transmissionsmechanismus funktioniert. Eine direkte Kreditvergabe der EZB an Staaten hätte ebenfalls die Wirkung, Störungen der Transmission geldpolitischer Impulse zu beseitigen, ließe sich aber schwerlich als geldpolitische Maßnahme rechtfertigen.

### Die Begründungen

Nun zu den Begründungen: Der erfolgte oder vorgesehene Aufkauf von Staatsanleihen im Rahmen des Securities Markets Programme (SMP) und des OMT-Programms wird mit vier Argumenten gerechtfertigt:

- Das erste Argument lautet, wie im vorangehenden Abschnitt erwähnt, die an den Kapitalmärkten herrschende Unsicherheit über die Solvenz einzelner Mitgliedstaaten und ihrer Bankensysteme behindere die Übertragung geldpolitischer Impulse in die betroffenen Volkswirtschaften. Daraus zu schließen, eine Intervention sei der Geldpolitik zuzuordnen, weil sie die Funktionsweise der Transmission wiederherstelle, ist jedoch nicht sinnvoll, wie im vorangehenden Abschnitt erläutert.
- Zweitens wird argumentiert, die im Markt zeitweise beobachteten Risikozuschläge bei Renditen auf Staatsanleihen seien Ausdruck eines Marktversagens, weil sie das Risiko eines eventuellen Austritts einzelner Mitgliedstaaten aus der Europäischen Währungsunion reflektierten. Da die Währungsunion irreversibel sei, sei diese Erwartung unbegründet.<sup>1</sup> Dieses Argument ist mehrdeutig und meines Erachtens nicht tragfähig. Dass Austrittsszenarien eine Relevanz für die Preisbildung an den Finanzmärkten haben, ist sicherlich

<sup>1</sup> Vgl. ECB: Monthly Bulletin, Oktober 2012, S. 8-9.

plausibel. Allerdings existiert kein überzeugender Beleg dafür, dass der Hauptgrund für die beobachteten Risikozuschläge die Erwartung einer Reversibilität der Währungsunion ist. Die beobachteten Risikozuschläge sind auch dadurch zu erklären, dass Investoren einen Schuldenschnitt ohne Austritt aus der Währungsunion erwarten. Außerdem ist es keineswegs unbegründet oder gar irrational, wenn Investoren die Möglichkeit in ihr Kalkül einbeziehen, dass einzelne Länder austreten könnten. Die Mitglieder der Eurozone sind souveräne Staaten und ein Austritt aus der EU, der mit einem Austritt aus der Eurozone einhergehen würde, ist ja in den Verträgen explizit vorgesehen. Er wäre wohl auch dann möglich, wenn er nicht explizit vorgesehen wäre. Ferner muss man fragen, ob es Aufgabe der Geldpolitik ist, einzugreifen, wenn Investoren an Kapitalmärkten tatsächlich oder vermeintlich die Zukunft falsch einschätzen.

- Das dritte Argument<sup>2</sup> lautet, dass ein Zerbrechen der Eurozone bzw. ein Austritt einzelner Mitgliedstaaten mit der Wahrung von Preisstabilität unvereinbar sei und daher Maßnahmen, die ein solches Zerbrechen verhindern, Geldpolitik seien. Dieses Argument überzeugt ebenfalls nicht. Erstens kann die EZB Austritte aus der Währungsunion nicht unter allen Umständen verhindern, weil die Eurozone aus souveränen Staaten besteht. Zweitens ist es nicht so, dass Insolvenzen von Banken oder Mitgliedstaaten der Eurozone zwingend Austritte nach sich ziehen, wie die Beispiele Griechenland und Zypern zeigen. Drittens ist es nicht zwingend, dass ein Austritt einzelner Länder aus der Währungsunion die Preisstabilität im Rest der Währungsunion gefährdet. Ein solcher Austritt würde viele ökonomische Probleme verursachen, aber die Wahrung der Preisstabilität in den verbleibenden Staaten wäre wohl nicht das Hauptproblem, sondern eher die anstehenden Turbulenzen an den Finanzmärkten. Viertens: Selbst wenn man annimmt, dass ein Austritt aus der Währungsunion die Preisniveaustabilität im Euroraum gefährdet, birgt die Ankündigung einer Notenbank, zu tun, was immer notwendig ist, um die Währungsunion zusammenzuhalten, ebenfalls massive Risiken für die Preisniveaustabilität. Die Notenbank macht sich erpressbar.
- Ein weiteres Argument, das zur Rechtfertigung der EZB-Politik vorgetragen wird, verweist darauf, dass es an den Kapitalmärkten zu Marktversagen in folgender Form kommen kann: Wenn pessimistische Erwartungen bei den Marktteilnehmern vorherrschen, verlangen

sie hohe Risikozuschläge für das Halten von Staatsanleihen, mit der Folge, dass die hohen Finanzierungskosten den betreffenden Staat in die Überschuldung treiben können und die pessimistischen Erwartungen sich als richtig erweisen. Wenn optimistische Erwartungen vorherrschen, sind die Finanzierungskosten niedrig, und der betreffende Staat bleibt solvent. Grundsätzlich spricht dieses Argument dafür, Staaten, die in finanziellen Schwierigkeiten, aber nicht eindeutig überschuldet sind, mit Krediten zu helfen. Wie immer man dieses Argument bewertet, da es sich hier um fiskalpolitische Probleme handelt, sollte eine Institution mit fiskalpolitischem Mandat (etwa der ESM) eingreifen, nicht die Geldpolitik.

Insgesamt komme ich zu dem Ergebnis, dass die wichtigste ökonomische Wirkung der EZB-Programme zum Kauf von Staatsanleihen darin liegt, den Zugang einiger hoch verschuldeter Mitgliedstaaten sowie der dort ansässigen Banken zu privaten Kapitalgebern aufrechtzuerhalten. Die EZB verschweigt nicht, dass diese Politik zu Konflikten mit einer an Preisniveaustabilität orientierten Geldpolitik führen kann. Um dem zu begegnen, hat die Bank die Bindung des OMT-Programms an ein ESM/EFSF-Programm beschlossen. Zweifellos hat diese Politik auch eine geldpolitische Wirkung. Die Argumente, die vorgetragen werden, um darzulegen, dass die EZB-Programme vornehmlich geldpolitische Ziele verfolgen, sind allerdings wenig überzeugend.

### Konsequenzen der Bindung des OMT-Programms an ESM/EFSF-Programme

#### Unabhängigkeit der Zentralbank

Dass die EZB die Existenz eines ESM/EFSF-Programms und die Erfüllung der wirtschaftspolitischen Auflagen im Rahmen dieses Programms zu einer notwendigen Bedingung für Aufkäufe von Staatsanleihen gemacht hat, muss man meines Erachtens deshalb nicht als eine direkte Gefährdung ihrer Unabhängigkeit ansehen, weil die EZB die Bedingungen des OMT-Programms jederzeit ändern kann.

Solange das OMT-Programm gilt, kann man von einer freiwilligen Selbstbindung der Geldpolitik sprechen, die als Signal dafür verstanden werden kann, dass die EZB zwar bereit ist, Staatsanleihen zu kaufen und damit ein Ansteigen der Renditen zu verhindern, dass diese Käufe aber dort ihre Grenzen finden, wo sie mit dem Ziel der Sicherung der Preisniveaustabilität in Konflikt geraten. Das wäre dann der Fall, wenn einzelne Mitgliedstaaten die durch das OMT-Programm geschaffenen günstigen Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt dafür miss-

<sup>2</sup> Dieses Argument wird von der EZB meines Wissens nicht verwendet, um das OMT-Programm zu begründen.

brauchen würden, ihre Verschuldung exzessiv auszuweiten.

Sicherlich wird eine unabhängige Geldpolitik erschwert, wenn die Notenbank in größerem Umfang Staatsanleihen erwirbt und so immer mehr zu einem direkten Gläubiger einzelner Mitgliedstaaten wird. Dann entstehen Konflikte zwischen den Interessen der Notenbank als Gläubiger und den Interessen einer an Preisniveaustabilität orientierten Geldpolitik.

Eindeutig unvereinbar mit einer unabhängigen Geldpolitik wäre es, wenn die Notenbank sich darauf festlegen würde, die Irreversibilität der Währungsunion dadurch zu garantieren, dass sie Mitgliedstaaten, die überschuldet sind, durch den Aufkauf von Staatsanleihen unter allen Umständen davor bewahren wollte, wegen Zahlungsunfähigkeit in Euro aus der Währungsunion ausscheiden zu müssen. Damit wäre die Notenbank erpressbar und die Unabhängigkeit der Geldpolitik gefährdet. Derartiges hat die EZB auch nicht angekündigt, aber genau das verweist noch einmal darauf, dass die Prämisse der Irreversibilität der Währungsunion keine Grundlage der EZB-Geldpolitik sein kann.

#### Auswirkungen auf die Budgethoheit des Deutschen Bundestages

Diskussionswürdig sind die Auswirkungen des OMT-Programms auf die Budgethoheit des Deutschen Bundestages. Wenn es künftig zu einem Hilfsantrag beim ESM kommt, wird der Bundestag über diesen Antrag entscheiden müssen. Dabei ist es von großer Bedeutung, dass der Umfang der Übernahme von Verpflichtungen oder Gewährleistungen und damit Risiken für die deutschen Steuerzahler definiert und den Bundestagsabgeordneten bekannt ist. Die Existenz des OMT-Programms stellt dies in Frage. Mit einer Zustimmung zu dem Hilfsprogramm wird eine notwendige Bedingung dafür erfüllt, dass die EZB Staatsanleihen des betreffenden Landes in einem zum Zeitpunkt des Bundestagsbeschlusses nicht bestimmten Umfang erwirbt. Da mit diesen Käufen zusätzliche Risiken auch für die deutschen Steuerzahler übernommen werden, kann man nicht davon sprechen, dass der Bundestag seine Entscheidung in Kenntnis des Gesamtumfangs an Risikoübernahme fällt, der durch diese Entscheidung verursacht wird. Man kann dem nur entgegenhalten, dass die Staatsanleihenkäufe der EZB keine automatische Folge der Bundestagsentscheidung sind. Gleichwohl ist die Bundestagsentscheidung für Staatsanleihenkäufe eine notwendige Bedingung.

#### Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit des ESM

Das OMT-Programm hat Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit des ESM und auf den Verlauf der makroökonomischen Anpassungsprogramme, die im Kontext von Kredithilfen des ESM vereinbart werden. Da Staatsanleihenkäufe im Rahmen des OMT-Programms ausgesetzt werden, während überprüft wird, ob ein Land die mit dem Programm verbundenen Auflagen erfüllt, muss man davon ausgehen, dass Art und Ergebnis der Prüfung nicht vom OMT-Programm unabhängig sind. Insbesondere wird es schwieriger, eine Verletzung der Auflagen zu diagnostizieren, da damit auch die Möglichkeit des Kaufs von Staatsanleihen durch die EZB ausgeschlossen wird.

#### Fazit

Die wichtigste ökonomische Wirkung der Programme der EZB zum Aufkauf von Staatsanleihen liegt darin, einigen hoch verschuldeten Staaten in der Eurozone die Verschuldung bei privaten Investoren weiterhin zu ermöglichen und ihre Finanzierungskosten zu senken. Diese Stabilisierung der Staatsfinanzen und in Verbindung damit die Stabilisierung des Bankensystems hat Auswirkungen auf den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik – in einem Umfeld drohender Insolvenz von Staaten oder großer Banken ist der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik gestört. Das allein kann allerdings kein hinreichendes Kriterium für die Abgrenzung zwischen Fiskal- und Geldpolitik sein, weil direkte Kreditvergabe der Notenbank an Staaten in ähnlicher Weise Störungen des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik beseitigen würde. Andere Rechtfertigungen, insbesondere die Begründung der EZB-Programme mit dem Ziel, die Irreversibilität der Währungsunion sichern zu wollen, sind nicht geeignet, zu belegen, dass die Notenbank sich innerhalb ihres Mandats bewegt.

Es ist zu berücksichtigen, dass die EZB sich in einer schwierigen Lage befindet, weil der Druck zur Stabilisierung der öffentlichen Finanzen und des Finanzsektors im Euroraum sehr hoch ist und die Politik bei der Bekämpfung der Krise nur langsam vorankommt. Mit der Bindung des OMT-Programms an die Konditionalität betont die EZB die potenziellen Konflikte zwischen dem Aufkauf von Staatsanleihen und der Wahrung von Preisniveaustabilität. Gleichzeitig besteht kein Zweifel daran, dass die Notenbank in einer Grauzone zwischen Geldpolitik und Fiskalpolitik sowie Maßnahmen zur Wahrung der Stabilität des Finanzsektors operiert. Die Gefahr ist groß, dass die Geldpolitik zunehmend durch Anliegen der Fiskalpolitik und der Stabilität des Finanzsektors dominiert wird und so Konflikte zum Ziel der Wahrung der Geldwertstabilität auftreten.



Harald Uhlig

## Outright Monetary Transactions und Target2

Ich werde mich auf die „Outright Monetary Transactions“, kurz OMT, beschränken, und mit einigen Bemerkungen zu „Target2“ abschließen.

Geldpolitische Entscheidungen haben fiskalische Konsequenzen. Wenn die EZB den Zins ändert, so ändern sich die Kosten der Staatsfinanzierung. Ein Beispiel für Deutschland. Bei einer Staatsverschuldung von 2000 Mrd. Euro verursacht eine Zinserhöhung um 1% eine Erhöhung der Staatsausgaben um 20 Mrd. Euro. Die Zinserhöhung hat zudem Einfluss auf die Wirtschaft, wodurch sich Steuereinnahmen und Staatsausgaben ändern. Schließlich, und als meist kleinste Komponente, verändert sich der Bundesbank-Gewinn. Geldpolitik liefert daher notwendigerweise den „Bundestag ... finanzwirksamen Mechanismen aus ..., die ... zu ... haushaltsbedeutsamen Belastungen ohne vorherige ... Zustimmung führen“<sup>1</sup>. Geldpolitik besteht üblicherweise im Wesentlichen in dem An- und Verkauf von Staatspapieren, um damit die Zinsen auf den Geld- und Kreditmärkten zu beeinflussen.

Die interessante Frage ist daher nicht, ob die OMT fiskalische Konsequenzen haben oder ob dabei Staatspapiere gekauft werden. Es ist zudem wenig relevant, ob die Papiere auf dem Primärmarkt oder auf dem Sekundärmarkt gekauft werden, es sei denn, die EZB kauft strikt zu Marktpreisen und lässt zusammen mit anderen Institutionen einen wesentlichen Anteil der gleichen Papiere bis zur Auszahlung im offenen Markt mit freiem Wettbewerb. Wenig relevant ist auch, ob Gewinne und Verluste gleich oder erst später den Finanzministerien zugewiesen werden.

Interessant ist dagegen die Frage, ob es sich bei den OMT um Geldpolitik im Ermessensrahmen einer unabhängigen Zentralbank und im Sinne des Maastricht-Vertrags handelt, oder aber um Staatsfinanzierung, verkleidet als Geldpolitik. Ich werde erst beide Standpunkte einnehmen, einen dritten hinzufügen, und dann mit einer Einschätzung abschließen.

### OMT als Geldpolitik

Der AEU-Vertrag, Artikel 127, verpflichtet die EZB auf das Primärziel der Preisstabilität, sowie auf eine Reihe von Sekundärzielen, unter anderem die Stabilität des Finanzsystems. Die EZB führt etliche Begründungen für die OMT auf. Die Begründungen muss man daher so verste-

hen, dass die EZB bei hohen Staatsschuldenzinsen und Euro-Austrittsbefürchtungen in einigen Ländern Schwierigkeiten hat, diese Ziele mithilfe üblicher geldpolitischer Maßnahmen zu erreichen, sowie dass die OMT einen notwendigen Eingriff zur Korrektur darstellen.

Eine Erleichterung der Kreditbedingungen durch die EZB mag wünschenswert sein. Allerdings sind dabei relative Preisbewegungen normal und sinnvoll. Es ist daher nicht notwendig, dass ähnliche Kreditbedingungen im gesamten Euroraum zur Erreichung des Zieles der Preisstabilität herrschen.

Die Inflationserwartungen sind derzeit niedrig und stabil. Dies zeigt sich sowohl in professionellen Vorhersagen als auch in den niedrigen Zinsen auf sichere Langfristanleihen. Sollte die EZB Verluste nach OMT-Eingriffen erleiden, so werden diese entweder für unwahrscheinlich gehalten, oder es wird erwartet, dass die EZB ein Durchschlagen auf die Inflation durch die Stornierung zukünftiger Gewinne oder durch Rekapitalisierung vermeiden wird.

Da also das primäre Ziel der Preisstabilität erreicht ist, mag die EZB argumentieren, dass das sekundäre Ziel der Finanzmarktstabilität dadurch erreicht wird, dass sie gegebenenfalls Wertpapiere einzelner Staaten kauft, und die damit verbundene Staatsfinanzierung in Kauf nimmt.

Sollte es unter den Einschränkungen der OMT zu einer brenzigen Situation und drohendem Staatsbankrott kommen, so sind die Transmissionsmechanismen nach dieser Logik eher mehr als weniger gestört und die Finanzmarktstabilität ist eher mehr als weniger gefährdet. Es liegt dann in der Logik der OMT als geldpolitischer Maßnahme, dass dann die OMT-Einschränkungen aufgehoben werden.

### OMT als Staatsfinanzierung

Die EZB zielt bei den OMT auf eine Senkung der Zinsen betroffener Staaten. Damit wird diesen Staaten ein günstiger Kredit gewährt, als auf freien Märkten durchgesetzt werden könnte. Eine Senkung der Zinsen macht es dem betroffenen Staat leichter, einen Staatsbankrott oder einen Eurozonen-Austritt zu vermeiden. Die Finanzierung dieser Maßnahme erfolgt dann entweder durch Inflation, also eine Besteuerung der Geldhaltung, eine Verminderung zukünftiger Gewinne der Zentralbanken oder eine Rekapitalisierung der EZB. In allen Fällen ergibt sich eine Besteuerung der Eurozone insgesamt und ein Transfer zu dem betroffenen Staat.

<sup>1</sup> BVerG, Urt. V. 7.9.2011 – 2 BvR 987/10 u.a. – Abs-Nr. 125.

### OMT als Koordinierung auf ein „gutes“ Gleichgewicht

Es gibt ein durchaus plausibles Szenario, wie eine Besteuerung der Eurozone vermieden wird, obwohl die Zinsen des betroffenen Staates gesenkt werden. Da die Staaten ihren Schuldenstand zum Teil durch Herausgabe neuer Schulden bezahlen, kann es auf freien Finanzmärkten in der Zukunft zu mehreren Szenarien oder „Gleichgewichten“ aufgrund von sich selbst-erfüllenden Erwartungen kommen. Sollten die neuen Käufer sich aufgrund von Bankrottbefürchtungen weigern, die neuen Anleihen zu kaufen, so bleibt dem Staat gegebenenfalls nichts anderes übrig, als einen Bankrott auf die ausstehenden Schulden zu erklären. Dies bestätigt umgekehrt die Bankrottbefürchtungen. Sollten die Käufer dagegen kaufen, so kann der Staat gegebenenfalls seine alten Schulden sowie wahrscheinlich seine neuen Schulden abbezahlen.

Die OMT können als Garantie verstanden werden, in Zukunft immer das zweite dieser beiden Szenarien herbeizuführen, sollten die entsprechenden Bedingungen gegeben sein. Die Finanzmärkte antizipieren dies heute, die Zinsen sinken, aber entsprechen dennoch den Auszahlungswahrscheinlichkeiten. Der potenzielle Eingriff der EZB kann dabei grundsätzlich so kalibriert werden, dass der Rest der Eurozone im Erwartungswert dabei weder besteuert noch bereichert wird. Es wäre dann aber wünschenswert, dass die EZB einen stringenten Markttest einführt, etwa indem 20% der Anleihen gleicher Laufzeit vormarkiert und dann auf keinen Fall von der EZB angenommen werden dürfen, sondern auf offenen Märkten in freiem Wettbewerb bis zur Auszahlung gehandelt werden.

### Einschätzung

Marktsignale sind wichtig zur Einschätzung geldpolitischer Maßnahmen. Im Nachhinein wird bedauert, dass die Zinsen für alle Staaten im Euroraum vor 2007 nahezu gleich waren. Unterschiedliche Zinsen aber kommen aufgrund unterschiedlicher Einschätzungen von Auszahlungswahrscheinlichkeiten zustande, inklusive der Austrittswahrscheinlichkeiten aus der Eurozone. Ein Austritt liegt im Ermessen des einzelnen Staates. Wenn Bank- und Staatsinsolvenzen durch EZB-Eingriff vermieden werden, fehlen notwendige Marktsignale, oder sie werden verzerrt. Es ist daher schwierig, die hohen Zinsen in einigen Mitgliedstaaten als Störung des monetären Transmissionsmechanismus zu verstehen.

Die EZB-Begründungen, warum die Preisstabilität im Euroraum insgesamt nicht aufrechterhalten werden kann, wenn Kreditkonditionen je nach Land unterschiedlich sind, sind nicht schlüssig. Relative Preise im Euroraum sollen sich bewegen können, Banken und Firmen sollen ihre privatwirtschaftlichen Erfolge und Misserfolge verantworten. Die EZB soll lediglich das Preisniveau insgesamt stabil halten.

Es ist wenig schlüssig, dass sie zur Beseitigung der ungünstigen Kreditkonditionen zu OMT greifen muss. Eine Bereinigung des Bankensystems, Vereinfachung der transnationalen Kreditvergabe sowie Hilfen an zahlungsschwache Staaten und marode Banken über den ESM sind der bessere Weg. Schließlich ist es plausibel, dass die Konditionalität sowie die Beschränkung auf Anleihen kurzer Laufzeit aufgehoben wird, sollte es zu entsprechend brenzlichen Situationen kommen.

Die zwei plausiblen Argumente für die OMT als Geldpolitik sind zum einen die Beseitigung eines Koordinierungsproblems bei multiplen Gleichgewichten und zum anderen die Bewahrung des sekundären Ziels der Finanzstabilität, da das primäre Ziel der Preisstabilität nach Markteinschätzung eingehalten ist. Dennoch ist es schwer, das offensichtliche Element der Staatsfinanzierung zu übersehen, das dabei zumindest in Kauf genommen wird.

Es ist daher grenzwertig, die OMT noch als geldpolitische Maßnahme im Sinne des Maastricht-Vertrags zu rechtfertigen.

### Zu Target2

Wo Rauch ist, ist Feuer, aber das Feuer ist die Ursache. Das Feuer ist die prekäre Situation der Banken im südlichen Teil der Eurozone und die Beschlüsse der EZB, diesen Banken Liquidität gegen möglicherweise fragwürdige Sicherheiten zur Verfügung zu stellen. Die Target2-Ungleichgewichte folgen daraus.

Ein extremes Beispiel: Eine Bank in Spanien verschafft sich 100 Euro Zentralbankgeld, indem sie ein von der EZB akzeptiertes Wertpapier bei der spanischen Zentralbank beleiht. Sie überweist diese 100 Euro an eine deutsche Bank, d.h. die Bundesbank richtet der deutschen Bank ein Guthaben von 100 Euro ein. Formal schuldet nun die spanische Zentralbank via der EZB der Bundesbank 100 Euro: es entsteht ein Target2-Ungleichgewicht. Das Ungleichgewicht ließe sich heilen, indem die spanische Zentralbank das Wertpapier der Bundesbank übereignet.

Angenommen, dieses Wertpapier stellt sich als wertlos und die spanische Bank als bankrott heraus. Es entsteht ein Verlust im System der europäischen Zentralbanken von 100 Euro, der nach dem Kapitalschlüssel aufgeteilt wird. Dabei ist gleichgültig, ob das Wertpapier im Besitz der spanischen Zentralbank oder der Bundesbank ist. Sollte die Eurozone auseinanderbrechen, so mag die Frage des Besitzes dieses Wertpapiers eine Rolle spielen. Logisch wäre das nicht, aber dies sind dann Fragen internationalen Vertragsrechtes.

Marcel Fratzscher

## Zum währungspolitischen Mandat der EZB und möglichen Auswirkungen von Maßnahmen der EZB auf die nationalen Haushalte

*1. Die Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) seit 2007, auch das angekündigte OMT-Programm, sind primär geldpolitische Maßnahmen, die in erster Linie auf das Ziel der Preisstabilität in der Eurozone abzielen. Auch wenn sie signifikante Auswirkungen auf die Finanzstabilität und auf die Finanzpolitik der Länder der Eurozone haben, gibt es keine Belege, dass sie von der EZB primär auf diese zwei Ziele ausgerichtet sind.*

### Preisstabilität als Motivation für die Maßnahmen der EZB

Die Preisstabilität war in den Mitgliedsländern der Eurozone – auch in Deutschland – noch nie so gefährdet wie seit der globalen Finanzkrise in den Jahren 2007-2008. Seitdem durchlebte die Eurozone im Jahr 2009 eine kurze Phase von Deflation, also fallenden Preisen, und anschließend eine Periode mit erhöhter Inflation. Diese starken Preisschwankungen hatten zwei Ursachen: Zum einen haben enorme Schocks, sowohl globaler Natur (wie die Lehman-Pleite im September 2008) als auch europäischen Ursprungs (Staatsschuldenkrisen und Bankenkrisen), sich massiv auf die Wirtschaft der Eurozone ausgewirkt.

Zum zweiten gibt es klare Belege, dass der geldpolitische Transmissionsmechanismus in manchen, jedoch nicht allen Mitgliedsländern nur unzureichend funktioniert, also nicht sichergestellt ist, dass von der EZB ausgegebenes Geld in ausreichendem Umfang bei Unternehmen und privaten Haushalten ankommt. Vor allem kleine und mittelständische Unternehmen in Krisenländern (Griechenland, Italien, Irland, Portugal, Spanien, Zypern) können noch immer nur unzureichend oder mit hohen Aufschlägen an Kredite kommen, um Investitionen und andere Ausgaben zu tätigen. Der Grund liegt in der Störung verschiedener Funktionskanäle, da sowohl das Kreditangebot von Banken (Kreditkanal) als auch der Preis der Kredite (Zinskanal) nur noch sehr begrenzt von der EZB gesteuert werden kann.

Für das Mandat der EZB bedeutet dies, dass sie nur noch eine sehr begrenzte direkte Kontrolle über das Erreichen ihres Primärziels der Preisstabilität – definiert als Veränderung des Harmonisierten Indexes der Verbraucherpreise (HIVP) von nahe unter 2% über die mittlere Frist – durch konventionelle Maßnahmen wie die Veränderung des Leitzinses ausüben kann. Seit 2007 und vor allem seit 2010

versucht die EZB deshalb, dieses unzureichende Funktionieren des geldpolitischen Transmissionsmechanismus mit einer Reihe von unkonventionellen Maßnahmen zu bekämpfen. Dazu zählen die Erhöhung und Verlängerung der Liquiditätsvergabe an Banken, die Ausweitung des Sicherheitenrahmens, die Vergabe von US-Dollar-Liquidität sowie Ankaufprogramme von Covered Bonds (CBPP) und von Staatsanleihen (SMP). Die EZB hat zudem den kurzfristigen Refinanzierungszins für Banken von 4,25% im Juli 2008 auf gegenwärtig 0,5% gesenkt.

Diese Maßnahmen konnten das Funktionieren des geldpolitischen Transmissionsmechanismus in der Eurozone jedoch nur begrenzt verbessern. Trotz dieser Maßnahmen nahmen die Spannungen an den Finanzmärkten im Frühjahr und Sommer 2012 wieder deutlich zu. Vor allem die Renditen auf Staatsanleihen der sechs Krisenländer stiegen erneut auf Werte, die es fragwürdig erscheinen ließen, ob die Staatsfinanzen dieser Länder mittelfristig weiterhin nachhaltig sind. Daraufhin erfolgte die Ankündigung des OMT-Programms am 6. September 2012.

### Liquiditätsprobleme als Grund für die Fehlfunktion der Staatsanleihenmärkte

Der Markt für Staatsanleihen gehört zu den wichtigsten Bestimmungsgrößen für den Zugang und den Preis, zu dem sich Unternehmen und private Haushalte finanzieren können. Ein Funktionieren dieses Marktes ist deshalb Voraussetzung für die Effektivität des geldpolitischen Transmissionsmechanismus. Eine Fehlfunktion dieses Marktes führt dazu, dass geldpolitische Maßnahmen wie Veränderungen des Leitzinses nicht hinreichend das Verhalten dieser Akteure beeinflussen können. Dies begrenzt die Fähigkeit der Zentralbank, Preisstabilität zu gewährleisten. Das OMT-Programm zielt primär darauf ab, ein effektives Funktionieren des Marktes für Staatsanleihen in allen Mitgliedsländern zu erreichen.

Eine Zentralbank kann generell jedoch nur solche Fehlfunktionen der Finanzmärkte nachhaltig adressieren, die Liquiditätsprobleme und andere finanzmarktspezifische Störungen widerspiegeln. Sie kann jedoch nicht nachhaltig Risikoprämien reduzieren, die die reale Wirtschaft oder das Verhalten von anderen wirtschaftspolitischen Akteuren reflektieren („Solvenzprobleme“ z.B. von Staaten oder Unternehmen). Diese Unterscheidung von Liquiditäts- und Solvenzproblemen ist von fundamentaler

Bedeutung, denn Solvenzprobleme erfordern strukturelle Veränderungen in der Wirtschafts- und Finanzpolitik einer Volkswirtschaft. Für den Markt der Staatsanleihen bedeutet dies, dass es kein legitimes Ziel der Zentralbankpolitik sein kann, solche auf Solvenzproblemen beruhenden Fehlfunktionen des Marktes zu adressieren, da dies nicht nachhaltig effektiv sein kann und eine monetäre Staatsfinanzierung implizieren könnte. Es bedeutet auch, dass es Aufgabe und Mandat der Zentralbank ist, Liquiditätsprobleme mit den ihr zu Verfügung stehenden Mitteln zu adressieren.

Die Erkenntnisse der wissenschaftlichen Forschung deuten darauf hin, dass wirtschaftspolitische Fundamentalfaktoren einen signifikanten Teil des Anstieges der Staatsrenditen in den sechs europäischen Krisenländern seit 2008 erklären können. Aber diese Forschung zeigt auch, dass ein Teil der Renditen im Jahr 2012 auf andere Faktoren wie etwa Liquiditätsprämien zurückzuführen war. Es muss betont werden, dass solche empirischen Schätzungen immer mit sehr viel Unsicherheit behaftet sind, da sich die Beziehungen zwischen Bestimmungsgrößen über die Zeit deutlich verändern können. Ein vorsichtiges Fazit der wissenschaftlichen Literatur ist deshalb bisher, dass deutliche Unterschiede zwischen den Renditen von Staatsanleihen verschiedener Länder der Eurozone nachhaltig und permanent sind, dass jedoch die Unterschiede, die es Mitte 2012 gab, auch Liquiditäts- und andere Risikofaktoren reflektiert haben. Ein Eingreifen der Zentralbank mit dem Ziel, solche Risikoprämien zu senken, ist daher gerechtfertigt.

### Reversibilitätsrisiko als Grund für die Fehlfunktion der Staatsanleihenmärkte

Ein Reversibilitätsrisiko des Euro reflektiert zu einem Teil ein Liquiditätsrisiko, zu einem anderen Teil das Risiko, dass Mitgliedsländer die Eurozone verlassen könnten. Die Reduzierung eines Reversibilitätsrisikos kann nur durch dessen direkte Relevanz für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus gerechtfertigt werden, nicht jedoch mit dem Argument, die Integrität und Zusammensetzung der gegenwärtigen Eurozone sichern zu wollen. Die EZB kann daher auf ein Reversibilitätsrisiko nur insofern abzielen, als dieses durch ein reines Marktversagen verursacht wurde, also zum Beispiel durch eine Panik oder ein Koordinierungsproblem unter Marktteilnehmern, und insofern ungerechtfertigt ist.

Die positive und starke Marktreaktion auf die Ankündigung des OMT-Programms deutet darauf hin, dass ein solches „ungerechtfertigtes“ Reversibilitätsrisiko in der Tat im Sommer 2012 vorhanden war, auch wenn es

schwierig ist, dieses Argument stichhaltig durch eine empirische Analyse nachzuweisen.

Der EZB-Rat betont, dass ein wichtiges Ziel des OMT-Programms die Eliminierung eines ungerechtfertigten Reversibilitätsrisikos des Euro ist, und zeigt damit, dass diese EZB-Maßnahme auch direkt auf das sekundäre Ziel der Finanzstabilität zielt. Dies ist gerechtfertigt, insofern diese Finanzstabilität für die Sicherung der Preisstabilität notwendig ist.

### Verhinderung von Abwärtsspiralen als Begründung für EZB-Maßnahmen

Die europäische Krise ist sowohl eine Staatsschuldenkrise, eine Bankenkrise, eine Wirtschaftskrise als auch eine Vertrauenskrise. Diese vier Krisendimensionen haben sich gegenseitig verstärkt und damit zu einer Abwärtsspirale geführt. Ein Vertrauensverlust oder eine Panik können zu einer Fragmentierung von Finanzmärkten führen, die auch solvente Banken von ausreichender Liquidität abschneiden kann. Dies kann zu einem Anstieg der Renditen von Staatsanleihen führen und sich wiederum negativ auf Banken und die reale Wirtschaft auswirken.

Die Existenz von solchen multiplen Gleichgewichten ermöglicht, dass ein Vertrauensverlust oder eine Panik eine Volkswirtschaft von einem „guten“ Gleichgewicht, in dem der Staat, Finanzinstitutionen und Unternehmen solvent sind, in ein „schlechtes“ Gleichgewicht überführen kann, in dem diese Institutionen insolvent werden, ohne dass sich das Verhalten einer Institution verändert hat. Ein Grund kann beispielsweise auch eine Marktpanik in einem anderen Mitgliedsland sein. Die EZB hat in einer solchen Situation eine Verantwortung zu handeln, da sie durch die Bereitstellung von Liquidität und die Sicherstellung des Funktionierens des geldpolitischen Transmissionsmechanismus eine zentrale Rolle spielt, solche Abwärtsspiralen zu stoppen. Die Entwicklung der letzten Jahre zeigt, dass die Maßnahmen der EZB effektiv, wenn auch beschränkt effektiv waren. Sie haben die Fragmentierung der Finanzmärkte begrenzt, eine solche Abwärtsspirale verhindert und damit auch Finanzstabilität und Preisstabilität gestärkt.

### Glaubwürdigkeit als Voraussetzung für die Effektivität von EZB-Maßnahmen

Um Abwärtsspiralen verhindern und den geldpolitischen Transmissionsmechanismus reparieren zu können, braucht jede Zentralbank ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit. Glaubwürdigkeit bedeutet, dass Marktteilnehmer

und andere Akteure überzeugt sind, dass die Zentralbank in der Lage ist, ein gegebenes Ziel zu erreichen, und dafür sowohl die notwendigen Instrumente zu Verfügung hat als auch die Fähigkeit besitzt, diese effektiv und zielgerichtet einzusetzen.

Eine Grundvoraussetzung dafür, eine solche Glaubwürdigkeit zu erlangen, ist, dass die Zentralbank ein flexibles Instrumentarium hat, um auf Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus reagieren zu können. Das OMT-Programm muss in diesem Kontext als Grundvoraussetzung für Glaubwürdigkeit verstanden und analysiert werden. Nachdem eine Reihe anderer unkonventioneller Maßnahmen seit 2010 (Erhöhung und Verlängerung der Liquiditätsvergabe an Banken, Ausweitung des Sicherheitenrahmens, Vergabe von US-Dollar-Liquidität, Ankaufprogramme von Covered Bonds) nur begrenzt effektiv war, zielt das OMT-Programm direkt auf das Funktionieren der Märkte für Staatsanleihen ab.

Glaubwürdigkeit erfordert auch, dass Marktteilnehmer und andere Akteure überzeugt sind, dass die Zentralbank sich die Möglichkeit offen lässt, potenziell unbegrenzte Liquidität bereitstellen zu können oder in Marktvorgänge einzugreifen. Dies ist wichtig, damit Marktteilnehmer sich nicht spekulativ gegen das Handeln der Zentralbank stellen. Im besten Fall kann die Zentralbank mit einer glaubwürdigen Ankündigung den gewünschten Effekt erreichen, ohne intervenieren zu müssen. Die Möglichkeit des unbegrenzten Intervenierens wird auch von der EZB für das OMT-Programm betont. In der Praxis ist das OMT-Programm jedoch in seiner Größe begrenzt, denn durch die Beschränkung von Ankäufen von Staatsanleihen mit maximal drei Jahren verbleibender Laufzeit gibt es eine implizite Deckelung des Programms.

### **Ankäufe von Staatsanleihen als ein oft genutztes Instrument von Zentralbanken**

Viele Zentralbanken von Industrieländern haben in den vergangenen Jahren Staatsanleihen angekauft. Dies ist daher kein außergewöhnliches Instrument, das nur von der EZB benutzt oder angekündigt wurde.

Diese Ankäufe werden von vielen Zentralbanken mit dem Ziel getätigt, die langfristigen Zinsen zu senken – vor allem in solchen Volkswirtschaften, in denen der Leitzins bereits nahe der Nullgrenze angelangt ist. Dem Markt für Staatsanleihen kommt im geldpolitischen Transmissionsmechanismus eine zentrale Rolle zu, weil er zukünftige Zinsentwicklungen signalisiert („Signalling“-Kanal) und durch eine Umverteilung von Kapital zu privaten Inves-

toren hin („Portfolio-balance“-Kanal) auf alle Zinsen und Vermögenspreise in der Volkswirtschaft wirkt.

Wie oben beschrieben, können solche Ankäufe nur dann nachhaltig effektiv sein, wenn sie nicht versuchen, Solvenzprobleme zu lösen, sondern über diese zwei Kanäle darauf abzielen, Marktzinsen zu senken und Fehlfunktionen zu beseitigen. Die Konditionalität des OMT-Programms und vor allem dessen Bindung an ein ESM-Programm, stellen sicher, dass das OMT-Programm explizit nur auf Mitgliedsländer zielt, die solvent sind.

### **Finanzstabilität als notwendige Voraussetzung für Preisstabilität**

Ein Programm wie das OMT kann nur effektiv zu Preisstabilität beitragen, wenn es sich auf solche Sekundärziele begrenzt, die für das Erreichen des geldpolitischen Primärziels unabdingbar sind. Die Betonung des EZB-Rates, dass ein wichtiges Ziel des OMT-Programms die Eliminierung des Reversibilitätsrisikos des Euro ist, zeigt, dass diese EZB-Maßnahme direkt auf das sekundäre Ziel der Finanzstabilität abstellt. Finanzstabilität ist eine notwendige, wenn auch keine hinreichende Bedingung für Preisstabilität und somit ein legitimer Teil der Zielsetzung der EZB.

Es bleibt festzustellen, dass diese finanzstabilitätsorientierte Ausrichtung der EZB deutlich über das hinausgeht, was normalerweise von Zentralbanken getan wird, um Preisstabilität sicherzustellen. Dies ist auch das Resultat der unzureichend effektiven oder fehlenden Institutionen der Eurozone, vor allem einer bisher fehlenden europäischen Bankenaufsicht und -regulierung, ineffektiver fiskalischer Regeln und mangelnder wirtschaftspolitischer Koordination.

Somit befindet sich die EZB zur Zeit in einem Dilemma: Sie übernimmt Aufgaben, für die eigentlich andere Institutionen und die Wirtschaftspolitik, wie eine koordinierte europäische Finanz- und Wirtschaftspolitik oder eine europäische Bankenregulierung, verantwortlich sein sollten, die aber fehlen oder nicht in der Lage sind, diese Verantwortung wahrzunehmen. Gleichzeitig ist Finanzstabilität von fundamentaler Bedeutung für jede Zentralbank, um ihr Ziel der Preisstabilität sicherstellen zu können. Daher sind die unkonventionellen Maßnahmen der EZB, auch das OMT-Programm, notwendig, um Finanzstabilität zu sichern und damit auch Preisstabilität zu erreichen.

*2. Durch die positiven Reaktionen der Finanzmärkte hat die Ankündigung des OMT-Programms zu einer Verbesserung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus beigetra-*



*gen. Diese Tatsache ist konsistent mit dem Argument, dass das Programm primär auf Preisstabilität zielt.*

Die Ankündigung des OMT-Programms hat große Effekte auf die Finanzmärkte bewirkt und die Erwartungen von Marktteilnehmern beeinflusst. Die Renditen auf die Staatsanleihen der Krisenländer sind nach der Ankündigung stark gesunken. Die Finanzierungskosten für Unternehmen und für Haushalte in diesen Ländern sind leicht zurückgegangen, und der geldpolitische Transmissionsmechanismus hat sich somit auch moderat verbessert.

Es gibt weitere Anhaltspunkte, dass die OMT-Ankündigung die Preisstabilität bisher gestützt hat. Umfragen, wie auch die Preise von relevanten Finanzmarktinstrumenten zeigen, dass Inflationserwartungen für die mittlere und lange Frist weiterhin sehr stabil um den Wert von 2% verankert sind und Preisstabilität für die Eurozone erwarten lassen.

Zudem zeigen die sinkenden Preise von Credit-Default-Swap-Kontrakten (CDS-Kontrakte), dass das Risiko einer Staatsinsolvenz der sechs Krisenländer nach Ankündigung des OMT-Programms signifikant abgenommen hat. Diese Entwicklung kann auf verschiedene Weise interpretiert werden. Zum einen mag sie bedeuten, dass Marktteilnehmer die Ankündigung des OMT-Programms als ein Versprechen der EZB verstehen, einen Staatsbankrott der Mitgliedsländer durch Anleihekäufe zu verhindern. Aber sie mag auch die positiven Effekte auf die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen durch eine Eliminierung der Reversibilitäts- und Liquiditätsrisiken und einer tieferen Krise interpretiert werden.

Die Aktienmärkte haben sich vor allem in den Wochen nach der Ankündigung des OMT-Programms deutlich erholt. Volatilität und Unsicherheiten haben so in vielen Marktsegmenten abgenommen, und ein signifikanter Teil dieser Marktentwicklung muss dem OMT-Programm zugeschrieben werden. Dies impliziert, dass sich die Erwartungen einer wirtschaftlichen Erholung der Eurozone deutlich verbessert haben.

Eine weitere relevante Marktreaktion war die deutliche Aufwertung des Euro-Wechselkurses vis-à-vis anderen Währungen weltweit. Im zweiten Halbjahr 2012 flossen zudem zuvor umgeleitete Kapitalströme zum Teil wieder in die Krisenländer der Eurozone zurück. Dies spiegelt sich auch in den Target2-Salden wider, die deutlich gesunken sind. Diese drei Reaktionen deuten darauf, dass es in der Tat ein ungerechtfertigtes Reversibilitätsrisiko für den Euro gab, das dieses durch die OMT-Ankündigung abgenommen hat.

Insgesamt zeigen diese Marktreaktionen also, dass die OMT-Ankündigung zumindest teilweise effektiv gewesen

ist, ein ungerechtfertigtes Reversibilitätsrisiko zu reduzieren, Vertrauen unter den Marktteilnehmern zu verbessern, Finanzierungskosten für Unternehmen und private Haushalte zu verringern und Erwartungen für eine wirtschaftliche Erholung in der Eurozone zu stärken. Dies bedeutet, dass die relativ hohen Renditen Mitte 2012 zumindest teilweise durch Liquiditätsfaktoren und durch ein exzessives Reversibilitätsrisiko zu erklären sind. Von besonderer Bedeutung ist die lange Wirkungsdauer der bislang nur angekündigten OMT-Maßnahme, da auch knapp zehn Monate nach der OMT-Ankündigung die Effekte immer noch in den Finanzmärkten sichtbar sind.

*3. Alle Maßnahmen einer Zentralbank haben immer und überall Anreizeffekte auf Marktteilnehmer und wirtschaftspolitische Akteure. Es besteht die Gefahr, dass das OMT-Programm einen Einfluss auf die Finanzpolitik der Mitgliedsländer ausübt. Die Konditionalität des OMT-Programms zielt darauf ab, solche Anreizeffekte zu reduzieren.*

Alle geldpolitischen Maßnahmen wirken immer und überall auf die Märkte von Staatsanleihen und setzen dadurch – gewollt oder ungewollt – Anreize für die Finanzpolitik. Der größte Effekt der geldpolitischen Maßnahmen seit 2008 auf die Renditen von Staatsanleihen ging jedoch nicht von der Ankündigung des OMT-Programms aus, sondern von der Absenkung des Leitzinses von 4,25% im Juli 2008 auf gegenwärtig 0,50%. Es ist nicht schwer sich vorzustellen, was ein Leitzins von 4,25% heute für die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen und die Solvenz der sechs Krisenländer bedeuten würde. Zudem hätte ein solcher Zins diese Länder mit hoher Wahrscheinlichkeit auch zu einer noch sehr viel stärkeren fiskalischen Konsolidierung gezwungen. Dies verdeutlicht, dass Maßnahmen einer Zentralbank nicht automatisch unter ein Verbot der monetären Staatsfinanzierung fallen, wenn sie Renditen für Staatsanleihen beeinflussen, denn alle geldpolitischen Maßnahmen tun dies. Die relevante Frage ist, auf welches Ziel eine geldpolitische Maßnahme primär abzielt.

Um erfolgreich ein bestimmtes geldpolitisches Ziel zu erreichen, muss eine Zentralbank die Auswirkungen ihrer Maßnahmen auf die anderen Akteure an den Finanzmärkten, in der Realwirtschaft, sowie in der Finanz- und Wirtschaftspolitik berücksichtigen. Wie oben beschrieben, waren die verschiedenen geldpolitischen Maßnahmen der EZB seit 2010 nur begrenzt erfolgreich, ihre Ziele zu realisieren und den geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu reparieren, da dieser noch immer sehr asymmetrisch in verschiedenen Ländern der Eurozone funktioniert.

Die Erfahrung mit dem Securities-Markets-Programm (SMP) von Staatsanleihen ist wichtig, um die Ziele und das Funktionieren des OMT-Programms zu verstehen. Dem

SMP war es nicht gelungen, die Fehlfunktionen in den Staatsanleihenmärkten der Krisenländer nachhaltig zu reparieren, weder der ersten Welle der Ankäufe, die im Mai 2010 begann, noch der zweiten Welle nach Juli 2011. Wissenschaftliche Analysen zeigen, dass die Effekte auf Renditen nur gering und sehr kurzlebig waren. Zudem hat das SMP Anreize für die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger in den Krisenländern gesetzt, notwendige Reformen zu vermeiden. Ein deutliches Beispiel ist das Verhalten der italienischen Regierung im August und September 2011: Sie nahm wichtige strukturelle Reformen zurück, nachdem die EZB italienische Staatsanleihen ankauft. Dadurch wurden in diesem Fall die SMP-Ankäufe kontra-produktiv, da sie im Endeffekt zu höheren Renditen und einem dysfunktionaleren italienischen Anleihenmarkt geführt haben.

Vor diesem Hintergrund müssen das OMT-Programm und seine Elemente verstanden werden: Es versucht, solche negativen Anzeigeneffekte zu reduzieren. Dies spiegelt sich in der Konditionalität des OMT-Programms wider. Mit ihr verpflichtet sich die EZB, nur dann Anleihen eines Landes zu kaufen, wenn dieses die Bedingungen eines ESM-Programms erfüllt und zudem Marktzugang hat. Der Ankauf lediglich auf dem Sekundärmarkt von kurzfristigen Anleihen von ein bis drei Jahren verbleibender Laufzeit und die Bedingung des Marktzugangs sollen gewährleisten, dass der Markt weiterhin einen disziplinierenden Einfluss auf die Staatsfinanzen ausübt.

In der Praxis wird diese disziplinierende Wirkung des Marktes jedoch wahrscheinlich begrenzt sein, da sich OMT-Ankäufe sowohl auf Renditen über alle Laufzeiten als auch auf die im Primärmarkt auswirken werden.

Dass der Effekt der Ankündigung des OMT-Programms im Vergleich zum SMP deutlich signifikanter und langlebiger ausfällt, ist mit hoher Wahrscheinlichkeit zumindest zum Teil dieser Konditionalität geschuldet. Ein weiterer Grund dürften die anderen Unterschiede wie die ex ante unbegrenzte Größe und Laufzeit der potenziellen Ankäufe sein. Vor allem die Konditionalität, d.h. die Verbindung mit einem ESM-Programm, soll gewährleisten, dass eine fehlende disziplinierende Funktion der Märkte durch eine der Politik ersetzt wird, auch wenn dies langfristige Gefahren birgt.

*4. Das OMT-Programm übt asymmetrische Effekte auf Finanzmärkte und öffentliche Haushalte aus und führt zu einer Umverteilung von Risiken von Krisenländern hin zu den stabileren Ländern der Eurozone. Gleichzeitig ist es Ziel des OMT-Programms und seiner Koppelung an ein erfolgreiches ESM-Programm, reale und finanzielle Gesamtrisiken zu reduzieren.*

Geldpolitische Maßnahmen beeinflussen nicht nur die Bedingungen, zu denen Staaten sich refinanzieren können, sondern haben in der Regel auch asymmetrische Effekte über Länder, Regionen und Marktteilnehmer hinweg. Dies gilt vor allem für das OMT-Programm, aber auch in der Vergangenheit für das SMP und für die länderspezifischen Sicherheitsrahmen für die Bereitstellung von Zentralbankliquidität.

Dies bedeutet, dass es mittlerweile eine starke Konzentration von Sicherheiten von Krisenländern in der EZB-Bilanz gibt. Der Anteil der Zentralbankliquidität, der an deutsche Banken geht, ist von ca. 50% vor der Krise auf ca. 10% gefallen. Diese Verlagerung spiegelt sich auch in den Target2-Salden wider, die seit 2010 deutlich angewachsen sind. Durch die Verlängerung der EZB-Bilanz steigt nicht nur das Gesamtrisiko, sondern es hat auch eine implizite Umverteilung stattgefunden, da Risiken in der Bilanz der EZB nun sehr viel stärker aus schwächeren Ländern der Eurozone stammen. Diese Verteilungseffekte sind besonders deutlich beim OMT-Programm, denn es impliziert einen Ankauf von Staatsanleihen bestimmter Länder, für deren Risiken implizit alle Mitgliedstaaten haften.

Alle geldpolitischen Maßnahmen haben asymmetrische Effekte über Länder und Marktsegmente hinweg. Dies gilt auch für die konventionelle Leitzinspolitik. Das erklärte Ziel des OMT-Programms ist es gerade, die geldpolitische Transmission zu reparieren, d.h. sie weniger asymmetrisch zu gestalten. Die Konditionalität des OMT-Programms kann so verstanden werden, dass es zwar die Asymmetrie der Risiken in der EZB-Bilanz vergrößert, aber gleichzeitig das Gesamtrisiko reduziert, denn es verbessert die Finanzstabilität und damit auch den wirtschaftlichen Ausblick der Länder. Denn erklärtes Ziel des OMT-Programms ist es, ein erfolgreiches ESM-Programm so zu unterstützen, dass dysfunktionale Anleihenmärkte repariert werden. Ein erfolgreiches ESM-Programm bedeutet daher auch, dass das Gesamtrisiko der EZB-Bilanz reduziert wird.

Wichtig ist zu betonen, dass diese Risiken des OMT-Programms von einzelnen Regierungen und Parlamenten der Mitgliedsländer beeinflusst werden können, da die Koppelung des OMT-Programms an ein ESM-Programm voraussetzt, dass der Bundestag einem ESM-Programm, und damit OMT-Ankäufen, zustimmt.

*5. Die Maßnahmen der EZB können zu einer Einschränkung der De-facto-Unabhängigkeit der EZB führen, in der die monetäre Dominanz geschwächt wird und die Dominanz von Finanzstabilität und Finanzpolitik zunimmt.*

Unabhängigkeit ist eine zentrale Voraussetzung für eine Zentralbank, um ihr Mandat der Preisstabilität wahrnehmen zu können. Unabhängigkeit bedeutet dabei auch eine De-facto-Unabhängigkeit oder Autonomie, flexibel über für die Erfüllung des Mandates notwendige geldpolitische Instrumente verfügen zu können. Eine solche Unabhängigkeit ist von fundamentaler Bedeutung, weil sie die Glaubwürdigkeit der Zentralbank gegenüber Finanzmarktteilnehmern und der breiten Öffentlichkeit beeinflusst.

Es muss betont werden, dass eine Begrenzung des OMT-Programms durch Dritte, zum Beispiel in der Form dass es eine explizite Deckelung gibt, zu der die EZB Anleihen aufkaufen kann, oder eine zeitliche Beschränkung, die Unabhängigkeit der EZB massiv einschränken würde. Eine Beschränkung würde auch Gefahr laufen, das OMT-Programm ineffektiv zu machen, da Marktteilnehmer sich spekulativ gegen die EZB stellen können im Wissen, dass die EZB nicht glaubwürdig ihr Ziel mit einem solchen beschränkten Maß verfolgen kann.

Drei Entwicklungen seit 2010 stellen eine Gefahr für die De-facto-Unabhängigkeit der EZB dar. Die erste ist, dass die EZB-Maßnahmen weit darüber hinausgehen, was Zentralbanken üblicherweise tun, und ein Vakuum der Wirtschafts- und Finanzpolitik füllen. Es ist Aufgabe der Geldpolitik und der wirtschafts- und finanzpolitischen Entscheidungsträger, Finanzstabilität zu gewährleisten. Das unzureichende Handeln der Wirtschafts- und Finanzpolitik in den letzten Jahren – zum Beispiel insolvente Banken abzuwickeln, zu rekapitalisieren oder umzustrukturieren, fiskalische Konsolidierung, die Schaffung einer europäischen Bankenunion – zwingt der Geldpolitik der EZB eine deutlich umfassendere Rolle auf und hat dazu beigetragen, dass die EZB stark durch unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen intervenieren musste. So wurde die monetäre Dominanz der Geldpolitik mittlerweile von einer Dominanz der Finanzstabilität abgelöst.

Die Bindung an ein ESM-Programm als Teil der Konditionalität und die oben beschriebenen Eigenschaften des OMT-Programms spiegeln die Notwendigkeit einer Kooperation zwischen Geldpolitik auf der einen Seite und Wirtschafts- und Finanzpolitik auf der anderen Seite wider. Sie ist unabdingbar, um Krisenländer nachhaltig zu reformieren und Finanzstabilität zu sichern.

Eine zweite Einschränkung der De-facto-Unabhängigkeit der EZB kommt von der Konditionalität des OMT-Programms selbst. Diese Konditionalität bedeutet, dass die EZB sich verpflichtet, keine Staatsanleihen zu kaufen, wenn ein Land kein erfolgreiches ESM-Programm hat. Es mag jedoch Umstände geben, unter denen es für die EZB

gerechtfertigt sein könnte, in den Märkten von Staatsanleihen zu intervenieren, ohne dass es ein ESM-Programm gibt. Damit beschränkt die EZB ihren Handlungsspielraum ex ante, macht dieses von anderen wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern abhängig und schränkt ihre Flexibilität ein.

Eine dritte Einschränkung entsteht durch die Teilnahme der EZB an der sogenannten Troika. Auch wenn sie nur ein beratender Teilnehmer ist, so verhandelt die EZB als Teil der Troika mit Programmländern. Dies führt zu einem potenziellen Interessenkonflikt, da die EZB sowohl ein Eigeninteresse daran hat, dieses Programm erfolgreich zu gestalten, als auch gleichzeitig die Verantwortung trägt, finanzielle Risiken in ihrer Bilanz zu begrenzen. Zudem besteht durch diese Teilnahme an der Troika ein signifikantes Risiko für die Reputation der EZB und damit für ihre Fähigkeit, Geldpolitik effektiv umzusetzen und Preisstabilität zu gewährleisten.

*6. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB, die Preisstabilität in der kurzen Frist gewährleisten sollen, bergen auch signifikante langfristige Risiken. Es ist die Aufgabe der Politik, institutionelle, rechtliche und wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen zu schaffen, damit sich diese Risiken nicht realisieren und damit die EZB so bald wie möglich ihre unkonventionellen Maßnahmen beenden kann.*

Die Ankündigung des OMT-Programms war bisher – wie auch eine Reihe anderer EZB-Maßnahmen – effektiv, um Finanzmärkte zu stabilisieren, Teile der Verzerrungen in Anleihemärkten zu reduzieren, den geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu verbessern und Preisstabilität zu gewährleisten. Diese kurzfristigen Effekte bedeuten jedoch nicht, dass ein OMT-Programm permanent effektiv sein wird. In der Tat gibt es Anzeichen, dass der kurzfristige Erfolg der unkonventionellen Maßnahmen der EZB wichtige Kosten und Risiken über die mittlere und längere Frist birgt.

Der Verlust der monetären Dominanz der EZB bedeutet, dass es immer stärker von anderen wirtschafts- und finanzpolitischen Entscheidungsträgern abhängt, ob die Preisstabilität langfristig gesichert werden kann. Dies hängt daher sehr davon ab, wie schnell und nachhaltig die EZB zu einer konventionellen Geldpolitik zurückkehren kann. Zudem besteht die Gefahr, dass bei einem Scheitern der unkonventionellen Maßnahmen die Glaubwürdigkeit und damit die Effektivität der EZB dauerhaft geschädigt wird.

Ein weiteres Risiko ist, dass die expansiven EZB-Maßnahmen nicht nur kurzfristig, wie oben beschrieben, zu negativen Anreizeffekten führen, sondern auch das Ver-

halten der Finanzpolitiker in manchen Mitgliedsländern längerfristig negativ beeinflussen könnten. Zudem gibt es erste Anzeichen, dass die hohe Liquiditätsvergabe in der Eurozone manche Banken dazu verleitet, notwendige Anpassungen zu vermeiden und exzessive Risiken einzugehen. Diese können mittelfristig zu neuer Instabilität und im Extremfall zu neuen Finanzkrisen führen.

Hans-Werner Sinn\*

## Verantwortung der Staaten und Notenbanken in der Eurokrise

### These 1

Die Probleme der südeuropäischen Länder entstanden durch exzessive private und öffentliche Verschuldung, die im Wesentlichen durch Regulierungsfehler hervorgerufen wurden. Im Gegensatz zur No-Bailout-Klausel nach Artikel 125 AEUV, die von der Möglichkeit eines Staatsbankrotts ausgeht, hat die EU auf der Arbeitsebene und unterhalb des Baseler Abkommens die Regulierung der Banken so gestaltet, dass die Banken einen übermäßigen Kreditfluss in die südlichen Länder finanziert haben. Dies hat eine inflationäre Kreditblase erzeugt, die die Länder des Südens ihrer Wettbewerbsfähigkeit beraubte und eine kaum noch beherrschbare Massenarbeitslosigkeit erzeugte.

### These 2

Als die amerikanische Subprime-Krise nach Europa überschwappte und die Banken Frankreichs und Nordeuropas nicht mehr bereit waren, die südlichen Euroländer weiterhin zu niedrigen Zinsen zu finanzieren, bezogen die Banken dieser Länder als Ersatz immer mehr Geldschöpfungskredit von ihren nationalen Notenbanken, um damit ihre Auslandsrechnungen zu bezahlen. Mit dem Geld aus der elektronischen Druckerpresse bezahlten sie ihre Importrechnungen und tilgten die Kredite bei ausländischen Banken, die ihnen zu teuer geworden waren. Dies ließ die sogenannten Target-Salden entstehen, die für die Krisenländer in der Spitze bis auf 1000 Mrd. Euro anwuchsen.

Ermöglicht wurden die Refinanzierungskredite durch die Entscheidungen des EZB-Rates, die Qualitätsanforderungen an die Pfänder, die Geschäftsbanken für den Bezug von Geldschöpfungskrediten hinterlegen müssen, immer weiter zu senken und Emergency-Liquidity-Assistance-Kredite (ELA-Kredite) zu tolerieren, die die nationalen No-

tenbanken in eigener Regie vergeben können. Dadurch gelang es den Zentralbanken Südeuropas, den Interbankenmarkt mit der elektronischen Druckerpresse zu unterbieten.

### These 3

Der Geldschöpfungskredit floss zunächst in die private Wirtschaft, vielfach aber auch in den Staatssektor und finanzierte die Auslandsüberweisungen indirekt. Die Banken kauften in großem Umfang Staatspapiere der eigenen Länder, die sie dann als Pfänder zur Besicherung der Geldschöpfungskredite bei ihren Notenbanken einreichten. Diese mittelbare Finanzierung der Staaten durch die EZB hat in der Krise riesige Ausmaße angenommen. So waren allein 77% der Pfänder, die griechische Banken bei ihrer Notenbank einreichten, griechische Staatspapiere oder vom griechischen Staat besicherte Papiere. Griechische Banken hielten praktisch nur von ihrem eigenen Land emittierte Staatspapiere. Auch spanische und italienische Banken konzentrieren ihre Anlagen in Staatspapiere zu über 80% auf das jeweils eigene Land.

### These 4

Die Banken des Nordens, allen voran die Bundesbank, mussten die Überweisungsaufträge, die ihnen von anderen Notenbanken erteilt wurden, ausführen und somit Geld bereitstellen, das sie sonst über Refinanzierungskredite hätten schaffen können.

79% der Zentralbankgeldmenge des Euroraums wurden in den sechs Krisenländern geschaffen, obwohl diese Länder nur 33% der Wirtschaftskraft der Eurozone auf sich vereinen. In Deutschland gibt es hingegen kein Geld mehr, das per saldo durch Kreditoperationen oder Offenmarktgeschäfte geschaffen wurde. Alles Geld, das in Deutschland zirkuliert, wurde per saldo von der Bundesbank auf dem Wege der Überweisungsaufträge für andere Notenbanken in Umlauf gebracht. Dadurch wurde die Bun-

\* Dies ist die Zusammenfassung in Thesenform. Das vollständige Dokument ist online zu finden: [http://www.cesifo-group.de/Sinn-Juni2013\\_EZB-Kurs](http://www.cesifo-group.de/Sinn-Juni2013_EZB-Kurs).

desbank mit ihren Target-Forderungen zum Hauptgläubiger des EZB-Systems.

Die Rating-Agentur Moody's hat diesen Vorgang zum Anlass genommen, Zweifel an der Bonität der Bundesrepublik Deutschland zu äußern.

#### These 5

Diese Art von regionaler Fiskalpolitik, die die EZB in Europa betreibt, hat kein Pendant in den USA. Dort betreibt die Fed in der Regel eine Geldschöpfung über Offenmarktkäufe eines wohldiversifizierten Portfolios von Wertpapieren, bei dem es keinen Bias zugunsten bestimmter Regionen gibt, und schon gar keinen Bias zugunsten bestimmter Bundesstaaten. Die Staatspapiere von konkursbedrohten Staaten wie Kalifornien oder Illinois werden von der Fed nicht gekauft.

Über das Discount Window ist auch in den USA eine regionale Geldschöpfung möglich. Indes müssen die amerikanischen Target-Kredite einmal im Jahr durch die Hergabe von Eigentumsanteilen am Offenmarktportfolio zwischen den District-Zentralbanken verbriefte werden. Das stellt sicher, dass der Kredit aus der Druckerpresse die Marktkonditionen nicht unterbieten kann.

#### These 6

Die exzessive und größtenteils mit Staatspapieren besicherte Geldschöpfung in Südeuropa wurde zu einem Problem, als der Wert der Staatspapiere während der Krise erodierte und die Staatspapiere Griechenlands, Portugals und Irlands von den Rating-Agenturen zu Investitionsschrott erklärt wurden, denn das beraubte die Banken Südeuropas ihrer Pfänder. Die EZB reagierte, indem sie auf das Erfordernis einer Mindestqualität für diese Staatspapiere verzichtete und im Mai 2010 im Rahmen ihres Securities Markets Programme (SMP) mit Stützungskäufen dieser Papiere begann. Diese Käufe hielten die Kurse hoch und die Zinsen niedrig.

Das ermöglichte es den Staaten unmittelbar, neue Papiere im Umfang der Käufe der EZB zu verkaufen, ohne dafür höhere Zinsen bieten zu müssen.

Außerdem bewahrten die Stützungskäufe der EZB das Geschäftsmodell mancher Banken, das darin bestand, Staatspapiere mit Refinanzierungskrediten zu kaufen und diese Staatspapiere dafür als Sicherheiten zu hinterlegen.

#### These 7

Angesichts der möglichen Konflikte mit Artikel 123 AEUV, der die Staatsfinanzierung durch die Notenbank verbietet,

zeigte sich die Politik willens, verschiedene Rettungsschirme aufzuspannen, um die EZB zu entlasten.

Über die verschiedenen parlamentarisch kontrollierten Rettungsschirme inklusive der EU- und IWF-Mittel sind den Krisenländern bis zum heutigen Tage 367 Mrd. Euro an öffentlichen Krediten gegeben worden. Das sind aber nur 32% der gesamten Kredite der Staatengemeinschaft an die Krisenländer inklusive Italiens, die heute 1158 Mrd. Euro umfassen. 68% dieser Kredite stammen von der EZB, und zwar 124 Mrd. Euro in Form von Staatspapierkäufen durch andere Notenbanken des Eurosystems und 666 Mrd. Euro in Form von Target-Krediten, saldiert um die Forderungen der Südländer aus einer unterproportionalen Banknotenausgabe. Diese Größenverhältnisse werfen ein Demokratieproblem auf.

#### These 8

Zum Rettungsfonds ESM gehört die Secondary Market Support Facility (SMSF). Diese Einrichtung ermöglicht es der Staatengemeinschaft unter Kontrolle der Parlamente, Staatspapiere notleidender Staaten auf dem offenen Markt zu erwerben. Aus der Sicht der Märkte ist der ESM aber zu klein, denn seine Haftung ist auf 700 Mrd. Euro begrenzt, wovon 190 Mrd. Euro auf Deutschland entfallen.

Vermutlich aus diesem Grunde verkündete die EZB das OMT-Programm, das im Zentrum der heutigen Erörterungen steht. Es ist praktisch dasselbe wie das SMSF-Programm des Rettungsfonds, nur dass die Haftungsobergrenze fehlt. Das hat die Kapitalmärkte beruhigt.

Beide Programme, also das OMT der EZB und die SMSF des Rettungsfonds, sind Eventualprogramme, die ihre Wirkung durch den kostenlosen Versicherungsschutz entfalten, den sie begründen. Zudem kommen sie unter fast identischen Bedingungen, nämlich denen des ESM, zur Anwendung.

Sie bieten eine Leistung, wie sie die Inhaber von Staatspapieren in Form von CDS-Versicherungen jederzeit auch auf dem privaten Markt kaufen können, doch wird diese Leistung kostenlos angeboten.

Sie geben dem Sparkapital Deutschlands Geleitschutz auf dem Weg in den Süden, wo es eigentlich nicht mehr hin will. Dieser Kapitalabfluss dämpft den deutschen Bauboom und die Konjunktur, während er im Süden belebende Wirkungen entfaltet. Außerdem verlangsamt er die strukturelle Anpassung der Leistungsbilanzsalden im Euroraum, die schon definitionsgemäß den Kapitalströmen gleichen.



Die Identität und Parallelität der beiden Programme erzeugt ein Ultra-Vires-Problem für den ESM oder die EZB. Mindestens eine der beiden Organisationen überschreitet ihre Kompetenzen. Entweder handelt es sich hier um Geldpolitik. Dann überschreitet der ESM seine Kompetenzen, denn Geldpolitik darf er nicht betreiben. Oder es handelt es sich um Fiskalpolitik. Dann überschreitet die EZB ihre Kompetenzen.

Der Versicherungsschutz durch OMT bzw. SMSF ist sicherlich fiskalischer Natur. Insofern ist der Ultra-Vires-Vorwurf nur gegen die EZB zu erheben.

### These 9

Die aus dem OMT-Programm resultierende Haftung liegt in vollem Umfang bei den Steuerzahlern. Deutschland trägt davon gut 27%. Dabei spielt es keine Rolle, ob die Notenbanken des Eurosystems eine Nachschusspflicht haben oder nicht, was gegebenenfalls bedeuten würde, dass die Notenbanken mit negativem Eigenkapital weiterarbeiten. Die Finanzministerien verlieren auf jeden Fall einen ewigen Zinsstrom auf die abzuschreibenden Papiere, dessen Barwert so groß ist wie die Abschreibungsverluste.

Wenn kein Eigenkapital nachgeschossen wird, wird die maximale Haftung des Eurosystems durch den Strom der Zinseinnahmen des Eurosystems angegeben. Der Barwert dieses Stroms ist bei statischer Rechnung gleich der Zentralbankgeldmenge, also 1363 Mrd. Euro. Deutschland kann dann bis zu 369 Mrd. Euro verlieren. Dieser Betrag tritt zu der Maximalhaftung von 190 Mrd. aus dem ESM hinzu.

In dynamischer Rechnung unter Berücksichtigung des Wachstums der Geldmenge liegt der Verlust sogar bei etwa 3,4 Billionen Euro, was für Deutschland etwa 920 Mrd. Euro bedeutet.

Höher sind die Verluste freilich, wenn verloren gegangenes Eigenkapital durch die beteiligten Staaten ersetzt wird, weil sie ihre Anstaltslast wahrnehmen. In diesem Fall kann das neue Eigenkapital natürlich ebenfalls verloren gehen.

Der Prozessvertreter der EZB behauptet, die Haftung aus dem OMT-Programm sei auf 524 Mrd. Euro begrenzt, weil sich dieses Programm auf Papiere mit einer Restlaufzeit von bis zu drei Jahren beschränke. Diese Aussage ist falsch. Da alle Papiere irgendwann eine Restlaufzeit unter vier Jahren haben, wird grundsätzlich die gesamte verbrieftete Staatsschuld der Krisenländer abgesichert, soweit sie eine Restlaufzeit von mindestens einem Jahr hat.

Das könnten für die Krisenländer zusammengekommen etwa 2 Billionen Euro sein.

### These 10

Verlustmöglichkeiten ergeben sich auch aus den zusätzlichen Refinanzierungskrediten, die sich in den Target-Salden widerspiegeln. Wenn die Krisenländer austreten und in Konkurs gehen, erlischt die Rechtsbeziehung des EZB-Systems mit den Banken dieser Länder. Abzuschreiben ist dann die Target-Forderung des EZB-Systems, denn diese Forderung ist der Barwert der Zinseinnahmen, die von den Banken der Krisenländer an die restlichen Zentralbanken abzuführen sind. Deutschland müsste dann unter Berücksichtigung von Forderungen der Krisenländer aus einem unterproportionalen Bargeldumlauf mit Verlusten in Höhe von 281 Mrd. Euro rechnen.

Zerbräche gar der Euro, müsste Deutschland mit dem Verlust seiner Target-Forderungen gegen das EZB-System rechnen. Unter Abzug der deutschen Verbindlichkeiten aus einer überproportionalen Bargeldausgabe, könnten die Verluste in Form uneinbringlicher Zinsforderungen gegen die anderen Euroländer dann bis zu 385 Mrd. Euro betragen.

### These 11

Ungeachtet der möglichen Verluste im Katastrophenfall treten für Gläubigerländer wie Deutschland auf jeden Fall Verluste durch die Zinssenkungen auf, die dadurch entstehen, dass die EZB den Anlegern kostenlosen Versicherungsschutz bietet und die Interbankenmärkte zugunsten der Banken Südeuropas mit billigem Kredit aus der elektronischen Druckerpresse unterläuft.

Es ist bezeichnend, dass die Krisenländer während der Krise in der Lage waren, die Zinsen, die sie netto an das Ausland zahlten, deutlich zu reduzieren, obwohl die Marktzinssätze und die im Ausland aufgenommenen Schulden anstiegen. Hieran zeigt sich, dass die Rettungsmaßnahmen der EZB und der Staatengemeinschaft nicht nur zinsdämpfende Wirkungen hatten, sondern die Zinssteigerungen der Märkte überkompensiert haben.

### These 12

Zinsspreizungen nach der Bonität der Schuldner sind für die Lenkung des Kapitalmarktes unerlässlich, um die effiziente Allokation des Sparkapitals zu gewährleisten. Versuche der Politik, diese Spreizungen zu verringern, sind grundsätzlich schädlich für das Wirtschaftswachstum, und wenn sie doch nützlich sein soll, dann bedürfen sie

einer ganz besonders sorgfältigen Begründung auf der Basis von externen Effekten und anderer Marktfehler.

Die EZB verteidigt ihre diesbezüglichen Versuche mit angeblichen Störungen der Geldpolitik, aber ihre diesbezüglichen Ausführungen überzeugen nicht.

### These 13

Die EZB beklagt, dass die hohen Zinsen der Staaten auf die Unternehmensebene durchschlagen, berücksichtigt aber nicht, dass die Unternehmen mit den Staaten, in deren Hoheitsgebiet sie angesiedelt sind, in einem Boot sitzen, weil sie als Steuerzahler in der Haftung sind. Solange die Staatsschulden im Euroraum nicht vergemeinschaftet sind, kann man sie aus dieser Haftung nicht entlassen. Die Übertragung der Zinsen auf die Unternehmensebene ist insofern eine effiziente Marktreaktion und kein Marktfehler.

### These 14

Die EZB beklagt, dass Marktwertverluste bei Staatspapieren die Banken ihres Eigenkapitals berauben und sie zu einem Deleveraging zwingen. Sie ist aber nicht zuständig für die Rekapitalisierung der Banken durch das OMT-Programm. Dafür sind vielmehr die Gläubiger der Banken durch Debt-Equity-Swaps heranzuziehen oder, wenn ein Staat den Vertrauensverlust fürchtet, er selbst, nicht aber die anderen Staaten, die hinter der EZB stehen und mögliche Verluste tragen müssten.

### These 15

Die EZB beklagt schließlich, dass der Kursverlust bei den Staatspapieren die Möglichkeit einschränkt, diese Papiere als Pfänder für Refinanzierungskredite zu nutzen. Auch das ist kein Marktfehler, sondern sinnvoll, um

die Banken anzuregen, statt der Staatspapiere die Papiere der Unternehmen zu kaufen, was die Kurse dieser Papiere erhöht und die Zinsen senkt. Insofern stimmt dieses Argument nicht.

### These 16

Ein besonderes Gewicht bei der Argumentation der EZB hat die Aussage, dass sie jenen Teil der Zinsspreizungen bekämpfen möchte, der vom sogenannten Redenominationsrisiko ausgeht, also vom Risiko des Austritts eines Landes aus der Währungszone oder des Zerbrechens der Währungszone.

Doch nicht die Gefahr des Zerbrechens der Währungsunion ist der Grund für Zinsspreizungen, sondern entweder die Gefahr, dass ein Land nach dem Austritt abwertet, weil es nur so seine Wettbewerbsfähigkeit wiedererlangen kann, oder die Befürchtung der Anleger, dass das Land nach dem Austritt seine Druckmittel für die Durchsetzung einer Vergemeinschaftung der Schulden verliert.

Weder das eine noch das andere ist eine legitime Begründung für das OMT-Programm.

### These 17

Kurzum: Die Zinsspreizungen zeigen keine Dysfunktionalität der Märkte an, sondern vor allem rationale Reaktionen der Märkte auf die nun fast unlösbaren Schuldenprobleme einiger Euroländer. Wenn die verteilungspolitischen Implikationen dieser Reaktionen nicht gefallen, sollte man auf fiskalische Hilfsmaßnahmen der Staatengemeinschaft setzen statt auf die versteckten und keiner demokratischen Kontrolle unterworfenen Maßnahmen des EZB-Rates, der sich, wenn man ihn weiter gewähren lässt, zum Hegemon der Eurozone aufschwingen wird.

#### Title: *The German Federal Constitutional Court and the ECB's Crisis Policy – Statements of the Economists*

**Abstract:** In June 2013, the Federal Constitutional Court in Germany held an expert hearing on the suitability of ECB measures, such as the purchase of government bonds, and their compatibility with existing EU and German legislation. The statements of five invited experts are documented here. The authors comment on the path from the agreement that has laid down the basic rules for the euro area to a crisis-driven approach that seems to have forgotten these rules. The ECB policy holds many risks – above all that of financing public budgets almost without limits – for the stability of monetary and fiscal governance in the euro area. On the other hand, ECB measures can also be interpreted as a necessary means to comply with the ultimate task of the ECB, the defence of price stability. Hence the ECB's crisis measures do not represent any intention to intervene in fiscal or economic policy measures, and after the crisis the ECB can return to a narrower interpretation of the role of a central bank. It should not be forgotten that the ECB measures bear high risks for the countries in trouble as well as for those countries supporting them.

**JEL Classification:** E52, E58, E62