

Matthes, Jürgen; Demary, Markus

**Article — Published Version**

## Überschreitet die EZB mit ihren Staatsanleihekäufen ihr Mandat?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Matthes, Jürgen; Demary, Markus (2013) : Überschreitet die EZB mit ihren Staatsanleihekäufen ihr Mandat?, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 93, Iss. 9, pp. 607-615,  
<https://doi.org/10.1007/s10273-013-1572-7>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/88866>

### 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.*

Jürgen Matthes, Markus Demary

# Überschreitet die EZB mit ihren Staatsanleihekäufen ihr Mandat?

Die Staatsanleihekäufe der EZB sind zu einem Fall für das Bundesverfassungsgericht geworden. Die Autoren des IW Köln argumentieren, dass das Outright-Monetary-Transactions-Programm noch innerhalb der Grenzen des EZB-Mandats liegt, aber wegen seiner Nachteile nur temporär eingesetzt werden sollte. Sie halten das Programm für gerechtfertigt, weil die notwendige Sicherung der Finanzstabilität kurzfristig nicht die Preisstabilität gefährdet. Zudem belegen sie eine ernsthafte Störung der geldpolitischen Transmission in den Krisenländern und halten die EZB-Staatsanleihekäufe – unter gewissen Bedingungen – nicht für verbotene monetäre Staatsfinanzierung.

Die Frage, ob die EZB<sup>1</sup> mit ihren Staatsanleihekaufprogrammen (das Securities Markets Programme SMP und die Outright Monetary Transactions OMT) mandatswidrig agiert (hat), wird nicht nur unter Ökonomen, sondern auch vor dem Bundesverfassungsgericht kontrovers diskutiert.<sup>2</sup> Die Rechtslage verbietet den unmittelbaren Erwerb von Staatsanleihen (am Primärmarkt) gemäß Art. 123 (1) AEUV und Art. 21 (1) des EZB-Statuts und erlaubt Käufe und Verkäufe von börsengängigen Wertpapieren (ohne Ausschluss von Staatsanleihen) zur Erfüllung der Ziele des EZB gemäß Artikel 18 (1) des EZB-Statuts. Demnach erscheint der mittelbare Kauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt unter Bedingungen erlaubt.<sup>3</sup> Dieser Eingriff muss jedoch geldpolitisch gerechtfertigt sein und unter anderem das Primär-

ziel der Preisstabilität verfolgen. Auch das Prinzip offener Märkte im freien Wettbewerb ist einzuhalten. Ferner darf die EZB nicht über Umwege gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung verstoßen. Zudem ist zu prüfen, inwieweit die EZB dazu legitimiert ist, im Rahmen der Geldpolitik (mit potenziell unbegrenzten Staatsanleihekäufen) große Risiken in ihrer Bilanz zu schaffen und damit zu vergemeinschaften.<sup>4</sup> Diese Bedingungen geben die Struktur dieses Artikels vor, der dazu die Positionen der Gutachter vor dem Bundesverfassungsgericht und ausgewählter Literaturbeiträge gegenüberstellt und mit eigenen Argumenten bewertet.<sup>5</sup>

## Geldpolitische Rechtfertigung?

Zunächst wird in mehreren Schritten gefragt, ob die Staatsanleihekaufprogramme der EZB geldpolitisch gerechtfertigt sind.

- 1 Mit EZB ist im Weiteren zumeist das Eurosystem gemeint, also die EZB und die nationalen Zentralbanken (NZB).
- 2 Vgl. K. Konrad et al.: Bundesverfassungsgericht und Krisenpolitik der EZB – Stellungnahmen der Ökonomen, in: Wirtschaftsdienst, 93. Jg. (2013), H. 7, Zeitgespräch, S. 431-454; sowie M. Kerber: Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB: Wie ist die neue Offenmarktpolitik der Europäischen Zentralbank zu bewerten?, in: ifo Schnelldienst, 63. Jg. (2010), Nr. 21, S. 3-8; S. Homburg: Der neue Kurs der Europäischen Zentralbank, in: Wirtschaftsdienst, 92. Jg. (2012), H. 10, S. 673-677; T. Straubhaar, H. Vöpel: Inflation und Schuldenabbau, in: Wirtschaftsdienst, 92. Jg. (2012), H. 9, S. 583-587; sowie J. Asmussen: Einleitende Stellungnahme der EZB in dem Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht, Karlsruhe, 11.6.2013; J. Weidmann: Eingangserklärung anlässlich der mündlichen Verhandlung im Hauptsacheverfahren ESM/EZB, Karlsruhe, 11.6.2013.
- 3 Dies wird zwar von Sinn (H.-W. Sinn: Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht in den Verfassungsbeschwerden 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1439/12 und 2 BvR 1824/12 Organstreitverfahren 2 BvE 6/12, München, 11.6.2013) in Zweifel gezogen, jedoch von der EZB (F. Schorkopf: Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht in den Verfassungsbeschwerden 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1439/12 und 2 BvR 1824/12 Organstreitverfahren 2 BvE 6/12, Göttingen, 16.1.2013, S. 12) und von der Deutschen Bundesbank (Deutsche Bundesbank: Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht zu den Verfahren mit den Az. 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR 1824/12, 2 BvE 6/12, 21.12.2012, S. 12) grundsätzlich bestätigt.

- 4 Vgl. H.-W. Sinn, a.a.O., S. 55 ff.; Deutsche Bundesbank, a.a.O., S. 3 ff.; und unter anderem M. Neumann: Die Europäische Zentralbank auf Abwegen, in: Stiftung Marktwirtschaft, 116. Jg. (2012), März 2012.
- 5 Diese Aspekte werden hier in unterschiedlicher Tiefe diskutiert, eine ausführliche Diskussion findet sich in mehreren IW policy papers von J. Matthes und M. Demary, <http://www.iwkoeln.de/de/studien/iw-policy-papers>, die in Kürze erscheinen.

**Jürgen Matthes**, Dipl.-Volkswirt, leitet das Kompetenzfeld Internationale Wirtschaftsordnung im Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

**Dr. Markus Demary** ist dort Referent für Geldpolitik und Finanzmärkte.

### Gefährdung der Preisstabilität?

Mit den Sekundärmarktkäufen sichert die EZB (auch) das nachrangige Ziel der Finanzmarktstabilität. Damit gefährdet sie auf kurze Sicht nicht ihr Primärziel der Preisstabilität.<sup>6</sup> Sie fördert es sogar, indem sie die Gefahr einer Kriseneskalation und damit potenzielle Deflationsgefahren abwendet.<sup>7</sup> Ob mittel- und längerfristige Inflationsgefahren bestehen, ist zu diskutieren. Dabei wird irreführenderweise in der öffentlichen und teils auch in der akademischen Debatte<sup>8</sup> zuweilen unterstellt, die EZB würde mit ihren Staatsanleihekäufen die „Druckerpresse“ anwerfen. Richtig ist, dass sie die Liquidität, die durch die Staatsanleihekäufe im Rahmen des OMT-Programms in Umlauf kommt, durch andere geldpolitische Instrumente wieder rückgängig machen will, wie sie es beim SMP nahezu vollständig tat.

Zu einer mittelfristigen Gefährdung der Preisstabilität könnte es aber kommen, wenn die Geldpolitik zunehmend durch die Finanzpolitik vereinnahmt würde (Gefahr fiskalischer Dominanz).<sup>9</sup> So könnte eine kräftige Zinserhöhung der EZB (zur Bekämpfung aufkommender Inflation) bei anhaltend sehr hoher Staatsverschuldung letztlich zu einer Insolvenz der betreffenden Staaten beitragen. Diese Gefahr ist sicherlich nicht ganz von der Hand zu weisen und derartige ordnungspolitische Mahnungen sind in der aktuellen Debatte zweifellos unerlässlich. Doch lassen sich die vorgetragenen Sorgen mit einigen Argumenten relativieren, die hier nur stichwortartig genannt werden können. So sehen die Autoren die Unabhängigkeit und Glaubwürdigkeit der EZB mit Blick auf ihr Primärziel nicht nennenswert gefährdet und verweisen auf deutliche Fortschritte der Krisenstaaten bei Konsolidierung und Strukturreformen.<sup>10</sup> Zudem entstehen Inflationsgefahren erst, wenn ein Konjunkturaufschwung hinreichend stark ist. Ein höheres (nominales) Wirtschaftswachstum stützt jedoch die Tragfähigkeit der Staatsschulden und erleichtert damit der EZB auch mögliche Zinserhöhungen.

### Störung des Transmissionsmechanismus?

Die Programme zum Staatsanleihekauf rechtfertigt die EZB als Geldpolitik mit dem Verweis auf Störungen des Transmis-

sionsmechanismus. Da diese Begründung von einigen Autoren bezweifelt wird,<sup>11</sup> ist eine genauere Erörterung nötig.

Der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik umfasst den über verschiedene Kanäle vermittelten Zusammenhang zwischen dem Leitzins und der Inflationsrate in der Eurozone. Die Stellungnahme der EZB liefert zahlreiche empirische Hinweise für eine Störung des Transmissionsmechanismus, für die Staatsanleihemärkte relevant sind.<sup>12</sup>

Die EZB und die Deutsche Bundesbank stimmen bemerkenswerterweise darin überein, dass weniger die Zinshöhe entscheidend für die Diagnose einer Störung des Transmissionsmechanismus ist, sondern vor allem die Frage, ob die Zinsen in der Realwirtschaft auf eine Leitzinsänderung in die gleiche Richtung reagieren.<sup>13</sup> Abbildung 1 zeigt, dass die EZB-Leitzinsen und auch die kürzerfristigen Bankzinsen für deutsche kleine und mittlere Unternehmen ab Herbst 2011 zurückgingen, während sie in Italien und Spanien tendenziell weiter anstiegen oder (teils unter Schwankungen) auf hohem Niveau verharrten. Dies ist ein klarer Beleg dafür, dass der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik in Südeuropa zur Mitte 2012 gestört war,<sup>14</sup> sagt aber noch nichts darüber, ob diese Störung letztlich fundamental gerechtfertigt war.

Staatsanleihemärkte sind im Rahmen des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik über Kausalbeziehungen ein wichtiger Einflussfaktor für die Zinsen von Anleihen und Krediten privater Unternehmen.<sup>15</sup> Vor allem aber beeinflussen sie die finanziellen Rahmenbedingungen der Banken in viel-

6 Das vorrangige Ziel der EZB ist die Wahrung der Preisstabilität. Soweit es ohne deren Beeinträchtigung möglich ist, unterstützt die EZB auch die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union, vgl. Art. 127 (1) und Art. 282 (2) AEUV sowie Art. 3 (1) EZB-Satzung.

7 Diese Ansicht vertritt unter anderem auch M. Fratzscher: Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht in den Verfassungsbeschwerden 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR 1824/12, 2 BvE 6/12, Berlin, 10.6.2013; J. Weidmann, a.a.O.

8 Vgl. H.-W. Sinn, a.a.O., S. 18.

9 Vgl. Deutsche Bundesbank, a.a.O., S. 12 ff.; H.-W. Sinn, a.a.O., S. 38 ff.; J. Weidmann, a.a.O.

10 J. Matthes, M. Demary: Gefährden die Staatsanleihekäufe die Unabhängigkeit der EZB und bewirken starke Fehlanreize?, IW policy paper, 2013, erscheint in Kürze.

11 Vgl. T. Berg, K. Carstensen: Funktionswandel der EZB? Baldige Rückkehr zur alten Rolle erforderlich!, in: Wirtschaftsdienst, 92. Jg. (2012), H. 2, S. 79-81; C. Fuest: Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht in den Verfassungsbeschwerden 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, Mannheim, 10.6.2013; Deutsche Bundesbank, a.a.O.; H.-W. Sinn, a.a.O.

12 Vgl. F. Schorkopf, a.a.O., S. 20 ff. Eine möglichst klare Diagnose, ob eine solche Störung vorliegt und ob diese durch Probleme an den Staatsanleihemärkten verursacht wird, ist zentral für die Entscheidung, ob Sekundärmarktkäufe von Staatsanleihen angezeigt und gerechtfertigt sind. Daher verwundert es umso mehr, dass die Deutsche Bundesbank, a.a.O., bei dieser Frage keine klare Stellung bezieht und sich auf mangelnde akademische Erkenntnismöglichkeiten zurückzieht.

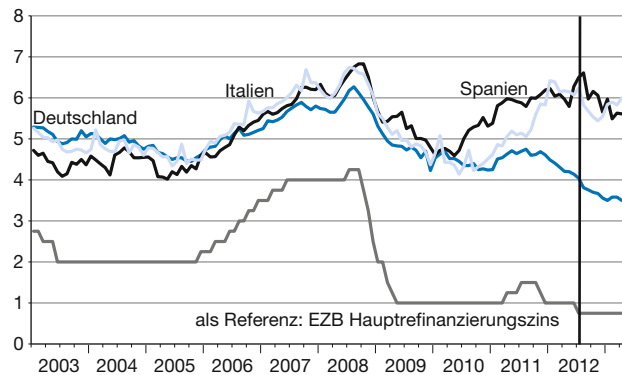
13 Vgl. Deutsche Bundesbank, a.a.O., S. 8; F. Schorkopf, a.a.O., S. 23.

14 Ähnlich argumentiert die EZB (Monatsbericht September 2012, Frankfurt a.M., S. 10). Während diese Reaktion von 2002 bis 2003 recht rasch und in der Eurozone einheitlich erfolgte, war die Reaktion von 2011 bis 2012 uneinheitlich und im Durchschnitt weniger stark. Am oberen Ende des Zinsspektrums stiegen die Bankkreditzinsen sogar an. Die Ansicht, dass der Transmissionsmechanismus gestört war, teilt auch M. Fratzscher, a.a.O.

15 Vgl. F. Schorkopf, a.a.O., S. 21; Deutsche Bundesbank, a.a.O., S. 3 ff.; der IWF (E. Zoli: Italian Sovereign Spreads, IMF Working Paper, Nr. 13/84, 2013) hat den Zusammenhang für Italien näher untersucht und gezeigt, dass sich die Unternehmenszinsen für Neukredite vor allem zwischen Ende 2009 und Juli 2012 tendenziell recht ähnlich wie die italienischen Staatsanleihen-Spreads (gegenüber Bundesanleihen) bewegt haben. Eine ökonometrische Schätzung bestätigt diesen Zusammenhang.

Abbildung 1  
Zinsen für kleine Unternehmenskredite<sup>1</sup>

in %



<sup>1</sup> Kredite bis 1 Mio. Euro, Laufzeit 1 bis 5 Jahre. Die senkrechte schwarze Linie gibt etwa die Ankündigung des OMT-Programms an. Angaben zum Monatsende.

Quelle: EZB.

fältiger Weise. Dies ist insofern für die aktuelle Lage wichtig, weil die Banken in den Krisenländern die Leitzinssenkungen der EZB offensichtlich nicht oder kaum an die Realwirtschaft weitergegeben haben. Parallel dazu waren die Staatsanleihezinsen in den Krisenländern deutlich gestiegen.

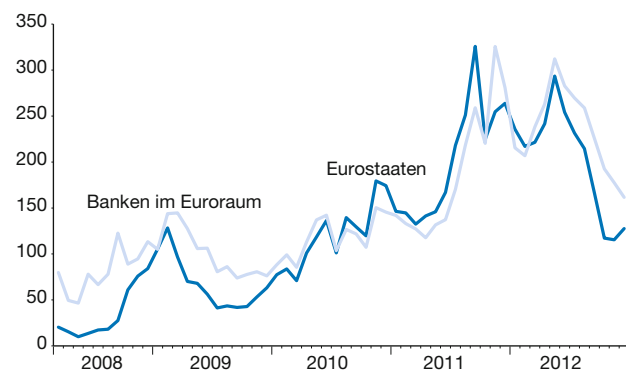
Der Zusammenhang zwischen den Staatsanleihemärkten und den Finanzierungskosten der Banken wird besonders deutlich bei der Risikoeinschätzung des Marktes und dem recht engen Zusammenhang und sehr ähnlichen Verlauf zwischen den CDS-Spreads von Staatsanleihen und Banken, wobei höhere CDS-Spreads in der Regel auch höhere Finanzierungskosten bedeuten (vgl. Abbildung 2).<sup>16</sup> Einen noch engeren Zusammenhang gibt es bei den Ratings, da Downgrades eines Staats in der Regel dort auch Downgrades von Unternehmen und Banken nach sich ziehen. Dieser enge Zusammenhang liegt nicht zuletzt daran, dass mit der schlechteren Bonität des Staats auch dessen Fähigkeiten zu einer möglichen Bankenrettung geringer werden.<sup>17</sup> Banken müssen zudem höhere Zinsen für Einlagen bieten, weil sie mit den Staaten um Anlagegelder konkurrieren. Die meisten der bisher genannten Faktoren führen dazu, dass Investoren ihre Anlagen in Banken als risikoreicher ansehen (Ratingherabstufung, geringere Rettungswahrscheinlichkeit, höhere Einlagezinsen) und höhere Risikoprämien verlangen. All diese Faktoren haben dazu beigetragen, dass sich die Refinanzierungskosten der Banken vor allem in Italien bis zum Ende 2011 stark erhöhten.<sup>18</sup>

<sup>16</sup> E. Zoli, a.a.O., beispielsweise belegt diesen Zusammenhang mit einem ökonometrischen Modell für Italien. Sie zeigt, dass CDS-Spread-Veränderungen von italienischen Staatsanleihen die CDS-Spreads der fünf größten italienischen Banken signifikant beeinflusst haben.

<sup>17</sup> Vgl. A. Demirgüç-Kunt, H. Huizinga: Do we need big banks?, Tilburg University and CEPR, 2012.

Abbildung 2  
Prämien von Credit Default Swaps (CDS)

Index



Die CDS-Prämien der Banken wurden mit ihrer Bilanzsumme gewichtet, die CDS-Prämien der Staaten wurden mit dem nationalen Bruttoinlandsprodukt gewichtet.

Quellen: Bloomberg; Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

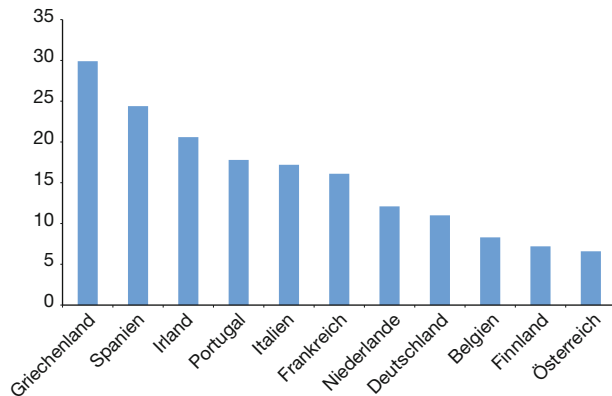
zierungskosten der Banken vor allem in Italien bis zum Ende 2011 stark erhöhten.<sup>18</sup>

Nicht nur über den Zinskanal, sondern auch über den Liquiditäts- und Bilanzkanal beeinflussen Staatsanleihen den geldpolitischen Transmissionsmechanismus. So verringert die schlechtere Liquiditätsversorgung der Banken deren Kreditvergabefähigkeit an die Realwirtschaft.<sup>19</sup> Ebenso einschränkend wirken Bilanzverluste auf Staatsanleihen, die die Banken in ihren Büchern haben und deren Wertminderungen sie verlustbringend als Abschreibungen verbuchen müssen. Diese Faktoren trugen wesentlich dazu bei, dass es vor allem zum Ende 2011 zu einer Verknappung des Kreditangebots

<sup>18</sup> Vgl. EZB Monatsbericht, Dezember 2012, S. 27, Abbildung B.

<sup>19</sup> Mit Blick auf den Liquiditätskanal sieht H.-W. Sinn, a.a.O., S. 61, den Wertverlust von Staatsanleihen nicht als problematisch, sondern als „gut für die Vergabe von Krediten an die Privatwirtschaft“ an. Dahinter steht vor allem die Überlegung, dass die Banken der Krisenländer als Sicherheiten für ihre Liquiditätsversorgung vermehrt auf Unternehmensanleihen ausweichen. Diese Ansicht ist jedoch in mehrfacher Hinsicht zu relativieren. So finanzieren sich wie erwähnt 75% der Unternehmen der Eurozone über Kredite (F. Schorkopf, a.a.O., S. 21), und gerade kleine Firmen, die in der Krise besonders unter Kreditbeschränkungen leiden, haben in aller Regel keinen Zugang zum Anleihemarkt. Zudem hat sich im Krisenverlauf gezeigt, dass der Pool an Sicherheiten zur Refinanzierung der Banken beim Eurosystem beschränkt ist. Damit führte der Wertverlust der Staatsanleihen – entgegen den Behauptungen von Sinn – zu einer deutlichen Einschränkung bei der Kreditvergabemöglichkeit an die Privatwirtschaft. Unternehmensrisiken sind im Zuge der Euro-Schuldenkrise auch gestiegen, wie H.-W. Sinn, a.a.O., S. 57, an anderer Stelle betont. Eine stärkere Nutzung von Unternehmensanleihen als Sicherheiten würde daher die Bilanz des Eurosystems (ebenfalls) mit höheren Risiken belasten. Da Sinn dies mit Blick auf die Staatsanleihekäufe der EZB und auf die Target2-Salden stark kritisiert, erscheint seine Argumentation an dieser Stelle nicht durchgängig konsistent.

**Abbildung 3**  
**Kleine und mittlere Unternehmen mit**  
**Finanzierungsrestriktionen**  
 in % der antwortenden Unternehmen



Befragungszeitraum April bis September 2011.

Quelle: EZB Survey on the access to finance of SMEs in the euro area (SAFE).

(und teilweise einer Kreditklemme) vor allem für KMU kam (vgl. Abbildung 3).

#### Überhöhte und ungerechtfertigte Risikoprämien?

Eine kontroverse Debatte herrscht zur Frage, ob die relativ hohen Zinsen für Staatsanleihen und Unternehmenskredite eine „normale“ Marktreaktion darstellen oder ob es an den Finanzmärkten zu Übertreibungen und Irrationalitäten kam. Dies gilt gerade auch mit Blick auf das Redenominationsrisiko, also das Risiko, dass ein Land aus dem Euro austritt und wieder Währungsrisiken in dessen Zinsen eingepreist werden.<sup>20</sup> Sinn und tendenziell auch die Deutsche Bundesbank vertreten die erste Ansicht, die EZB die zweite.<sup>21</sup> Dies

20 Diese Entwicklung hat zu zahlreichen Beiträgen in der ökonomischen Literatur geführt (unter anderem P. De Grauwe, Y. Ji: Self-fulfilling crises in the Eurozone: an empirical test, CESIFO Working Paper, Nr. 3821, 2012; überblicksartig P. Canofari, G. Marini, G. Piersanti: Expectations and Systemic Risk in EMU-Government Bond Spreads, University of Rome, University of Teramo, 2013). Diese Studien erklären die Risikoprämien auf Anleihen von Eurostaaten durch eine Reihe von Faktoren, wie die Risikoaversion internationaler Investoren, die Liquidität in Staatsanleihemärkten und länderspezifische Faktoren wie die Lage der öffentlichen Finanzen (etwa öffentlicher Schuldenstand) und andere makroökonomische und finanzielle Fundamentalfaktoren. Mit diesen Einflussgrößen lässt sich aber nach dem Jahr 2010 ein signifikanter Teil der Zinsunterschiede nicht mehr allein erklären. Daher hat eine Reihe von Arbeiten empirisch nachgewiesen, dass das Redenominationsrisiko in dieser Zeit auch eine Rolle gespielt zu haben scheint. Vgl. P. Canofari et al., a.a.O.; J. Klose, B. Weigert: Determinants of sovereign yield spreads during the Euro-crisis: Fundamental factors versus systemic risk, Working Paper des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2012.

21 Vgl. H.-W. Sinn, a.a.O., S. 54, 57, 61; Deutsche Bundesbank, a.a.O., S. 7, 9; F. Schorkopf, a.a.O., S. 31.

ist insofern wichtig, als die EZB ihr Eingreifen durch die Ankündigung des OMT-Programms auch mit vermeintlichen Irrationalitäten am Finanzmarkt begründet hat. Letztlich lässt sich diese Kontroverse kaum befriedigend klären, da es triftige Argumente für beide Seiten gibt, auf die hier nicht näher eingegangen werden kann.<sup>22</sup>

Gleichwohl überrascht der weiterhin starke Glaube an die Effizienz von Finanzmärkten bei Sinn und der Deutschen Bundesbank. Zweifellos ist in normalen Zeiten die Disziplinierungswirkung des Finanzmarktes funktionsfähig und unerlässlich. Doch in Krisenzeiten lassen sich grundlegende Zweifel an der Effizienzmarkthypothese äußern, etwa weil es zu einem Herdenverhalten der Finanzmarktakteure und damit verbundenen Überreaktionen kommen kann.<sup>23</sup> Hoch relevant ist daneben die Literatur zu sich selbst erfüllenden Prophezeiungen, multiplen Gleichgewichten und Ansteckungseffekten.<sup>24</sup>

Wie relevant diese Erkenntnisse sein können, zeigt ein beispielhafter Blick auf den Juli 2012 – kurz vor der Ankündigung des OMT. Damals war die Rendite von zweijährigen Staatsanleihen Spaniens, die am 24.7.2012 über 6,6% betrug, innerhalb von nur einer guten Woche um mehr als 2 Prozentpunkte gestiegen. In Italien kam es allein innerhalb dieser acht Tage zu einem Anstieg von knapp 1,5 Prozentpunkten auf fast 5,1%. In dieser kurzen Zeit haben sich die Fundamentalfaktoren mit großer Wahrscheinlichkeit in beiden Ländern nicht so stark verändert, um einen solchen Zinsanstieg zu rechtfertigen. Vielmehr spricht viel dafür, dass sich hier – auch im Zuge von Ansteckungseffekten – eine sich selbst

22 Für eine ausführlichere Darstellung der Kontroverse siehe J. Matthes, M. Demary: Überschreitet die EZB mit den Staatsanleihekäufen ihr Mandat?, IW policy paper, 2013, <http://www.iwkoeln.de/de/studien/iw-policy-papers>.

23 Vgl. K. Ruckriegel: Behavioral Economics: Erkenntnisse und Konsequenzen, in: Das Wirtschaftsstudium, Bd. 40, 2011; M. Demary, T. Schuster: Die Neuordnung der Finanzmärkte – Stand der Finanzmarktregulierung fünf Jahre nach der Lehman Pleite, Forschungsbericht aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 2013.

24 P. De Grauwe, Y. Ji, a.a.O., haben das Konzept der Self-Fulfilling Prophecy auf die Eurozone übertragen. Demnach macht der fehlende Zugang eines Eurostaates zu einer eigenen Zentralbank (und damit zu einem Lender of Last Resort) die Länder der Eurozone besonders anfällig für sich selbst erfüllende Prophezeiungen. Empirische Belege für die Relevanz dieses Phänomens in der Eurozone liefern P. De Grauwe, Y. Ji, a.a.O.; M. Gärtner, B. Griesbach: Rating Agencies, Self-Fulfilling Prophecy and Multiple Equilibria?, University of St. Gallen, Discussion Paper, Nr. 2012-15; C. Bruneau, A. Delatte, J. Fouquau: Is the European sovereign crisis self-fulfilling?, Paris 2012. Die Theorie multipler Gleichgewichte baut darauf auf, dass Zinsniveau und Insolvenzwahrscheinlichkeit sich gegenseitig beeinflussen (M. Obstfeld, a.a.O.; D. Romer: Advanced Macroeconomics, Boston 2012, S. 632-639; P. De Grauwe, Y. Ji, a.a.O.). Demnach existieren verschiedene Zinsniveaus, bei denen ein Staat bei gegebenen sonstigen Faktoren (wie Schuldensituation, Konsolidierungsverhalten und Wachstumsaussichten) entweder solvent oder insolvent ist. Die Relevanz von Ansteckungseffekten wird im Zuge der Euro-Schuldenkrise unter anderem belegt von R. A. De Santis: The Euro Area Sovereign Debt Crisis, ECB Working Paper, Nr. 1419, 2012; N. Metiu: Sovereign Risk Contagion in the Eurozone, in: Economic Letters, Nr. 117, 2012, S. 35-38.



erfüllende Prophezeiung auf dem Weg in ein „schlechtes“ Gleichgewicht an den Staatsanleihemärkten herauszubilden drohte.

Angesichts der aufgezeigten engen Verbindungen zwischen den Staatsanleihemärkten auf der einen Seite und den Finanzierungskosten und der Kreditvergabefähigkeit der Banken auf der anderen Seite, dürfte in einer solchen Situation der Transmissionskanal der Geldpolitik gefährdet sein. Alles in allem erscheint daher den Autoren das Eingreifen der EZB an den Staatsanleihemärkten aus geldpolitischen Gründen grundsätzlich gerechtfertigt, allerdings nur unter Einhaltung gewisser Bedingungen, die noch genauer erläutert werden.<sup>25</sup>

### Umgehung des Verbots monetärer Staatsfinanzierung?

Im Folgenden gilt es in mehreren Schritten zu erörtern, wie sichergestellt werden kann, dass mit einem solchen Eingriff das Verbot der monetären Staatsfinanzierung nicht umgangen wird.

#### Zu große Nähe zu Primärmarktkäufen?

Um zu verstehen, warum Sekundärmarktkäufe (im Gegensatz zu Primärmarktkäufen) von Staatsanleihen grundsätzlich nicht als monetäre Staatsfinanzierung angesehen werden, ist es wichtig, die ökonomischen Unterschiede zu verstehen.<sup>26</sup>

- Der Staat, dessen Staatsanleihen durch die EZB mittelbar aufgekauft werden, erhält kein Geld von der EZB. Denn sie kauft die Anleihen einem anderen Investor am Sekundärmarkt, an dem nur Finanzmarktakteure untereinander handeln, ab. Bei Primärmarktkäufen würde die EZB die Anleihen dagegen unmittelbar vom Staat erwerben und damit direkte Staatsfinanzierung betreiben.
- Die Sekundärmarktinterventionen der EZB haben das Ziel, die (effektiven) Zinsen der Staatsanleihen des betreffenden Landes zu senken, weil dieser Zins wichtig für den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik ist. Doch der mit der Ausgabe festgelegte Coupon der Staatsanleihe ändert sich hierdurch nicht. Der Staat muss also die gleiche Zinszahlung wie vorher leisten, nun an die EZB statt zuvor an einen Investor.

<sup>25</sup> Auch M. Fratzscher, a.a.O., sieht eine solche Rechtfertigung, C. Fuest, a.a.O., erkennt die Gefahr sich selbst erfüllender Prophezeiungen und multipler Gleichgewichte an, rät aber bei solventen Staaten nur zu einem Eingriff des ESM, und nicht der Geldpolitik.

<sup>26</sup> Bei Sekundär- wie Primärmarktkäufen gilt, dass die EZB durch ihre Käufe keine Haftung für die Verbindlichkeiten der betreffenden Staaten übernimmt, solange die Staatsanleihen vollständig bedient und fristgemäß getilgt werden (vgl. Kapitel unten zum Thema Schulden-schnitt).

- Kritischer zu sehen ist aber folgender Wirkungskanal: Niedrigere Zinsen am Sekundärmarkt ermöglichen es dem betreffenden Staat in der Regel, bei einer Neuemission von Staatsanleihen am Primärmarkt auch eine niedrigere Verzinsung zu bieten und somit seine zukünftige Zinsbelastung weniger stark steigen zu lassen als ohne EZB-Intervention.

Die Geister scheiden sich nun genau an der Frage, ob diese Wirkung auf die Zinsen am Primärmarkt de facto eine Staatsfinanzierung und damit eine Mandatsüberschreitung impliziert oder nicht. Sinn sieht in dieser zinsmindernden Wirkung (und in der Risikominderung) aus ökonomischer Sicht eine (verbotene) unmittelbare Staatsfinanzierung, was für jeden Kauf von Staatspapieren durch die EZB gelte. Mit dieser schwer nachvollziehbaren Pauschalaussage stellt er sich freilich in Widerspruch zu anderen Gutachtern und zur EZB.<sup>27</sup> Diese betonen zu Recht, dass die Zinswirkung von Sekundärmarktkäufen ein normaler (fiskalischer) Effekt der Geldpolitik ist. Auch Leitzinserhöhungen haben naturgemäß durchaus nennenswerte fiskalische Auswirkungen.

Jenseits der rechtlichen Einschätzung stellt sich die Frage nach dem Ausmaß der ökonomischen Effekte. Eine interventionsbedingte begrenzte Senkung der Primärmarktzinsen vermindert die fiskalische Zinsbelastung im Vergleich zu einem Basisszenario ohne EZB-Käufe nur geringfügig.<sup>28</sup> Hinzu kommt, dass die Zinsbelastung in den Krisenstaaten – trotz niedrigerer Zinsen – meist deutlich zugenommen hat, weil parallel die Staatsverschuldung gestiegen ist. Sekundärmarktkäufe der EZB mindern folglich lediglich den Anstieg der Zinsquote (vgl. Abbildung 4). Es fällt daher auch aus ökonomischer Sicht schwer, Sekundärmarktkäufe als eine relevante Form der monetären Staatsfinanzierung und damit als eine Mandatsüberschreitung zu bezeichnen.

Eine wirklich bedenkliche Nähe zur unmittelbaren Staatsfinanzierung würde jedoch entstehen, wenn Anleger am Primärmarkt gekaufte Anleihen kurze Zeit später ohne Risiko – also mit Sicherheit und zu gleichem Preis – an die EZB weiterreichen könnten – diese Gefahr hat auch die EZB im

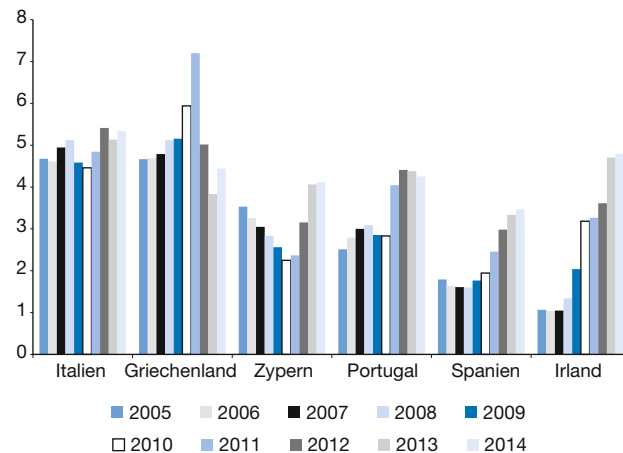
<sup>27</sup> Vgl. H.-W. Sinn, a.a.O., S. 20; H. Uhlig: Stellungnahme in den Verfassungsbeschwerden 2 BvR 1390/12, Chicago 12.6.2013; C. Fuest, a.a.O.; F. Schorkopf, a.a.O., S. 31.

<sup>28</sup> Eine stark vereinfachte Beispielrechnung soll dies verdeutlichen: Per Annahme sei die Staatsverschuldung eines Landes bei 100% des BIP konstant und deren Fälligkeit über zehn Jahre gleichmäßig verteilt, so dass pro Jahr Neuemissionen an Staatsanleihen in Höhe von 10% des BIP (also 1/10 von 100%) nötig sind. In einem solchen Fall würde eine Senkung der Zinsen am Primärmarkt um beispielsweise 2 Prozentpunkte die Zinsbelastung pro Jahr in den ersten Jahren nur um 0,2 Prozentpunkte des BIP senken. Nimmt man zusätzlich eine jährliche Neuverschuldung von 5% des BIP an, dann erhöht sich die Entlastung in einer überschlägigen Rechnung auf rund 0,3 Prozentpunkte des BIP in den ersten Jahren.

Abbildung 4

**Zinsbelastung: Zinsquoten der Krisenländer**

Zinsausgaben in % des BIP



Prognosen für 2013 und 2014.

Quelle: EU-Kommission, AMECO Datenbank, Frühjahr 2013.

Blick.<sup>29</sup> Daher sagt sie zu, nicht unmittelbar nach (oder vor) einer Staatsanleiheemission zu kaufen und eine Stillhaltefrist „in Tagen zählend“ einzuhalten, die ausreichend für die Marktpreisbildung ist. Diese Frist erscheint jedoch zu kurz, daher sollten hier Veränderungen des OMT-Programms ansetzen.<sup>30</sup>

**Beeinträchtigung der Marktdisziplin?**

Bei der Bewertung des OMT-Programms ist auch der Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb zu beachten (unter anderem gemäß Art. 127 (1) AEUV). Hier geht es insbesondere darum, die Funktionsfähigkeit des Staatsanleihemarktes zu erhalten – und damit auch die disziplinierende Wirkung von Zinserhöhungen auf das Fiskalverhalten der Staaten, die nur greift, wenn die EZB den Banken nicht das Risiko eines Staatsanleihekaufs nimmt.

Verschiedene Gutachter sehen in den Staatsanleihekaufprogrammen eine Untergrabung des freien Wettbewerbs. Sinn betrachtet in diesem Zusammenhang die OMT als eine kostenlose Versicherung für Anleger.<sup>31</sup> Diese Ansicht kann jedoch mit mehreren Argumenten relativiert werden. Denn eine kostenlose Vollversicherung würde die Notenbank nur dann zur Verfügung stellen, wenn sie die Staatsanleihen mindestens zu dem Preis erwirbt, den die Anleger gezahlt haben. Das tut sie aber sehr wahrscheinlich nicht, da sie die Anleihen

nur in einer Krisenphase kaufen dürfte – und zwar zu deutlich gesunkenen Kursen. Damit entstehen den Anlegern nicht versicherte Verluste in Höhe der Kursdifferenz.

Zwar bewahrt ein EZB-Kauf einen Anleger vor möglichen weiteren Kursverlusten. Er stellt insofern einen gewissen Markteingriff dar, der jedoch vertretbar erscheint. So sinkt die Zinsbelastung der Staaten dadurch nicht, und es existieren in Krisenzeiten Zweifel an der Markteffizienz. Zudem kann ein Anleger nicht mit Sicherheit darauf vertrauen, dass die EZB ihm seine Staatsanleihen abkauft:

- Gemäß den OMT-Bedingungen wird die EZB nur Anleihen mit einer Restlaufzeit von ein bis drei Jahren kaufen. Wenn z.B. eine zehnjährige Anleihe nach sechs Jahren ausfällt, müsste der Anleger das volle Ausfallrisiko tragen und wäre nicht versichert.<sup>32</sup>
- Ferner kann der Anleger auch bei ein- bis dreijährigen Anleihen nicht sicher sein, dass die EZB sie ihm im Notfall abnimmt. Denn möglicherweise erfüllt das betreffende Land die Reformbedingungen nicht, an die das OMT geknüpft ist. Dass der diesbezügliche Disziplinierungsdruck nicht aus dem Markt gewichen ist, zeigt der zeitweise deutliche Zinsanstieg auf portugiesische Staatsanleihen im Zuge der Regierungskrise im Juli 2013.

Die EZB will die Marktdisziplin nach eigenen Aussagen über den Zinsmechanismus aufrechterhalten und ergreift dazu verschiedene Maßnahmen (Kapitalmarktzugang als Voraussetzung für OMT-Programm, Überwachung des Primär- und Sekundärmarktes). Darüber hinaus hat Jörg Asmussen für die EZB vor dem Bundesverfassungsgericht deutlich gemacht, dass die Marktteilnehmer das wirtschaftliche Risiko tragen würden und sich nicht auf das Ob und Wie potenzieller EZB-Käufe verlassen könnten.<sup>33</sup>

**Problematik eines Schuldenschnitts**

Wenn ein Staat einen Schuldenschnitt vollzieht, entstehen allerdings sehr prekäre Fragen. In diesem Fall werden die Schulden nicht vollständig beglichen und es findet letztlich ein finanzieller Transfer vom Gläubiger zum Schuldner statt. Da die EZB im Rahmen des OMT-Programms keinen bevorrechtigten Gläubigerstatus hat, wird sie wie alle anderen

29 F. Schorkopf, a.a.O., S. 32, diese Gefahr betont auch H. Uhlig, a.a.O.

30 Diese Meinung vertritt auch die Deutsche Bundesbank, a.a.O., S. 16.

31 K. Konrad et al., a.a.O.; H. Uhlig, a.a.O.; H.-W. Sinn, a.a.O., S. 38.

32 Die Behauptung H.-W. Sinns, a.a.O., S. 30 f., alle Staatsanleihen außer den kurzfristigen Schatzwechseln seien durch das OMT geschützt, ist damit in der geäußerten Pauschalität nicht nachvollziehbar. Richtig ist nur, dass eine zehnjährige Staatsanleihe lediglich im Zeitfenster zwischen dem Ablauf von sieben und neun Jahren (also bei einer verbleibenden Restlaufzeit von ein bis drei Jahren) geschützt wäre.

33 Vgl. F. Schorkopf, a.a.O., S. 26; o.V.: EZB-Direktor Asmussen in der Zwickmühle, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 13.6.2013, <http://www.seiten.faz-archiv.de/faz/20130613/fd2201306133911313.html> (13.6.2013).

Gläubiger (pari passu) behandelt und würde bei einem Schuldenschnitt auf Forderungen verzichten müssen.<sup>34</sup>

Deshalb würde eine freiwillige Zustimmung der EZB zu einem Schuldenschnitt eine verbotene monetäre Staatsfinanzierung bedeuten. Die EZB macht daher sehr deutlich, dass sie auf Forderungen gegenüber Mitgliedstaaten aus geldpolitischen Operationen nicht verzichten und einem Schuldenschnitt nicht zustimmen wird.<sup>35</sup> Im Gegensatz dazu würde es rein rechtlich einen wichtigen Unterschied machen, wenn die EZB bei einem unfreiwilligen Schuldenschnitt ohne Wahlmöglichkeit eine Forderungskürzung hinnehmen müsste. Dies wird – trotz ökonomisch gleicher Wirkung – offenbar formell nicht als verbotene monetäre Staatsfinanzierung betrachtet.<sup>36</sup>

#### Indirekte Staatsfinanzierung über Banken

In die Debatte über eine mögliche Mandatsüberschreitung spielt auch die Kritik an der erweiterten Liquiditätspolitik der EZB hinein, vor allem mit Blick auf die sehr umfangreichen langfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRG), die Emergency Liquidity Assistance (ELA) und die Lockerung des Sicherheitsrahmens. Damit ermöglichte sie Banken in den Krisenländern, trotz teils erheblicher Ratingdowngrades weiterer Staatsanleihen ihrer Souveräne zu kaufen und als Sicherheiten zu hinterlegen. Tatsächlich stockten die betreffenden Finanzinstitute ihren Bestand an Staatsanleihen vor allem im Zuge der LRG deutlich auf.

So sicherte die EZB die (vor allem zum Ende 2011 stark eingeschränkte) Liquiditätsversorgung der Banken in den Krisenländern und behob eine erhebliche Störung des Transmissionsmechanismus. Wäre das nicht gelungen, hätten eine Banken- und Wirtschaftskrise und damit deflationäre Gefahren gedroht. Formell handelt es sich hier zudem nicht um eine monetäre Staatsfinanzierung und auch nicht um eine Aushebelung des Marktprinzips, weil die Banken weiterhin die Risiken der Staatsanleihen tragen.<sup>37</sup> Trotz dieser grundsätzlichen Rechtfertigungsgründe sind die Nebenwirkungen dieser Maßnahmen problematisch, weil die Staaten mittelbar Zugang zu EZB-Mitteln bekamen (und zudem möglicherweise nahezu insolvente „Zombie-Banken“ über Wasser gehalten werden). Daher muss diese Hilfe die absolute – und vorüber-

gehende – Ausnahme bleiben, wofür es am aktuellen Rand einige Hinweise gibt.<sup>38</sup>

#### Fehlende Legitimation zur Schaffung und Umverteilung von Steuerzahlerrisiken?

Auf die Frage, ob die EZB demokratisch legitimiert ist für umfangreichere Staatsanleihekäufe, gibt es keine einfache Antwort. Zunächst ist unzweifelhaft, dass sie durch (unter dem OMT-Programm potenziell unbegrenzte) Käufe von Staatsanleihen einzelner Eurostaaten mit verminderter Bonität zusätzliche Risiken in ihre Bilanz nimmt und so vergemeinschaftet. Damit könne – so die Kritik – möglicherweise die deutsche Haftungsgrenze des ESM in Höhe von 190 Mrd. Euro ausgeweitet werden, ohne dass der Bundestag dies zu kontrollieren vermöge. Grundsätzlich sei es Aufgabe der demokratisch legitimierten Regierungen, über Haftungsrisiken zu entscheiden und auch ein Auseinanderbrechen der Währungsunion zu verhindern.<sup>39</sup>

Teilweise lassen sich diese nachvollziehbaren Thesen aber relativieren:<sup>40</sup> So ist eine weitgehende, aber nicht vollständige demokratische Legitimierung des OMT-Programms vorgesehen. Denn bevor es formell in Kraft treten kann, müssen die nationalen Parlamente seiner Aktivierung zustimmen.<sup>41</sup> Zudem hat Deutschland im Rahmen des ESM de facto ein Vetorecht, wenn es um ein ESM-Hilfsprogramm geht, das Voraussetzung für EZB-Staatsanleihekäufe zugunsten eines einzelnen Landes ist. Der deutsche Vertreter im ESM ist dabei an die Weisung des Bundestages gebunden. Allerdings bleibt richtig, dass die Kontrolle über das Ausmaß möglicher OMT-Käufe allein bei der EZB liegt.

Zudem entstehen auch im Zuge der normalen Geldpolitik der EZB Risiken und regionale fiskalische Verteilungswir-

34 Beim SMP wurde der EZB beim griechischen Schuldenschnitt allerdings zwar nicht formell, aber de facto (durch einen Schuldentausch) ein Senioritätsstatus zugebilligt.

35 Vgl. F. Schorkopf, a.a.O., S. 15, 28.

36 Es gibt aber auch einige ökonomische Argumente dafür, dass diese Form von Staatsfinanzierung deutlich weniger schädlich für die Handlungsfähigkeit der EZB wäre. Etwa weil die Gefahr geringer würde, dass Zinserhöhungen auf starke politische Widerstände stoßen. Allerdings kommen mit Blick auf die Ablehnung der EZB, einem freiwilligen Schuldenschnitt zuzustimmen, Probleme mit deren Abwicklung unter Nutzung von Collective Action Clauses auf. Siehe zu diesen Aspekten J. Matthes, M. Demary: Überschreitet die EZB ..., a.a.O.

37 Diese Sichtweise vertritt auch H.-W. Sinn, a.a.O., S. 20.

38 Tatsächlich hat sich der Anteilsbestand von Staatsanleihen im Besitz der nationalen Banken in Italien im weiteren Jahresverlauf 2012 nicht mehr nennenswert erhöht, und in Spanien ist er sogar wieder deutlich gesunken. Siehe dazu J. Matthes, M. Demary: Überschreitet die EZB ..., a.a.O.

39 Vgl. H.-W. Sinn, a.a.O., S. 26 f.; Deutsche Bundesbank, a.a.O., S. 11, 16; C. Fuest, a.a.O.

40 Die Kritik an der regionalen Ausrichtung der unkonventionellen Geldpolitik beantwortet die EZB (F. Schorkopf, a.a.O., S. 41 f.) mit stichhaltigen Argumenten. Das Unionsrecht kenne demnach den Grundsatz der geldpolitischen Nichtdiskriminierung nicht. Wenn aber die geldpolitische Transmission gestört ist, dann setze man da an, wo dieser Mechanismus beeinträchtigt ist – unter anderem an den Anleihemärkten der (betroffenen) Staaten.

41 Siehe dazu Aussagen von EZB-Direktor Asmussen und Bundesfinanzminister Schäuble während der Anhörung beim Bundesverfassungsgericht gemäß A. Wiedemann: Overview of the Karlsruhe Hearing on OMT: Summary, 13.6.2013, <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1109-overview-of-the-karlsruhe-hearing-on-omt-summary/>.



kungen zwischen den Euroländern.<sup>42</sup> Derartige Nebenwirkungen der Geldpolitik sind zweifellos durch das Mandat der EZB gedeckt. Die zentrale Frage ist daher, ob ihr Mandat mit zunehmender Höhe der Risiken und der fiskalischen Verteilungswirkungen von Staatsanleihekäufen überschritten wird. Die EZB argumentiert, dass sie die Risiken durch zahlreiche Maßnahmen und Vorkehrungen (etwa durch die ESM-Konditionalität und die Begrenzung auf Staatsanleihen mit kurzer Restlaufzeit) ausreichend kontrolliert und das Eurosystem etwaige Verluste aufgrund von Risikopuffern wie Rückstellungen und Rücklagen aus sich selbst heraus tragen kann.<sup>43</sup> Dies erscheint für Staatsanleihekäufe bis in den niedrigen dreistelligen Milliardenbereich plausibel.<sup>44</sup> Bei noch umfangreicheren Käufen besteht aber die Gefahr, dass größere nicht (sofort) aus sich selbst heraus tragbare Verluste im Eurosystem entstehen. Diesen Risiken ist freilich das starke Argument entgegenzuhalten, dass die unkonventionelle Geldpolitik der EZB eine Kriseneskalation verhindert hat – und somit das wahrscheinliche Entstehen noch sehr viel größerer Verluste für die europäischen und deutschen Steuerzahler.

Vor diesem Hintergrund ist die Forderung, die Krisenlösung mit ihren Umverteilungswirkungen allein der demokratisch legitimierten Fiskalpolitik aufzubürden, zwar grundsätzlich rich-

tig.<sup>45</sup> Faktisch greift sie in der prekären gegenwärtigen Situation aber zu kurz. Denn die Debatte über die mangelnde Kapazität des ESM (um die großen Länder Italien oder Spanien aufzufangen) hat gezeigt, dass die Fiskalpolitik de facto mit der Krisenbekämpfung überfordert wäre. Allein die EZB hat dazu ausreichende finanzielle Kapazitäten und strahlt die nötige Glaubwürdigkeit aus, indem sie (potenziell) unbegrenzte Interventionen ankündigt.

### Fazit und wirtschaftspolitische Empfehlungen

Mit dem SMP und der Ankündigung des OMT überschreitet die EZB nach Ansicht des IW Köln ihr Mandat nicht grundsätzlich,<sup>46</sup> solange sie sich an eine Reihe von Bedingungen hält. Die EZB gefährdet mit den Staatsanleihekäufen (wegen der Sterilisierung) ihr primäres Ziel der Preisstabilität kurzfristig nicht, sondern sichert es gegen deflationäre Tendenzen. Darüber hinaus deutet viel darauf hin, dass die Staatsanleihemärkte in den Krisenländern zeitweilig übertrieben reagierten und die Gefahr sich selbst erfüllender Prophezeiungen bestand. Damit einher gingen über mehrere Kanäle starke Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus, vor allem ausgehend von den Banken.

Allerdings hat die EZB zu deren Bekämpfung so unkonventionelle Maßnahmen ergriffen, dass sie nah an ihre Mandatsgrenze gekommen ist. Letztlich stellt sich aus ökonomischer Sicht eine Frage der Verhältnismäßigkeit, die eine schwierige Güterabwägung erfordert. Das EZB-Mandat wie etwa von Sinn und der Deutschen Bundesbank gefordert eng auszulegen, birgt die Gefahr einer gravierenden Krise. Das Beharren auf ordnungsökonomischen Prinzipien und der überzogene Glaube an die Finanzmarkteffizienz drohen so einen hohen Preis zu haben. Eine weite Mandatsauslegung verursacht dagegen Risiken für die Staatshaushalte, fiskalische Umverteilungen, Legitimationsprobleme und möglicherweise auch längerfristige Inflationsgefahren. Der Krisenmodus der EZB darf daher keine Dauerlösung sein.

Zudem müssen folgende Bedingungen erfüllt sein, damit Staatsanleihekäufe nach Meinung der Autoren vom EZB-Mandat gedeckt sind:

- Die EZB muss hinreichende Indizien dafür aufzeigen, dass Zinsen auf Staatsanleihen und Unternehmenskredite gemessen an den Fundamentaldaten „zu hoch“ sind und/

42 Auch C. Fuest, a.a.O.; H. Uhlig, a.a.O.; M. Fratzscher, a.a.O., nennen dieses Argument. Begrenzte Verlustrisiken entstehen den Notenbanken beispielsweise bei Offenmarktgeschäften durch den Ankauf oder die Beleihung von Wertpapieren. Fiskalische Wirkungen zulasten der Steuerzahler werden beispielsweise durch Zinserhöhungen der EZB ausgelöst, die die Bedienung der Staatsschulden für den Fiskus verteuern. Aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive kommt es durch Zinserhöhungen zudem zu Verteilungswirkungen zwischen Staaten, je nachdem ob sie Nettoschuldner- oder gläubiger sind.

43 Vgl. F. Schorkopf, a.a.O., S. 36, 41; Die pauschale Gleichsetzung der Verlustrisiken von EZB und ESM durch H.-W. Sinn, a.a.O., S. 29, ist hinterfragbar. Es ist zwar richtig, dass es einen gewissen Zusammenhang zwischen den Zentralbankbilanzen und den Staatshaushalten gibt – vor allem durch Ausschüttungen des Reingewinns. Doch enthält die Bilanz der Deutschen Bundesbank erhebliche Bewertungsreserven, auf die der Bund keinen direkten Anspruch hat. Zudem können die Notenbanken – anders als der ESM – mögliche Verluste sehr breit über die Zeit verteilen, sei es ex ante durch Aufbau von Rückstellungen und Rücklagen (und niedrigere Gewinnüberweisungen) oder ex post durch einen Verlustvortrag, der durch zukünftige Gewinne (und damit niedrigere zukünftige Gewinnausschüttungen) allmählich abgebaut wird. Damit wirken sich Notenbankverluste zwar letztlich auch weitgehend auf die nationalen Staatshaushalte aus, allerdings nicht wie beim ESM sofort in voller Höhe. Das ist vor allem politisch ein sehr bedeutsamer Unterschied, weil die öffentlich diskutierten Handlungszwänge der Staaten (etwa zu Steuererhöhungen oder höheren Defiziten) so bei Notenbankverlusten deutlich geringer ausfallen. Ausführlicher mit dem Umgang mit potenziellen Notenbankverlusten befassen sich J. Matthes, M. Demary: Wie relevant sind die Risiken der EZB-Staatsanleihekäufe für den deutschen Staatshaushalt?, IW policy paper, 2013, <http://www.iwkoeln.de/de/studien/iw-policy-papers>, erscheint in Kürze.

44 Siehe dazu ebenda. Für diese These spricht die Höhe der Verlustpuffer des Eurosystems und die Tatsache, dass ein Schuldenschnitt in der Regel nur einen Teil der Forderungen kürzt.

45 Siehe dazu M. Hüther: Euro-Anhörung in Karlsruhe: „Das Nein geht nicht so leicht über die Lippen“, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/huether-zu-euro-anhoerung-des-bundesverfassungsgerichts-a-904842.html> (11.6.2013).

46 Für eine ähnliche Einschätzung vergleiche M. Fratzscher, a.a.O.; T. Straubhaar, H. Vöpel, a.a.O.; H. Brockmann, H. Keppler: EZB-Käufe von Staatsanleihen anders begründen!, in: Wirtschaftsdienst, 92. Jg. (2012), H. 3, S. 173-176; M. Lamla, J. Sturm: Die EZB und ihre politische Unabhängigkeit, in: Wirtschaftsdienst, 92. Jg. (2012), H. 2, S. 79-94.

oder die Gefahr von sich selbst erfüllenden Prophezeiungen besteht. Auch sind Belege nötig, dass hierdurch der geldpolitische Transmissionsmechanismus gestört ist. Die EZB hat dies bisher in ausreichendem Maße getan, auch wenn sich hier sicherlich Interpretationsspielräume auftun.

- Die Abwendung der Insolvenz eines Staates muss möglich und wahrscheinlich sein. Dazu ist die Tragfähigkeit der Staatsschulden zum Zeitpunkt der EZB-Intervention nötig. Zudem hat der Staat hinreichende Konsolidierungs- und Reformanstrengungen zu unternehmen, um die Schuldensituation deutlich zu verbessern. Auch hier setzt die EZB mit der Bindung des OMT-Programms an ein ESM-Reformprogramm bereits die richtigen Grenzen.<sup>47</sup>
- Es darf keine dauerhafte und verhaltensunabhängige Garantie der EZB für die Erhaltung eines „guten“ Gleichgewichts und der Mitgliedschaft in der Eurozone geben, die die EZB freilich auch nicht gegeben hat.<sup>48</sup>

Darüber hinaus sollte sich die EZB – in Wahrung ihrer Unabhängigkeit – noch vor dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts etwas engere und spezifischere Rahmenbedingungen für ihre Staatsanleihekäufe setzen:

- Zur Verhinderung einer unmittelbaren monetären Staatsfinanzierung sind zusätzliche Einschränkungen nötig. Um ein „Durchreichen“ von Staatsanleihen vom Primärmarkt an die EZB (und damit auch ein Aushebeln der Marktdisziplin) zu verhindern, sollte die EZB bei ihren Käufen am Sekundärmarkt einen größeren zeitlichen Abstand von der Emission als „in Tagen zählend“ (siehe oben) wahren und zumindest mehrere Wochen warten. Sie sollte – wie bisher offenbar geschehen<sup>49</sup> – zudem vorwiegend schon länger im Markt befindliche Anleihen kaufen.

47 Ein ESM-Programm beinhaltet Konsolidierungsvorgaben und wird nur bei nachgewiesener Schuldentragfähigkeit gewährt. Die Schuldentragfähigkeit will die EZB auch dadurch sicherstellen, dass der Staat (noch) Zugang zum Kapitalmarkt hat.

48 J. Asmussen gemäß A. Wiedemann, a.a.O. hat während der Anhörung beim Bundesverfassungsgericht deutlich gemacht, dass ein Land bei einem Nicht-Einhalten der Konditionalität mit einem Ausscheiden aus der Eurozone rechnen müsse.

49 Vgl. H.-W. Sinn, a.a.O., S. 20.

- Darüber hinaus darf die EZB nicht alle Anleihen einer Emission (oder Laufzeit) am Sekundärmarkt aufkaufen, damit Investoren nicht sicher sein können, dass sie an die EZB verkaufen können.<sup>50</sup>

- Aus diesem Grund sollte sie – was bisher auch nicht von ihr avisiert wurde – nie einen Mindestpreis (einen maximalen Zins) bei Ihren potenziellen Interventionen ankündigen.

Zudem muss der EZB möglichst bald wieder ein Rückzug aus ihrer unkonventionellen Geldpolitik ermöglicht werden. Das gilt auch für die erweiterte Liquiditätspolitik der EZB, also insbesondere für die LRG, die ELA-Kredite und die Erweiterung des Sicherheitenrahmens. Denn es gilt eine ausufernde und dauerhafte mittelbare Staatsfinanzierung über die Banken zu verhindern. Daher ist es nötig, dass Staaten und Banken die von der EZB gekaufte Zeit für die nötigen Korrekturen auch wirklich nutzen. Die Staaten müssen dazu weiterhin wohldosiert konsolidieren und die nötigen Reformen auf den Produkt- und Arbeitsmärkten und vor allem im Bankensektor ergreifen. Hierzu gehören Restrukturierungen und Abwicklungen von Problembanken und insbesondere eine deutliche Stärkung der Eigenkapitalvorsorge. Vor allem darf es nicht dabei bleiben, dass die Bilanzierungsvorschriften Staatsanleihen dauerhaft unabhängig von ihrer Bonität von der Unterlegung mit Eigenkapital befreien.<sup>51</sup> Denn damit droht der fatale Nexus zwischen Staaten und Banken perpetuiert zu werden und so auch die starke Rolle der Staatsanleihemärkte für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus.

50 Diese Forderung erhebt auch H. Uhlig, a.a.O. Allerdings birgt sein Vorschlag, einen Teil der Staatsanleihen als nicht kauffähig zu kennzeichnen, um einen funktionsfähigen Sekundärmarkt zu ermöglichen, erhebliche Probleme. Denn es würde ein gespaltenen Markt entstehen, bei dem zudem vermutlich überproportionale Verlustrisiken auf den gekennzeichneten Anleihen liegen würden, was sich in höheren Risikoprämien niederschlagen dürfte. Die EZB (F. Schorkopf, a.a.O., S. 35) sieht das Problem ebenfalls, äußert sich dazu allerdings etwas sibyllinisch. Das ESZB habe „ein Interesse“ an einem weiterhin liquiden Markt in einzelnen Emissionen, was nicht gewährleistet wäre, wenn ein „Großteil der Anleiheemission“ aufgekauft und gehalten würde. Diese Formulierung erscheint den Autoren aber zu schwach.

51 Vgl. M. Demary, T. Schuster, a.a.O.

#### Title: *Do the ECB's Bond Purchases Exceed Its Mandate?*

**Abstract:** *The ECB's government bond purchases have become an issue for the German constitutional court. The authors see the OMT programme as falling within the bounds of its mandate but call for the ECB's crisis policies to be strictly temporary. They argue that the OMT programme was necessary to safeguard financial stability and that it does not endanger price stability in the short term. Moreover, they present evidence for the breakdown of the monetary policy transmission mechanism in the crisis countries and argue that the conditions for forbidden monetary government financing are not met – provided the ECB sticks to certain conditions. Particularly, the ECB's government bond purchases must maintain a clear distinction between the primary market and a functioning secondary market.*

**JEL Classification:** E42, E44, E52, E58, E61, E65