

# Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB: Wie ist die neue Offenmarktpolitik der Europäischen Zentralbank zu bewerten?

3

Seit Mai 2010 kauft die Europäische Zentralbank direkt Anleihen privater und öffentlicher Schuldner auf dem Sekundärmarkt. Wie ist diese Praxis zu bewerten?

## Die Politik der Selbstermächtigung: Zur Legalität und Legitimität von Zentralbankmacht in der Staatsschuldenkrise

»Be you ever so high, the law is above you«

Lord Denning, Master of the Rolls, über die britischen Gewerkschaften

### Sachverhalt und Fragestellung

Nach der Bankenkrise 2008 entwarf die Europäische Zentralbank (EZB) ein Konzept der Liquiditätsversorgung von Banken, das besondere Originalität in Anspruch nehmen kann. Es bestand darin, europäischen Kreditinstituten gegen die Einreichung von Wertpapieren – unabhängig von deren Bonität – unbegrenzte Liquidität zur Verfügung zu stellen (vgl. EZB 2010a; 2010b, 34–38; 2009a; 2009b, 31–33). Diese bis heute anhaltende Politik des qualitativen Easing hat dazu geführt, dass insbesondere Banken aus südeuropäischen Ländern der Eurozone ihre Bestände an Staatsanleihen des jeweils eigenen Landes auskehren und unter Inkaufnahme eines kleinen Haircut (Abschlag vom Nominalwert des Wertpapiers) an die EZB veräußern<sup>1</sup>, oder zumindest zur Refinanzierung eingereicht haben.

Mit dem Ausbrechen der Staatsschuldenkrise im Frühjahr 2010 infolge der Griechenlandkrise ging die EZB dazu über, erstmals am Sekundärmarkt Staatsanleihen bis zum 24. Juli 2010 in Höhe von 60 Mrd. € zu erwerben.<sup>2</sup> Bislang weigert sie sich mitzuteilen, welche Anleihen wel-

cher Länder erworben werden und vor allem wann sie gedenkt, sich von diesen Anleihen wieder zu trennen (vgl. FAZ 2010a).

Diese neue Offenmarktpolitik der EZB ist Gegenstand einer Verfassungsbeschwerde vor dem Bundesverfassungsgericht. Die Klägergruppe *Europolis* steht auf dem Standpunkt, dass der Erwerb von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt von Art. 123 AEUV verboten sei.<sup>3</sup> Die EZB hat sich gegen diesen Vorwurf verwahrt.<sup>4</sup> Sie erhielt hierfür die politische Unterstützung des französischen Staatspräsidenten. Ihn interessiert nicht, gegen welche Vorschriften verstoßen werde, sondern was die Märkte von ihm erwarten.<sup>5</sup>

Sowohl die Legalität der Maßnahmen der EZB als auch ihre fachliche Legitimität müssen auf den Prüfstand gestellt werden. Angesichts der von der EZB selbst geschaffenen Handlungsmöglichkeiten reicht es nicht länger aus, die Kritik an ihrer Politik mit dem Hinweis auf ihre Unabhängigkeit abzuwürgen. Zwar weist die EZB in ihrer Bilanz von zehn Jahren Europäischer Währungsunion auf den angeblich empirisch bewiesenen Zusammenhang zwischen Unabhängigkeit der Zentralbanken und niedriger Inflationsrate hin (vgl. EZB 2008). Indes ist unabhän-



Markus C. Kerber\*

<sup>3</sup> Verfassungsbeschwerde vom 1. Juni 2010 Kerber u.a., Az. 2 BvR 1219/10.

<sup>4</sup> So Sarkozy am 8. Mai 2010 gegenüber der Presse: »Sie werden verstehen, dass es sich um eine Ausnahmesituation handelt und dass es auch zukünftig solche Situationen geben wird. Die Ausnahmesituation kann nicht durch eine Revision der Verträge geregelt werden. Wenn wir Montag den Märkten sagen, dass wir große Entscheidungen getroffen haben, die eine Änderung der Verträge erfordern (...), können Sie sich gut vorstellen, dass das nicht der Situation gerecht wird. Also ganz evidentmaßen sind die Entscheidungen, die wir getroffen haben, zur unmittelbaren Anwendung geeignet, das heißt Montag, und zwar noch vor Eröffnung der Märkte, müssen diese operationell werden.«

<sup>5</sup> Der französische Staatspräsident Nicolas Sarkozy hatte nach dem Krisengipfel am frühen Samstagmorgen gesagt, die Frage der Rechtsgrundlage für den Rettungsschirm sei nicht entscheidend, da die Märkte diese Frage nicht interessieren. Entscheidend sei, dass der Mechanismus bei Marktöffnung zum Wochenbeginn funktioniere (vgl. FAZ 2010b).

\* Prof. Dr. Markus C. Kerber ist Professor für Öffentliche Finanzwirtschaft und Wirtschaftspolitik an der Technischen Universität Berlin und Gastprofessor am I.E.P., Paris

<sup>1</sup> So die Aussage von Herrn Kröger, Direktor der GD Wirtschaft und Finanzen.

<sup>2</sup> Auch hier bestand sie auf einem Haircut und führte die jeweiligen Auktionen anonym durch.

gig von der Richtigkeit eines solchen Zusammenhangs die Unabhängigkeit der Zentralbank lediglich eine notwendige Bedingung ihrer erfolgreichen, auf die Sicherung der Geldwertstabilität angelegten Tätigkeit verbunden. Die Unabhängigkeit der Zentralbank ist stets ein Abwehrrecht. Dieses wendet sich gegen politische Interventionen, die der politischen Konjunktur und damit solchen demokratischen Stimmungen folgen, die mittelfristig angelegte, nur auf Dauer erfolgreiche Geldpolitik, unter das Joch der Tagespolitik bringen wollen.

Selbst wenn dieser tagespolitische Einfluss bislang keine normativen oder institutionellen Schleusen findet, folgt hieraus nicht, dass sämtliche geldpolitische Maßnahmen der EZB *alternativlos* sind. Dies gilt insbesondere in Krisenzeiten wie jener Staatsschuldenkrise, die im Frühjahr des Jahres 2010 die EZB vor neue Herausforderungen stellte. Die Tatsache, dass jedenfalls nicht alle Mitglieder des EZB-Rates dem radikalen Schwenk zu einer neuen Offenmarktpolitik und dem direkten Erwerb von Staatsanleihen zustimmen<sup>6</sup>, zeigt die Pluralität der Debatte. Über ihren Inhalt sowie das Abstimmungsverhalten der einzelnen Mitglieder der EZB bzw. des Direktoriums der EZB gibt es offiziell genauso wenig Verlautbarungen wie über den Inhalt der Kaufmaßnahmen. Damit setzt die EZB eine Politik der Verdunklung fort, die unter Berufung auf ihre Unabhängigkeit nicht nur in Schönwetterzeiten die geldpolitische Debatte der EZB und ihrer Leitungsgremien unter den Schleier der Intransparenz packt, sondern gerade in Krisenzeiten die Öffentlichkeit nicht an dem Inhalt der Beschlussfassung innerhalb der EZB teilhaben lässt. So setzt sich die EZB in Widerspruch zu ihren eigenen Empfehlungen. Noch im November 2009 schreibt sie:

*»Die Zentralbank muss das hohe Maß an Unsicherheit, mit dem ihre eigene Einschätzung der Wirtschaftsaussichten in solch schwierigen Zeiten verbunden ist, herausstellen. Es ist von entscheidender Bedeutung, dass die Institution die Grenzen ihrer analytischen Werkzeuge in diesen Phasen anerkennt, um nicht ein zu großes Vertrauen der Märkte auf ihre Einschätzung der weiteren konjunkturellen Entwicklung zu erzeugen. Gleichzeitig müssen die geldpolitischen Entscheidungsträger angesichts der nahezu in Echtzeit erfolgenden Reaktion der Finanzmärkte auf Verlautbarungen der Zentralbank in Bezug auf Art und Umfang der an die Marktteilnehmer gerichteten Informationen eine umsichtige Wahl treffen.« (EZB 2009c, 80)*

Gleichwohl ist die Diskussion über neue, rechtlich fragliche und fachlich kontroverse Maßnahmen unvermeidbar. Denn bisher hat sich die gewünschte Regelung der problematischen Funktionalität von Staatsschuldenmärkten, nicht eingestellt (vgl. Welter 2010).

<sup>6</sup> Der Vertreter der niederländischen Zentralbank und der Bundesbank im EZB-Rat stimmten dagegen.

### Zuständigkeitsmonopol versus Legitimität

Ausweislich des Schreibens des Präsidenten der EZB an das Bundesverfassungsgericht nimmt die EZB für sich diese exklusive Fähigkeit in Anspruch, »Störungen auf Staatsanleihen-Märkten« zu identifizieren, zu beurteilen und dementsprechende Maßnahmen als Antwort hierauf zu finden. So schreibt Monsieur *Trichet* unter dem 31. Mai 2010 an das Bundesverfassungsgericht:

*»Wie die EZB auf dem Treffen der Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebiets am 7. Mai 2010 klarstellte, hatten sich die Spannungen auf den Finanzmärkten, welche sich in den vergangenen Monaten insbesondere auf den Märkten für Staatsanleihen aufgebaut hatten, wesentlich verschärft und auf andere Märkte übergreifen, einschließlich der Aktienmärkte und des Devisenmarkts. Wäre diesen Spannungen nicht begegnet worden, würden sie eine Bedrohung der Finanzstabilität im Euro-Währungsgebiet darstellen.«*

a)

Dieser Anspruch der EZB steht im Gegensatz zu den Begründungsdefiziten sowie den deklaratorischen Fehlern der EZB unter seiner Führung.

Überfällig ist es, daran zu erinnern, dass noch am 6. Mai 2010 im Rahmen der Pressekonferenz Monsieur *Trichet* gefragt wurde:

*»Is the purchase of government bonds an option to fight the consequences of Greece's fiscal crisis on financial markets? Did you discuss this option today?«*

Auf diese Frage antwortete er

*»On your first question, we did not discuss this option.« (Trichet 2010)*

*Trichet* schätzte die Reaktion seiner Erklärung unzutreffend ein. Denn infolge seiner Erklärung<sup>7</sup> reagierten die Märkte durch massive Umschichtungen in den Portfolios für Staatsanleihen, insbesondere der fragilen Euroländer. Diese Marktbewegungen sind also nicht von sich aus entstanden, sondern die unmittelbare Folge einer fehlerhaft eingeschätzten deklaratorischen Politik der EZB. Die Unbeholfenheit von *Trichets* deklaratorischer Politik steht im Gegensatz zu der von der EZB verkündeten Einsicht über die Gestaltung von Geldpolitik bei rationaler Erwartungshaltung. Unter der Überschrift »Die Bedeu-

<sup>7</sup> *Trichet* wurde noch zwei weitere Male während der Pressekonferenz gefragt, ob der Kauf von Staatsanleihen der Eurozonenländer vom EZB-Rat erörtert worden sei. Er verneinte dies, indem er darauf verwies, diese Frage bereits beantwortet zu haben.

tung von Erwartungen für die Durchführung der Geldpolitik« führt die EZB aus:

*»In einer Welt »rationaler Erwartungen« handeln Wirtschaftsakteure zukunftsgerichtet und bilden ihre Erwartungen auf effiziente und einheitliche Weise; dabei nutzen sie alle verfügbaren Informationen, einschließlich genauer Kenntnisse über die Funktionsweise der Wirtschaft.« (EZB 2009c, 82)*

Weiter heißt es:

*»Aus der rasch zunehmenden Literatur zu Lernprozessen und unvollständigem Wissen in der Makroökonomie geht hervor, dass Schocks ähnlichen Ausmaßes in Lernphasen verstärkt werden und länger andauern als in Situationen, in denen Wirtschaftsteilnehmer modellkonsistente rationale Erwartungen bilden.« (EZB 2009c, 83)*

In diese Lernphase ist die EZB noch nicht eingetreten.

Im Monatsbericht der EZB für Juni 2010 wird von vornherein ausgeschlossen, dass die Erklärungspolitik von Trichet einen Beitrag zu jenen Marktreaktionen dargestellt haben könnte, die dann wiederum an den Folgetagen für sie Veranlassung war, für sich Ausnahmebefugnisse im Widerspruch zu Art. 123 AEUV zu beanspruchen. So heißt es:

*»Am 6. und 7. Mai griffen die Marktspannungen von den inländischen Staatsanleihemärkten auf die Finanzmärkte insgesamt über und lösten damit eine massive Flucht der Investoren in sichere Anlagen aus.« (EZB 2010a, 36)*

Weiter heißt es:

*»Die Volatilität im Bereich der Übernachtskontrakte nahm zu, die Liquidität verringerte sich und die Funktionsfähigkeit einiger Finanzmarktsegmente war ernsthaft beeinträchtigt. Der plötzliche Stimmungswandel löste eine massive Flucht der Finanzinvestoren in sichere Anlagen aus, die einen erneuten Abwärtsdruck auf die Staatsanleiherenditen nach sich zog.« (EZB 2010a, 37)*

Die EZB (2010a, 38, 41) muss indes selbst einräumen, dass der plötzliche Einbruch des amerikanischen Dow-Jones-Index am 6. Mai 2010, mit nach wie vor nicht vollständig aufgeklärter Ursache, vermutlich auf einen technischen Fehler zurückzuführen war. Dennoch bleibt die EZB bei ihrer Theorie der Ansteckungseffekte und führt aus:

*»Bedingt durch eine deutliche Zunahme der Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Adressenausfallrisiko war die Entwicklung der Geldmärkte am 6. und 7. Mai von Ansteckungseffekten aufgrund der Turbulenzen an den Staatsanleihemärkten geprägt. Auf den Interbankengeld-*

*märkten kam es zu einer Liquiditätsverknappung.« (EZB 2010a, 39)*

An anderer Stelle hatte die EZB dagegen ausgeführt, dass der aggregierte tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf der Banken gesunken sei.<sup>8</sup> Wegen dieser inkonsistenten Argumentation räumt die EZB ein, dass nach Ankündigung des Aufkaufprogramms der EZB am 10. Mai 2010 die Spannungen an den Finanzmärkten nicht gänzlich abgeklungen seien.<sup>9</sup>

Die These von der »Ansteckung« auf den Staatsanleihemärkten in der Eurozone setzt sich auch im Berichtsteil für die öffentlichen Finanzen fort, ohne dass die EZB hierfür Belege oder ökonomische Argumente anführt (vgl. EZB 2010a, 89).

Die rückblickende Analyse der Geschehnisse vom 6. bis 10. Mai 2010 lässt die EZB als eine Institution erscheinen, die trotz ihrer institutionellen Unabhängigkeit keine geldpolitischen Daten setzt, sondern sich zur Getriebenen der Märkte und ihrer Akteure, insbesondere der Banken, gemacht hat. Ihr Zickzack-Kurs vom 6. bis zum 10. Mai 2010 war das Gegenteil von jener ordnungspolitischen Konstanz, die die Voraussetzung für die Glaubwürdigkeit von Geldpolitik und die Wirkmächtigkeit von Ordnungspolitik ist.

b)

Die Sicherung der »Finanzstabilität der Eurozone« ist im Unterschied zur Geldwertstabilität kein normativ fassbares, verfassungsrechtlich anerkanntes Regelungsziel. Kein Stadtkommandant hätte mit einer derart fragilen Begründung den Belagerungszustand auch nur befristet ausrufen können! Indessen sind die beanspruchten Ausnahmebefugnisse der EZB kein Übergangsregime, sondern das systematische Bemühen, sich von der normativen Eingrenzung ihrer Tätigkeit durch Art. 123 AEUV zu befreien und eine neue Offenermarktpolitik zu betreiben, die der Vizepräsident der EZB, *Bini Smaghi*, als »Geldpolitik des 21. Jahrhunderts«<sup>10</sup> anpries, zu einem Begründungstopos im Rahmen der Ausnahmepolitik der EZB geworden.

Die Finanzstabilität ist für sich genommen kein Tatbestand<sup>11</sup>, sondern ein Regelungsziel, welches angesichts der grund-

<sup>8</sup> Vgl. EZB (2010a, 34): »In den drei betrachteten Erfüllungsperioden sank der aggregierte tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf der Banken – also die Summe von autonomen Faktoren, Mindestreserve-Soll und Überschussreserven [...] gegenüber den vorhergehenden drei Perioden um 22,2 Mrd. € auf 563,3 Mrd. €.«

<sup>9</sup> Vgl. EZB (2010a, 43): »Nach der Ankündigung dieser Maßnahmen verringerten sich die Spannungen an den Finanzmärkten erheblich, klangen jedoch nicht gänzlich ab.«

<sup>10</sup> »Das ist die Geldpolitik des 21. Jahrhunderts«, Interview mit Lorenzo Bini Smaghi, <http://www.boersen-zeitung.de/index.php?li=1&artid=2010095073>, 18. Juni 2010; <http://www.boersen-zeitung.de/index.php?li=83>, 18. Juni 2010.

<sup>11</sup> Vgl. EZB (2009a, 144–145). Man vermisst indessen eine klare Definition von Finanzstabilität. Es wird lediglich auf die Schockresistenz des Finanzsystems rekurriert.

gesetzlichen Verpflichtung (Art. 88 GG) auf Geldwertstabilität keine verfassungsrechtliche Legitimität hat.

Im Übrigen ist es zweifelhaft, ob die Solvenz bzw. Insolvenz von Mitgliedstaaten der Eurozone die »Stabilität der Eurozone« in toto berührt. Sie wird jedenfalls erst dann gefährdet, wenn eine entsprechende deklaratorische Politik von Seiten der unterschiedlichen Regierungen die Erwartung schafft, dass Mitglieder der Eurozone nie fallieren können, sondern im Falle einer drohenden Insolvenz von der Solidarität der anderen Euroländer – entgegen Art. 125 AEUV – ausgelöst werden.

Die Befürchtung von Dominoeffekten im Falle der Insolvenz von Mitgliedern der Eurozone hätte von der EZB sorgfältig belegt werden müssen.

Die Berufung auf »Spannungen in den Märkten für Staatsanleihen« im Eurogebiet ist ein rezidivierender Diskurs, der auf nichts anderes als die Selbstermächtigung für ein Ausnahmeregime, das im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union an keiner Stelle vorgesehen ist, zielt.

Die wettbewerblichen Schäden liegen auf der Hand:

Die Praxis der EZB des Ankaufs von Staatsanleihen verfälscht den Wettbewerb auf den Märkten für Eurozonenstaatsanleihen. Dies ist unvereinbar mit den normativen Grundpfeilern der Europäischen Union. Durch Protokoll Nr. 27 über Binnenmarkt und den Wettbewerb vom 13. Dezember 2007<sup>12</sup> wurde klargestellt, dass der Binnenmarkt im Sinne des Art. 3 Abs. 3 EUV »ein System umfasst, das den Wettbewerb vor Verfälschungen schützt« Gem. Art. 51 EUV ist die Schaffung dieses Systems immer falschen Wettbewerbs im Rahmen des Binnenmarktauftrags Bestandteil der Europäischen Verträge. Hiergegen verstößt die EZB, so dass ein tragender Grundsatz der Europäischen Verträge dauernd verletzt wird.

Durch die Praxis der EZB, – in völliger Intransparenz der Bedingungen und Volumina – nicht nur für die Refinanzierungsbedingungen bei der Inpfandnahme von Staatsanleihen der Banken, sondern auf Dauer Staatsanleihen von Problemländern der Eurozone zu übernehmen, ist es eben diesen Problemländern möglich, ihre Anleihen zu nicht marktgerechten Konditionen zu platzieren. Diese können von den großen Banken des Landes übernommen werden, um unverzüglich an die EZB »weitergereicht« zu werden.

Entsprechende Verluste der EZB, an denen Deutschland mit 28% beteiligt sein wird, müssen – abgesehen von der geld- und währungspolitischen Selbstfesselung, in die sich die

EZB durch Übernahme nicht mehr marktfähiger Papiere begeben hat, befürchtet werden.

Die auf die institutionell gewährleistete Unabhängigkeit gestützte souveräne Einschätzungsprärogative der EZB kontrastiert, wie die Vorgänge um Griechenland zeigen, auffällig mit den real eingetretenen Entwicklungen. So heißt es noch im Jahresbericht 2000 der EZB:

*»Auf dem Gipfel von Santa Maria da Feira am 19. Juni 2000 bestätigte der ECOFIN-Rat, dass Griechenland die erforderlichen Kriterien für die Einführung der Einheitswährung zum 1. Januar 2001 erfüllt habe. [...]*

*Die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte (Griechenlands) wurde im Jahr 2000 fortgesetzt. Das Haushaltsdefizit des Staates verzeichnete eine rückläufige Tendenz und verringerte sich von 1,8% des BIP im Jahr 1999 auf 0,9% im Jahr 2000. Der Finanzierungssaldo verbesserte sich erheblich, und zwar schneller als ursprünglich angenommen.« (EZB 2000, 84–85)*

Es wird an dieser Stelle deshalb auf das Selbstbewusstsein der EZB bei der Einschätzung der Eignung Griechenlands, dauerhaft Mitglied der Europäischen Währungsunion zu werden, hingewiesen, weil die Anerkennung der EZB sowie ihre institutionelle Ausstattung mit Unabhängigkeit von der Legitimität ihres fachlichen Könnens lebt. Ihre legale Kompetenz verfällt in dem Maße, wie sie nicht dauernd durch fachliche Legitimität, untermauert wird. Dort, wo auf ausschließlicher, unabhängig ausgeübter Zuständigkeit bestanden wird und gleichzeitig bohrende Zweifel an der realen fachlichen Kompetenz bestehen, muss auch die Glaubwürdigkeit der EZB Schaden nehmen und damit das Vertrauen in ihre fachliche Kompetenz schwinden, wenn sie meint, hierfür nicht rechenschaftspflichtig zu sein.

Statt angesichts der Möglichkeit von Fehlprognosen und Irrtümern einen kritischen Dialog mit der Fachwelt zu führen, versteift sich die EZB auf die Unfehlbarkeit ihrer Analysen sowie die Richtigkeit ihrer geldpolitischen Maßnahmen. Ihre Lesart der »Marktstörungen« Anfang Mai – obschon von Hans-Werner Sinn u.a. bestritten – nimmt vatikanische Züge an. *Trichet* hat gesprochen, *causa finita*. Die EZB befindet sich in einer institutionell normativ, exzeptionellen Situation und komfortablen Lage:

- Sie stellt souverän fest, wann auf den Märkten für Staatsanleihen »Störungen« eingetreten sind.
- Sie entscheidet, welche Maßnahmen zur Bewältigung dieser »Störungen« erforderlich sind und sie fühlt sich von der Bindung an das Recht dispensiert.
- Die EZB fühlt sich ebenso frei, über die Dauer der Suspendierung tragender Normen der EWU – bspw. des Verbots der Intervention auf den Anleihenmärkten durch Aufkauf (Offenmarktpolitik) – zu befinden.

<sup>12</sup> ABl. C 306 vom 17. Dezember 2007, 156.

Demgegenüber gibt es keinerlei Instanz innerhalb der europäischen Organe, die berechtigt und verpflichtet wäre, das Handeln der EZB – von der Feststellung von »Marktstörungen« bis hin zur Verhängung von Sondermaßnahmen – rechtlich zu kontrollieren. Die EZB weiß sich sicher, solange den Art. 123 AEUV suspendieren zu dürfen, wie das Gewaltkonglomerat aus Kommission, ECOFIN und Europäischem Rat sowie dem Präsidenten des Europäischen Rates, sich nicht gegenteilig äußert.

Gewiss überwacht der Gerichtshof der Europäischen Union gem. Art. 263 AEUV die Rechtmäßigkeit der Handlungen der EZB. Jede natürliche und juristische Person kann gegen die an sie gerichteten und sie unmittelbar und individuell betreffenden Handlungen und Rechtsakte mit Verordnungscharakter Klage erheben. Indes kommt unabhängig von der Frage, ob Maßnahmen der Offenmarktpolitik Bürgerinnen und Bürger der Europäischen Union direkt und unmittelbar betreffen, ein solcher Rechtsschutz schon deshalb zu spät, weil die Kompliziertheit und Dauer der Verfahren vor dem Gerichtshof der Europäischen Union mit der Dynamik der EZB-Ausnahmepolitik unvereinbar sind.

Am 18. März des Jahres antwortet Jean-Claude Trichet auf die Frage eines Vertreters der Stiftung Robert Schumann:

*»Bezüglich der Solidität des Euroraums wurden Bedenken geäußert, dass sie durch die Verschuldung einiger Mitgliedstaaten geschwächt seien. Trifft dies zu?«*

Trichet:

*»Der Euroraum ist äußerst stabil. Und auf Fragen der Art, was wäre wenn antworte ich, dass ich absurde Hypothesen nicht kommentiere.«*

An der Sprache soll man nicht nur Menschen, sondern auch Institutionen erkennen:

*»Mein Vertrauen in die Sprache hat sich gebildet durch die Erfahrung, dass sie mir hilft, wenn ich nicht glaube, ich wisse etwas schon. Sie hält sich zurück, erwacht sozusagen gar nicht, wenn ich meine etwas schon zu wissen, was ich nur noch mit Hilfe der Sprache formulieren müsse. Ein solches Unternehmen reizt sie nicht. Sie nennt mich dann rechthaberisch. Und bloß, um mir zum Recht haben zu verhelfen, wacht sie nicht auf.«<sup>13</sup>*

## Literatur

- Europäische Zentralbank (EZB, 2000), Jahresbericht, Frankfurt am Main.  
 Europäische Zentralbank (EZB, 2008), 10 Jahre Währungsunion, Sondermonatsbericht, Frankfurt am Main.  
 Europäische Zentralbank (EZB, 2009a), »Kasten 12«, *Jahresbericht*, Frankfurt am Main, 17–18.  
 Europäische Zentralbank (EZB, 2009b), *Monatsbericht*(3), Frankfurt am Main.  
 Europäische Zentralbank (EZB, 2009c), *Monatsbericht*(11), Frankfurt am Main.  
 Europäische Zentralbank (EZB, 2010a), »Kasten 2«, *Monatsbericht*(6), 33–36.  
 Europäische Zentralbank (EZB, 2010b), *Monatsbericht*(3), Frankfurt am Main.  
*Frankfurter Allgemeine Zeitung* (FAZ, 2010a), »EZB verweigert Details zu Anleihekäufen«, vom 11. Juni, 16.  
*Frankfurter Allgemeine Zeitung* (FAZ, 2010b), »EZB soll direkt Staatsanleihen kaufen«, vom 10. Mai, <http://www.faz.net/s/Rub3ADB8A210E754E748F42960CC7349BDF/Doc-E4B717DFEACF7472F855D6C6D24CD3CC7-ATpl-Ecommon-Scotent.html>, aufgerufen am 10. September 2010.  
 Trichet, J.-C. (2010), »Questions asked and the answers given by Jean-Claude Trichet, President of the ECB, and Lucas Papademos, Vice-President of the ECB«, <http://www.ecb.int/press/pressconf/2010/html/is100506.en.html>, aufgerufen am 20. Juli 2010.  
 Welter, P. (2010), »Gemischte Reaktionen auf gewaltiges Volumen«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 17. Mai, 20.

<sup>13</sup> Dankesrede von Martin Walser zur Verleihung des Friedenspreises des Deutschen Buchhandels in der Frankfurter Paulskirche, 11. Oktober 1998.



Martin Mandler\*



Peter Tillmann\*\*

## Das Securities Markets Programme der EZB: Ein Ressourcentransfer durch die Hintertür?

Im Rahmen des Securities Markets Programme (SMP), das im Mai 2010 aufgelegt wurde, kauft die Europäische Zentralbank (EZB) direkt Anleihen privater und öffentlicher Schuldner auf dem Sekundärmarkt. Das SMP wurde beschlossen, um, so die EZB, den monetären Transmissionsmechanismus auf dem Höhepunkt der europäischen Schuldenkrise wieder herzustellen.

Für viele Beobachter hat die EZB mit diesem Beschluss die Büchse der Pandora geöffnet. Die Diskussion konzentriert sich auf verschiedene Aspekte des Programms: Wird das Programm mittel- bis langfristig ein Ausmaß annehmen, das eine Sterilisierung der damit verbundenen Ausweitung der Liquiditätsversorgung des Finanzsystems schwierig machen könnte? Wie können die Staatsanleihen bewertet werden, wenn doch der Marktpreis aus Sicht der EZB verzerrt ist und folglich nur einen eingeschränkten Informationsgehalt über den fundamental gerechtfertigten Wert der Anleihen hat?

Im Folgenden wollen wir einen weiteren Aspekt ausführlicher diskutieren: Mit dem SMP ist ein potentieller Ressourcentransfer an die Krisenstaaten und ihre Gläubiger verbunden, der grundsätzlich nicht in den Aufgabenbereich der Geldpolitik fällt. Das SMP in seiner gegenwärtigen Form ist aber nicht alternativlos. Vor dem Hintergrund der »unkonventionellen« Geldpolitik der Zentralbanken rund um den Globus könnte eine andere Ausgestaltung des SMP die Risiken solcher Transfers reduzieren.

\* PD Dr. Martin Mandler ist wissenschaftlicher Assistent am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Justus-Liebig-Universität Gießen.

\*\* Prof. Dr. Peter Tillmann ist Professor für Monetäre Ökonomik am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Justus-Liebig-Universität Gießen.

## Quasi-fiskalischer Ressourcentransfer

Wenn die EZB im großen Stil Anleihen der betroffenen Länder kauft, steigen die Anleihekurse und die Renditen fallen. Sofern die Marktpreise, also die Preise ohne die Stützungskäufe der EZB, den tatsächlichen Wert der Papier widerspiegeln, findet also eine Subventionierung der Krisenländer statt, die sich dadurch zu vorteilhafteren Konditionen erneut verschulden können. Die Kreditaufnahme der begünstigten Staaten wird preiswerter.

Ob dies einen Ressourcentransfer von der EZB und damit von ihren Anteilseignern – der Gesamtheit der EWU-Mitglieder – zu den Krisenstaaten impliziert, hängt entscheidend davon ab, inwieweit der von der EZB gezahlte Kaufpreis die mit diesen Staatsanleihen tatsächlich verbundenen Kreditrisiken widerspiegelt. Nach Auffassung der EZB waren (und sind) die Anleihen der Krisenstaaten fundamental unterbewertet.<sup>1</sup> Die beobachtete Renditedifferenz zwischen den Anleihen der Krisenstaaten und den »sicheren« Anleihen, also bspw. deutschen Bundesanleihen, geht über das fundamental gerechtfertigte Maß hinaus. In diesem Fall hätte es also keinen Ressourcentransfer gegeben. Hätte der Marktpreis allerdings den fundamentalen Wert der Anleihen repräsentiert, so hätte die EZB für das im Zuge des Anleihekaufs auf sie übertragene Kreditausfallrisiko keine adäquate Kompensation in Form einer marktgerechten Risikoprämie erhalten, während sich die betroffenen Länder zu günstig hätten verschulden können. Es wäre zu einem Transfer von Ressourcen in die Schuldnerländer gekommen.

Die EZB hat angekündigt, die von ihr erworbenen Staatsanleihen bis zum Laufzeitende zu halten. Sollte es in der Zukunft zu einer Restrukturierung der Schulden der Krisenländer kommen, so müsste die EZB die daraus resultierenden Verluste tragen. Als Ergebnis würde die Gewinnausschüttung der EZB an die EWU-Mitgliedstaaten geringer ausfallen. Dies ist ein weiterer Transfer finanzieller Ressourcen in die Krisenländer. Im Extremfall könnte sogar eine Rekapitalisierung der EZB notwendig werden.

Auch die Gegenparteien des Aufkaufprogramms, also die Verkäufer der Staatsanleihen, kommen in den Genuss von Transfers. Zum einen treten die Geschäftsbanken risikobehaftete Wertpapiere an die EZB ab und erhalten dafür sichere Guthaben bei der Zentralbank. Verkaufen sie diese Staatsanleihen zu einem Preis oberhalb des langfristigen Marktwertes an die EZB, so erhalten die Geschäftsbanken effektiv eine Kapitalzufuhr durch die Zentralbank. Aber auch die anderen Halter dieser Papiere, auch Privatpersonen, profitieren in ähnlicher Weise vom Aufkaufprogramm. Sie kön-

<sup>1</sup> »Bond spreads for several euro area countries widened beyond any reasonable level.« Rede von EZB-Präsident Jean-Claude Trichet auf der 38. Volkswirtschaftliche Tagung der Österreichischen Nationalbank, 31. Mai 2010.

nen die Anleihen zwar nicht direkt an die Zentralbank übertragen, profitieren aber ebenfalls vom Kursanstieg oder können die Staatsanleihen an das Bankensystem verkaufen, das diese dann an die Zentralbank weiterreicht.

In welchem Ausmaß das Bankensystem und andere institutionelle Anleger in den verschiedenen EWU-Mitgliedstaaten auf diese Weise vom SMP profitieren, ist nur schwer einzuschätzen. Es ist jedoch zu vermuten, dass die sich aus dem SMP ergebenden Ressourcentransfers sehr ungleichmäßig über die EWU-Mitgliedstaaten verteilt sind. Beispielsweise hielten unter den Mitgliedstaaten französische Banken den größten Anteil griechischer Staatsanleihen und sollen diese Presseberichten zufolge zu einem erheblichen Teil an die EZB abgetreten haben. Ob dieser Ressourcentransfer tatsächlich stattfindet, hängt auch hier wieder entscheidend davon ab, ob der durch die EZB festgesetzte Kaufpreis die mit diesen Staatsanleihen verbundenen Kreditrisiken korrekt widerspiegelt, d.h. ob die zuvor beobachteten Marktpreise der Anleihen tatsächlich aufgrund von Fehleinschätzungen der Marktakteure fundamental unterbewertet waren. Auf jeden Fall profitieren besonders jene Investoren von den Stützungskäufen der Zentralbank, die im Verlauf der Krise griechische, irische oder portugiesische Staatsanleihen zu heftigen Preisabschlägen auf dem Sekundärmarkt erworben haben und diese Titel nun zu höheren Preisen verkaufen können.

Aus gutem Grund war der direkte Kauf von Staatsanleihen durch die EZB und die nationalen Zentralbanken bisher verpönt: Aufgabe der Geldpolitik darf nicht der versteckte, systematische Transfer von Ressourcen sein. Nach dem Prinzip der Aufgabenteilung in der Wirtschaftspolitik sollte dies allein Aufgabe der Fiskalpolitik sein. Wie die durch die subventionierten Verschuldungsmöglichkeiten der Krisenstaaten implizierten Ressourcentransfers ist auch die Rekapitalisierung von Banken und anderen Finanzinstitutionen keine der Geldpolitik obliegende Aufgabe, sondern im Kern ein Problem der Fiskalpolitik.

### Alternativen zum SMP

Das SMP birgt erhebliche Risiken fiskalischer Transfers, die von einer für die Geldpolitik zuständigen Institution grundsätzlich zu vermeiden sind und für die – sofern überhaupt erwünscht – andere institutionelle Lösungen etabliert werden sollten. Daran schließt sich unmittelbar die Frage an, welche alternativen Maßnahmen für die Beruhigung der Finanzmärkte zur Verfügung stehen, die ohne derartige Transfers auskommen.

Die EZB begründet, wie bereits angedeutet, die Einführung des SMP damit, dass die Schuldenkrise zu einer Störung des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik ge-

führt habe, der durch diese unkonventionellen Maßnahmen wieder hergestellt werden solle. Die stark zurückgegangene Liquidität auf den Märkten für Anleihen der betroffenen Staaten und der damit verbundene Kursverfall führten zu schwerwiegenden Problemen auf dem Interbankenmarkt, der im Transmissionsmechanismus der Geldpolitik eine zentrale Rolle einnimmt. Die ausgeprägte Verunsicherung der Marktakteure über den tatsächlichen Wert ihrer Anleihen führte dazu, dass Banken mit diesen Anleihen in ihren Portfolios erhebliche Schwierigkeiten bei der Kreditaufnahme auf dem Interbankenmarkt hatten. Zum einen fanden sich kaum Gegenparteien, die bereit waren, ungesicherte Kredite zu vergeben, da die Gefahr einer Entwertung ihrer Anleihebestände und einer damit einhergehenden Überschuldung bestand. Zum anderen konnten die betroffenen Banken die von ihnen gehaltenen Staatsanleihen auch nicht mehr als Sicherheiten für Repo-Geschäfte verwenden. Im Extremfall hätte also die Existenz einer Bank auf der Kippe stehen können. Nach den Erfahrungen mit der Pleite von Lehman Brothers im Herbst 2008, die die weltweiten Finanzmärkte an den Rand des Abgrunds führte, wollte man dies unter allen Umständen verhindern. Eine Stabilisierung der Kurse der Staatsanleihen durch das Eingreifen der Zentralbank kann die Unsicherheit über die Bewertung der Anleihen abbauen und sowohl den Markt für ungesicherte Interbankkredite als auch den Repo-Markt für diese Anleihen wieder in Gang bringen.

Die momentane Geldpolitik ist gekennzeichnet durch eine Vielzahl unkonventioneller Maßnahmen der EZB. Für unsere Diskussion besonders relevant ist die Übernahme von Intermediationsfunktionen auf dem Geldmarkt durch die EZB. Die EZB befriedigt die Nachfrage der Geschäftsbanken nach Zentralbankliquidität in den Hauptrefinanzierungsgeschäften voll und absorbiert zugleich die Überschussliquidität anderer Banken, die diese unter normalen Bedingungen auf dem Interbankenmarkt verleihen würden, durch ihre Einlagefazilität. Diese Politik ist von der EZB im März 2010, also zwei Monate vor Einführung des SMP noch einmal bestätigt worden. In diesem Politikregime, in dem die Funktionsfähigkeit des Interbankenmarktes ohnehin kaum gegeben ist, könnte die EZB die Liquiditätsbedürfnisse der Geschäftsbanken direkt befriedigen und die Staatsanleihen der Krisenländer mit entsprechenden Preisabschlägen als Sicherheiten akzeptieren.

Zum Zeitpunkt der Entscheidung für das SMP konnte eine Fortsetzung dieser Politik erwartet werden. Sollte die Krise auf den Anleihenmärkten nur von kurzer Dauer sein, so hätte es keine Notwendigkeit für eine indirekte Stabilisierung des schon vorher kaum funktionierenden Interbankenmarktes durch Anleihekäufe gegeben. Stattdessen hätte die EZB weiter direkte Kredite an die betroffenen Banken geben können und durch angemessene Risikoabschläge bei der Be-

wertung der zur Sicherheit überlassenen Staatsanleihen Transferelemente weitgehend vermeiden können.

Das SMP scheint vielmehr dazu angelegt zu sein, einen funktionierenden Interbankenmarkt zu stabilisieren, d.h. es ist von seiner Struktur her auch als Unterstützung für die Zeit einer »normalen Geldpolitik« nach der Aufgabe der Intermediationsrolle der EZB auf den Interbankenmärkten angelegt. Wenn das SMP mittel- bis langfristig Bestandteil des Instrumentariums der EZB bleiben soll, muss auch über Alternativen diskutiert werden. Diese sollten das Ziel einer Stabilisierung der Interbankenmärkte während Schuldenkrisen erreichen helfen, dabei aber einen Missbrauch der Geldpolitik für Fiskaltransfers vermeiden.

Wie oben beschrieben, ist für die Funktionsfähigkeit der Geldpolitik in erster Linie die Liquidität auf dem Interbankenmarkt von Bedeutung. Eine Möglichkeit zur Stabilisierung der Liquidität auf den Repo-Märkten bestünde beispielsweise in einem Programm in Anlehnung an die »Term Securities Lending Facility« der U.S. Notenbank Fed. Dieses Programm erlaubt es Finanzintermediären, sich bei der Fed Staatsanleihen gegen Sicherheiten in Form qualitativ weniger sicherer Aktiva zu leihen und mit diesen Staatsanleihen Repo-Geschäfte zu tätigen.

Im Kontext der Schuldenkrise in der EWU wäre das Verleihen von »sicheren« Staatsanleihen z.B. aus Deutschland gegen griechische, irische oder portugiesische Staatsanleihen denkbar gewesen. Die Geschäftsbanken könnten anschließend mit den geliehenen hochwertigen Staatspapieren wieder auf dem Repo-Markt aktiv werden. Da die EZB selbst über keine deutschen Staatsanleihen im Portfolio verfügt, müsste sie diese entweder sich selbst leihen oder erwerben, was aufgrund der höheren Liquidität auf diesem Markt nur zu unwesentlichen Kursreaktionen führen würde. Risikoangemessene Preisabschläge bei der Annahme der qualitativ weniger hochwertigen Sicherheiten, d.h. der Anleihen aus den Krisenstaaten, würden die oben beschriebenen Ressourcentransfers vermeiden. Die EZB könnte somit Liquidität bereitstellen, ohne einen versteckten Transfer von Ressourcen zu implizieren.

## Fazit

Ein Ankauf von Staatspapieren hochverschuldeter Mitgliedsländer seitens der EZB kann einen versteckten Transfer von Ressourcen implizieren. Die EZB würde also letztlich Fiskalpolitik betreiben. Dies darf nicht Aufgabe einer Notenbank sein. Zur Wahrung von Preisstabilität, also zur Erfüllung des Mandats der EZB, ist eine strikte Aufgabentrennung zu befolgen: Für fiskalische Transfers sind ausschließlich die Haushaltspolitik der EU bzw. die nationalen Regierung zuständig, nicht die Geldpolitik EZB.

Sollten durch die fiskalpolitischen Instanzen Ressourcentransfers erwünscht sein, z.B. zur Rekapitalisierung angeschlagener Banken, die Staatsanleihen der Krisenländer in ihren Portfolios halten, so könnten diese auf anderem Wege erfolgen, z.B. durch direkte Garantien. Dies ist einer intransparenten und gefährlichen Subventionierung durch die Zentralbank allemal vorzuziehen. Sollte das SMP mehr als eine temporäre Notfallmaßnahme sein, wäre tatsächlich die Büchse der Pandora geöffnet worden.