

## 1. Regulatorische Gründe für die Krise

Der Grund für die Krise der GIPSIZ-Länder (Griechenland, Italien, Portugal, Spanien, Irland, Zypern) liegt in der exorbitanten Inflation, die diese Länder unter dem Euro erlebt haben.<sup>1</sup> Diese Inflation hat sie ihrer Wettbewerbsfähigkeit beraubt, da innerhalb einer Währungsunion eine korrigierende Abwertung nicht möglich ist. Die Inflation kam durch eine außerordentlich hohe Kreditaufnahme der privaten und öffentlichen Sektoren dieser Länder zustande. Die Kredite erzeugten eine Wirtschaftsblase, die 2007/2008 platzte, als die US-amerikanische Subprime-Krise die europäischen Banken erfasste.

Die Kreditblase hatte ihre Ursache darin, dass die Investoren auf risikogerechte Zinsaufschläge verzichteten. Diese Investoren waren an erster Stelle französische Banken, die sich das Geld dafür größtenteils in Deutschland und den Benelux-Ländern geliehen hatten, aber auch deutsche und britische Banken sowie Anleger aus aller Welt.<sup>2</sup>

Vor der Ankündigung des Euro hatten die Staaten und Privatsektoren des Südens sehr viel höhere Zinsen als jene des Nordens zahlen müssen, weil sie sich der Rückzahlung ihrer Schulden regelmäßig durch Inflation und Abwertung entzogen. Die Zinsaufschläge verschwanden nach der endgültigen Ankündigung des Euro auf dem EU-Gipfel in Madrid im Dezember 1995 innerhalb von nur zwei Jahren.<sup>3</sup>

Die Investoren verzichteten auf Zinsaufschläge, weil sie das Eurosystem im Widerspruch zum Maastrichter Vertrag als Schutz gegen einen Staatskonkurs und davon abhängige private Konkurse ansahen. Hätten sie Artikel 125 AEUV ernst genommen, der besagt, dass die Gläubiger im Falle eines Konkurses nicht auf die Hilfe anderer Staaten hoffen können, wären sie vorsichtiger gewesen, und die inflationäre Kreditblase wäre nicht entstanden.

Die Sorglosigkeit der Investoren hat ihre Ursache auch darin, dass die EU den Maastrichter Vertrag unterließ, indem sie den Investoren immer wieder suggerierte, wie gefährlos, erwünscht und sinnvoll die Investition in Südeuropa sei. Besonders deutlich wird dies in dem Umstand, dass die EU das Basler Abkommen zur Bankenregulierung durch

die Regelung ergänzte, dass Banken für Ausleihungen an die Staaten der EU (sowie Liechtensteins, Norwegens und Islands) ungeachtet der Bonität als Schuldner keinerlei Eigenkapital vorsehen mussten.<sup>4</sup> Staatspapiere erhielten ein Risikogewicht von null bei der Berechnung der Summe der risikogewichteten Aktiva, auf die die Banken ihr Eigenkapital beziehen müssen (Kernkapitalquote).

Die Annahme, dass Staaten nicht Bankrott gehen können, widerspricht der Nichtbeistandsregel nach Artikel 125 AEUV, die nur dann einen Sinn erhält, wenn man von der Möglichkeit eines solchen Bankrotts ausgeht. Außerdem steht die Bevorzugung der Staatsfinanzierung beim Zugang zu den Finanzinstituten in einem Spannungsverhältnis zu Artikel 124 AEUV, der eine solche Bevorzugung grundsätzlich ausschließt, wenn auch mit der Ausnahme »aufsichtsrechtlicher Gründe«.

Im Vergleich zu Ausleihungen an Firmen wurden auch die Ausleihungen an Banken anderer Länder durch das Aufsichtsrecht bevorzugt, denn sie mussten nur mit minimalem Eigenkapital unterlegt werden. Auch bei den Ausleihungen an andere Banken wurde nicht nach der Bonität der Banken unterschieden, was entscheidend zur Beseitigung der Zinsspreizungen im Euroraum beitrug.<sup>5</sup>

Die Solvency-Regulierung der Versicherer litt unter einem ähnlichen Defekt. Sie sah keine direkte Eigenkapitalunterlegung für die Ausleihung an Staaten und jedenfalls keine Differenzierung nach der Bonität vor.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> In der Zeit vom EU-Gipfeltreffen von Madrid im Jahr 1995, bei dem der Euro unwiderruflich beschlossen wurde, bis zum Jahr der Lehman-Krise wurden sie durch Inflation und zu einem geringen Teil auch durch eine anfängliche Aufwertung relativ zum Rest der heutigen Eurozone, gemessen am BIP-Deflator, um 30% teurer. Berechnungen des ifo Instituts nach Daten von Eurostat zum BIP-Deflator (vgl. Eurostat, *Wirtschaft und Finanzen*, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen) unter Berücksichtigung der bilateralen Warenhandelsströme (vgl. UNCTAD, *Statistics*, International Trade).

<sup>2</sup> Vgl. Bank for International Settlements, *Consolidated Banking Statistics*, <http://www.bis.org/statistics/consstats.htm>.

<sup>3</sup> Vgl. weiter unten in diesem Text Abbildung 4.

<sup>4</sup> Häufig wird dieser Aspekt dem Basler Abkommen an sich zugeschrieben. Das ist aber nicht ganz richtig. Zwar legt das Basler Abkommen Risikogewichte auch für Staatspapiere fest, die in Abhängigkeit vom Rating oder der Klassifizierung einer Exportversicherungsagentur auch null sein können, doch nur für den Fall, dass sich eine Bank an den Standardansatz für die Risikobewertung hält. Weiterhin sieht der Standardansatz die Option vor, den Forderungen gegen den eigenen Staat niedrigere Risikogewichte zu geben. Nutzen Banken hingegen die Möglichkeit, ein eigenes Risikomodel (IRBA-Ansatz) zu verwenden, so ergeben sich die Risikogewichte für Staatspapiere eigentlich endogen, auch unter Berücksichtigung der Ratings der Länder. Durch die deutsche Solvabilitätsverordnung vom 14. Dezember 2006, die in ähnlicher Form auch in anderen EU-Ländern beschlossen wurde, wird den Banken jedoch abweichend vom Basler Abkommen und als zeitlich unbeschränkte Ausnahme vom IRBA-Ansatz erlaubt, für Staatspapiere aus dem Euroraum ein Risikogewicht von null zu setzen. Vgl. § 26 Nr. 2 b i.V.m. § 70 Nr. 1 c SolV bzw. § 80 Nr. 1 i.V.m. § 89 Nr. 1 d der Richtlinie 2006/48/EG. Vgl. auch H.-W. Sinn, *Kasino-Kapitalismus. Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist*, Econ, Berlin 2009, Kapitel 7.

<sup>5</sup> Das Risikogewicht für Ausleihungen an Banken der EU (sowie Liechtensteins, Norwegens und Islands) war 0,2, während es für gut geführte Firmen der Realwirtschaft meistens etwa 0,5 betrug, aber nach der Bonität gestaffelt war.

<sup>6</sup> Eigenkapital musste nur im Umfang eines bestimmten Anteils am Prämienvolumen vorgehalten werden. Siehe *Erste Richtlinie 73/239/EWG des Rates vom 24. Juli 1973 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Direktversicherung (mit Ausnahme der Lebensversicherung)*, ABl. L 228/3, 16. August 1973, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:1973:228:0003:0019:DE:PDF>, und *Richtlinie 92/49/EWG des Rates vom 18. Juni 1992 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften für die Direktversicherung (mit Ausnahme der Lebensversicherung) sowie zur Änderung der Richtlinien 73/239/EWG und 88/357/EWG (Dritte Richtlinie Schadenversicherung)*, ABl. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:1992:228:0001:0023:DE:PDF>, sowie

Die Regulierungsdefizite führten dazu, dass sich die Banken und Versicherer des Nordens, aber vor allem auch jene Frankreichs, geradezu mit den Staatspapieren des Südens vollsogen, weil sie dort ein paar Dutzend Basispunkte an Zinsen mehr als anderswo bekamen, und den Banken Südeuropas sehr viel billigen Interbankenkredit gaben, der an die privaten Bauherren und die Staaten weitergereicht wurde.

Die Weigerung der Staaten, sich an die vereinbarten Schuldengrenzen zu halten, trug ebenfalls zur Entwicklung der Kreditblasen bei, soweit diese Blasen von den Staaten ausgingen. Das gilt sowohl für die 60%-Grenze des Maastrichter Vertrages als auch für die später im Stabilitäts- und Wachstumspakt vereinbarten Defizitkriterien. Sie hat aber lange nicht die Bedeutung, die ihr in der öffentlichen Debatte zukommt, denn sie kann die Kreditblasen in Spanien und Irland, die durch eine private Kreditaufnahme entstanden sind, nicht erklären.

Der institutionell verursachte Verzicht auf eine Zinsspreizung lief auf eine Subventionierung des Kapitalflusses vom Norden in den Süden und Westen der Eurozone hinaus. Das hat die Wachstumskräfte des Eurogebiets von Nord- nach Südeuropa und Irland verlagert.

Deutschland wurde in dieser Zeit neben China zum größten Kapitalexporteur und geriet in die Flaute.<sup>7</sup> Es hatte lange Zeit die niedrigste Nettoinvestitionsquote und die niedrigste Wachstumsrate aller europäischen Länder.<sup>8</sup> Die Arbeitslosigkeit nahm in den Jahren bis 2005 beängstigende Ausmaße an, was schmerzliche Sozialreformen erzwang.<sup>9</sup> Weit mehr als die Hälfte der deutschen Ersparnisse wurden im Ausland investiert, nachdem sich das Kapital über entsprechende Leistungsbilanzsalden seinen Weg gebaut hatte.<sup>10</sup>

Für Europa insgesamt war die Subventionierung des Kapitalflusses auch nicht nützlich, denn einerseits wurde ein Teil des aufgenommenen Kapitals im Süden nur in den Konsum geleitet, ohne dass die Chance für den Aufbau eines

leistungsfähigen Kapitalstocks genutzt wurde, andererseits wurden Projekte realisiert, die weniger rentabel waren als jene Projekte im Norden, die wegen der Verlagerung des Finanzkapitals nun nicht mehr durchgeführt werden konnten. Ja, es wurden vielfach waghalsige Bauprojekte realisiert, die sich im Nachhinein als extrem spekulative Fehlinvestitionen erwiesen. In Spanien sind ganze Stadtviertel am Bedarf vorbei gebaut worden und zeugen nun als Bauruinen von den Irrtümern der europäischen Politik. Dies alles hat zu der Wachstumsschwäche der Eurozone unter dem Euro beigetragen. Die Eurozone wurde zu der am langsamsten wachsenden Großregion der Welt, ganz im Gegensatz zur Lissabon-Agenda, die sich als strategisches Ziel gesetzt hat, »die Union zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt zu machen ...«.<sup>11</sup>

## 2. Refinanzierungskredite und Target-Salden

Im Jahr 2007 kippte die Stimmung, und die Investoren weigerten sich zunehmend, die Südländer weiterhin zu finanzieren, die sich inzwischen an den Kreditzufluss gewöhnt hatten und sich aufgrund kreditfinanzierter Lohnsteigerungen hohe Importe leisteten. Zur Eruption der Krise kam es im September und Oktober 2008, als der Kollaps der Investmentbank Lehman zu massiven Störungen des weltweiten Interbankenmarktes führte.

Den höheren, risikoadäquaten Zinsen, die die Investoren nun für neue Kredite verlangten, wichen die GIPSIZ-Länder aus, indem sie sich mit Billigung der EZB Ersatzkredite von ihren lokalen Notenbanken holten. Der Kredit, den man in Frankreich und den nördlichen Ländern der Eurozone nicht mehr zu günstigen Zinsen bekam, wurde aus den elektronischen Druckerpressen der jeweiligen nationalen Notenbanken bezogen. Diese Notenbanken schufen neues Geld und verliehen es an die Banken. Die Banken wiederum verliehen das Geld an die Privatwirtschaft oder die Staaten, wie sie es zuvor mit dem Geld getan hatten, das sie sich auf dem internationalen Kapitalmarkt geliehen hatten. Das Geld aus der Druckerpresse half, trotz der versiegenden privaten Kredite weiterhin die Löhne der Bauarbeiter und Staatsbediensteten zu zahlen, aus denen der Import finanziert wurde. Zusätzlich verwendeten die Geschäftsbanken das Geld aus der Druckerpresse, um die früher schon auf dem Interbankenmarkt aufgenommenen Auslandskredite zu tilgen, die die Gläubiger nicht mehr oder nur noch zu steigenden Zinsen verlängern wollten. Die Notenbanken der GIPSIZ-Länder finanzierten also mit dem neu geschaffenen Geld die nationalen Leistungsbilanzdefizite, was früher der private Kapitalmarkt getan hatte, sowie eine Kapitalflucht, zumeist im

### Fortsetzung Fußnote 6:

Richtlinie 2002/83/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 5. November 2002 über Lebensversicherungen, ABl. L 345/1, 19. Dezember 2002, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2002:345:0001:0051:DE:PDF>. Mit dem neuen Solvency-II-System werden differenziertere Eigenkapitalanforderungen für die Anlagen der Versicherungen formuliert, doch noch immer wird für die Ausleihungen an Staaten der EU (sowie Liechtensteins, Norwegens und Islands) keine eigenständige Eigenkapitalunterlegung verlangt. Vgl. EIOPA, *Report on the Fifth Quantitative Impact Study (QIS5) for Solvency II*, 2011, [https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx\\_dam/files/publications/reports/QIS5\\_Report\\_Final.pdf](https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/publications/reports/QIS5_Report_Final.pdf).

<sup>7</sup> Vgl. International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx>.

<sup>8</sup> Vgl. H.-W. Sinn, *Die Target-Falle, Gefahren für unser Geld und unsere Kinder*, Carl Hanser Verlag, München 2012, Kapitel 2, S. 57 bzw. S. 52, Abbildung 2.1.

<sup>9</sup> Vgl. H.-W. Sinn, *Die Target-Falle*, a.a.O., Kapitel 2, S. 59 ff.

<sup>10</sup> Vgl. Statistisches Bundesamt, *Fachserie 18, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*, Reihe 1.5, 2012, Tabelle 1.5.

<sup>11</sup> Europäischer Rat, *Schlussfolgerungen des Vorsitzes*, 23. und 24. März 2000, Lissabon, [http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms\\_Data/docs/pressData/de/ec/00100-r1.d0.htm](http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/de/ec/00100-r1.d0.htm).

Sinne einer Rückflucht des Kapitals in die jeweiligen Heimatländer der Anleger.<sup>12</sup>

## 2.1 Die Target-Salden

Der zusätzliche Kredit aus der elektronischen Druckerpresse der Länder, die sich in Finanznöten befanden, wird durch die Target-Salden der GIPSIZ-Länder erfasst, denn diese Salden messen die Nettoüberweisungen dieser Länder an das Ausland, die man auch als Zahlungsbilanzdefizite bezeichnet. Da Überweisungen ins Ausland die Geldbasis eines Landes verringern, gehen sie in diesem Land Hand in Hand mit einer Neuschöpfung von Geld, die die Abflüsse wieder ausgleicht.<sup>13</sup> Ohne das neu aus der elektronischen Druckerpresse zur Verfügung gestellte Geld ginge die lokale Zentralbankgeldmenge schnell zur Neige, und starke Zinserhöhungen, die freilich zu ausgleichenden Überweisungen aufgrund privater Kredite aus dem Ausland führen würden, wären die Folge.

Die Überweisungsaufträge zwangen die Notenbanken der Adressaten der Zahlungen, die Zahlungen im Auftrag der jeweiligen anderen Notenbanken durchzuführen und dazu Geld zu schaffen, was die Möglichkeit, das selbst geschaffene Geld als Kredit an die eigene Wirtschaft zu verleihen, in gleichem Umfang verringerte. Daher wurde Zentralbankgeld, das über Refinanzierungskredite geschaffen wurde, vom einen Land auf das andere übertragen. Die Notenbanken der Adressaten der Zahlungen gaben den Notenbanken der Länder, aus denen die Überweisungsaufträge kamen, damit in ökonomischer Hinsicht Kredit.

Es war kein Kredit auf der Basis gesonderter Kreditverträge, wohl aber ein Kredit auf der Basis der Verträge, die dem EZB-System zugrunde liegen. In der deutschen Zahlungsbilanzstatistik wird dieser Kredit im Posten »Wertpapieranlagen und übriger Kapitalverkehr der Bundesbank«<sup>14</sup> aufgeführt und zu Recht genauso verbucht wie ein intergouvernementaler Kredit, der von einem Land einem anderen gegeben wird (im Falle Deutschlands, wo die zwischenstaatlichen Kredite über die KfW abgewickelt werden, im Posten »übriger Kapitalverkehr der monetären Finanzinstitute«). Auch materiell bedeutet die internationale Verlagerung der Notenbankkredite, die hinter den Überweisungsaufträgen steht, eine Verlagerung von Kaufkraft, wie sie ebenso mit jedem anderen Kredit verbunden ist. Schließlich begründet auch der Zins in Höhe des Hauptrefinanzierungssatzes, der den Target-Salden Jahr für Jahr zugeschlagen wird, die Krediteigenschaft.

In historischer Perspektive ist der Kredit, den die Notenbanken innerhalb von Währungssystemen einander gaben, stets mit Gold abgelöst worden. So haben die französische und die britische Notenbank im Rahmen des Bretton-Woods-Systems die Kredite, die ihnen die Bundesbank gegeben hatte, indem sie ihre Währungen akzeptierte und Zahlungen in D-Mark an die deutschen Empfänger der Zahlungen ausführte, durch Hergabe von Gold bezahlt.<sup>15</sup> Praktisch der gesamte Goldschatz der Bundesbank ist auf die Tilgung Target-ähnlicher Kredite zwischen den europäischen Mitgliedern des Bretton-Woods-Systems zurückzuführen. Auch im inneramerikanischen Zahlungssystem wurden die zwischen den Distrikt-Zentralbanken durch Überweisungsaufträge entstehenden Kreditbeziehungen, die das exakte Pendant der Target-Salden sind, bis zum Jahr 1975 stets in Gold oder goldbesicherten Wertpapieren ausgeglichen.<sup>16</sup> Heute werden sie einmal jährlich durch zinstragende, marktfähige Wertpapiere getilgt, konkret auf dem Wege der Übertragung von Anteilen am sogenannten SOMA-Portfolio, das durch die Offenmarktoperationen der Fed entsteht.<sup>17</sup> In der Eurozone bleibt der Target-Kredit hingegen als verzinsliche Buchforderung in den Bilanzen der Notenbanken stehen, die niemals fällig gestellt werden kann. Er hat dort den Charakter eines unbegrenzten Überziehungskredits angenommen, der den nationalen Notenbanken nach den Regeln des EZB-Systems zur Verfügung steht.

Damit stellt sich die rechtliche, aber vom Verfasser nicht beantwortbare Frage, wie sich dieser Überziehungskredit mit Artikel 123 AEUV verträgt, nach dem »Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der Europäischen Zentralbank ... für öffentlich-rechtliche Körperschaften« verboten sind. Auch wenn man die nationalen Notenbanken nicht als solche öffentlich-rechtlichen Körperschaften ansehen will, sollte man aber doch bedenken, dass hinter den Target-Salden vielfach Bankkredite an die Nationalstaaten stehen, die zur Finanzierung der Staatsbediensteten und für andere öffentliche Ausgaben benutzt wurden und die Empfänger der Zahlungen in die Lage versetzten, die Auslandsüberweisungen durchzuführen, die durch die Target-Salden gemessen werden. Dieses Thema wird in Abschnitt 2.4 näher betrachtet.

Die Durchführung der Überweisungsaufträge durch die Notenbanken der Adressaten der Zahlungen, allen voran Deutschlands, bedeutet, dass Geld für das eigene Hoheitsgebiet nicht, wie sonst üblich, als Kredit an die Geschäftsbanken, sondern als Kredit an das EZB-System und damit an die Notenbanken anderer Länder geschaffen wird.

<sup>12</sup> Vgl. H.-W. Sinn und T. Wollmershäuser, »Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility«, *International Tax and Public Finance* 19, 2012, S. 468–508, <http://www.cesifo-group.de/DocDL/sinn-itax-2012-target.pdf>.

<sup>13</sup> Vgl. H.-W. Sinn und T. Wollmershäuser, a.a.O., S. 474, sowie (von der EZB) P. Cour-Thimann, *Target Balances and the Crisis in the Euro Area*, CESifo Forum Special Issue April 2013, <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Apr-2013.pdf>, hier insbesondere S. 8 und S. 14–16.

<sup>14</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, *Zahlungsbilanzstatistik*, Tabelle I.9.f.

<sup>15</sup> Die Tilgung der Kredite, die mit den Zahlungsbilanzdefiziten verbunden waren, konnte mit Dollars oder Gold zur offiziellen Parität durchgeführt werden. Da der Marktpreis des Goldes unter der Parität lag, zogen es die Schuldnerländer vor, mit Gold zu bezahlen. Vgl. M.J.M. Neumann, »Geldwertstabilität: Bedrohung und Bewährung«, in: Deutsche Bundesbank, Hrsg., *50 Jahre Deutsche Mark – Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, Beck, München 1998.

<sup>16</sup> Vgl. H.-W. Sinn, *Die Target-Falle*, a.a.O., Kapitel 12, S. 369.

<sup>17</sup> Vgl. Ebenda, S. 363, und EEAG, *The EEAG Report on the European Economy*, CESifo, München 2013, Kapitel 4, S. 104.

Das neue Geld fließt den Geschäftsbanken des eigenen Hoheitsgebiets zu, wird aber von der Wirtschaft nicht benötigt und deshalb von den Banken dazu verwendet, bereits vorhandene Refinanzierungskredite bei der eigenen Notenbank zu tilgen. Die Refinanzierungskredite in den Nicht-GIPSIZ-Ländern der Eurozone wurden auf diese Weise bereits im Sommer 2011 getilgt. Danach parkten die Geschäftsbanken das ihnen durch Überweisungen zufließende Geld auf den Termindespositen der nationalen Notenbanken. Beide Vorgänge führten zu einer entsprechenden Geldvernichtung.

Die Geldschöpfung für andere Notenbanken im Zuge von Überweisungsvorgängen fand nur in Deutschland, den Niederlanden, Luxemburg und Finnland statt, denn nur dort bauten sich beträchtliche Target-Forderungen auf. Die französischen Banken, die die meisten Kredite vergeben hatten, empfingen zwar sehr viele Zahlungen zur Tilgung von Krediten, zahlten dann aber selbst die in anderen Ländern aufgenommenen Kredite zurück. Die Banque de France gehörte deshalb nicht zu den Zentralbanken, bei denen sich trendmäßig Target-Forderungen aufbauten. Temporäre Target-Salden wurden schnell wieder zum Ausgleich gebracht. Demgegenüber war die Deutsche Bundesbank der hauptsächliche Finanzier der Zahlungsbilanzdefizite der südlichen Länder, denn deutsche Firmen und Banken waren gemessen am Volumen die wichtigsten Adressaten der Nettoüberweisungsaufträge im Euroraum.

Der Aufbau der Target-Salden war nicht unmittelbar inflationär, weil per saldo weder im Süden noch im Norden neues Geld entstand. Das im Süden durch Notenbankkredite neu geschaffene Geld wurde durch die Überweisungen wieder vernichtet, und das im Norden durch die Überweisungen geschaffene Geld verschwand wieder durch die Tilgung der Refinanzierungskredite und Ausleihungen an die Notenbanken. Eine Inflationsgefahr besteht aber mittelbar insofern, als die Kreditbeziehungen zwischen den Ländern, die dadurch entstanden, die Mehrheit der Schuldnerländer eines Tages veranlassen könnten, im EZB-Rat eine Inflationspolitik durchzusetzen, um sich so ihrer Schulden entledigen zu können. Den heute schon immer lauter werdenden Ruf der Südländer nach einer stärker expansiven Geld- und Fiskalpolitik kann man so interpretieren.

Der Spitzenwert der Target-Schulden der Zentralbanken der GIPSIZ-Länder wurde im August 2012 mit genau 1 000 Mrd. Euro erreicht, wovon auf Spanien 434 Mrd. Euro, auf Italien 287 Mrd. Euro, Griechenland 107 Mrd. Euro, Irland 91 Mrd. Euro, Portugal 71 Mrd. Euro und Zypern 10 Mrd. Euro entfielen. Für Zypern betragen diese Schulden 57% des BIP von 2012, für Griechenland und Irland jeweils 55% des BIP, für Portugal 43% des BIP, für Spanien 41% und für Italien 18% des BIP.

Umgekehrt hatten sich zu dem Zeitpunkt 1 060 Mrd. Euro an Target-Forderungen bei den Notenbanken Deutschlands,

der Niederlande, Luxemburgs und Finnlands angehäuft, wovon auf Deutschland 751 Mrd. Euro oder 28% des BIP von 2012 entfielen. In allen Ländern erklärten die Target-Salden erhebliche Teile, in den meisten Ländern gar den größten Teil der Nettoauslandspositionen. Deutschlands Nettoauslandsposition, also das Vermögen, das Deutsche im Laufe ihrer Geschichte im Ausland akkumuliert hatten, lag Ende Juni 2012 bei 970 Mrd. Euro. Es bestand zu 75% aus bloßen Target-Forderungen der Bundesbank.

Die eigene Geldbasis (M0) in den GIPSIZ-Ländern lag im August 2012 bei 367 Mrd. Euro<sup>18</sup>, und die gesamte Geldbasis des Eurosystems betrug 1 751 Mrd. Euro. 78% (= (1 000 Mrd. Euro + 367 Mrd. Euro)/1 751 Mrd. Euro)) der in der Eurozone vorhandenen Zentralbankgeldmenge war damals also in den GIPSIZ-Ländern durch Offenmarktgeschäfte und Refinanzierungskredite geschaffen worden, obwohl diese Länder nur 33% der Wirtschaftskraft der Eurozone auf sich vereinen. Umgekehrt waren 72% der Geldbasis der übrigen Euroländer per saldo durch internationale Überweisungsaufträge statt durch Offenmarktgeschäfte und Refinanzierungskredite geschaffen worden. Dort zahlten die Banken ihren gesamten Refinanzierungskredit zurück und verliehen die dann immer noch vorhandene Überschussliquidität an ihre nationalen Notenbanken, wodurch die Notenbanken Schuldner ihrer Geschäftsbanken wurden.

Inzwischen (Stand: Ende März 2013) ist der Wert der Target-Schulden der GIPSIZ-Länder auf 734 Mrd. Euro gefallen, und die Geldbasis bzw. Zentralbankgeldmenge des Eurosystems (M0) liegt nun bei 1 363 Mrd. Euro. Immer noch liegt freilich der Anteil der Zentralbankgeldmenge des Eurosystems, der in diesen Ländern durch Offenmarktoperationen oder Refinanzierungskredite entstand, bei 79%.

Nach heutigem Stand haben die GIPSIZ-Länder reichlich dreimal (3,2-mal) so viel Geld durch solche Operationen geschaffen, wie sie für ihre eigene Geldversorgung verwenden. Mit dem Geldüberschuss bezahlten sie Rechnungen von Ausländern, die ihnen im Zuge der Tilgung von Krediten sowie für den Kauf von Gütern und Vermögensobjekten zugestellt wurden.

Noch immer sind die Notenbanken der Nicht-GIPSIZ-Länder Schuldner der privaten Geschäftsbanken, weil sie kein Geld mehr über Refinanzierungskredite haben schaffen können, sondern im Gegenteil Geldanlagen der Geschäftsbanken bei sich akzeptieren mussten. In Deutschland ist die Kreditvergabe der Bundesbank an die Geschäftsbanken so stark negativ geworden, dass sogar der Bestand des durch Of-

<sup>18</sup> Geldbasis im Sinne der Summe aus Einlagefazilität, Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten (einschließlich Mindestreserven) zuzüglich der »statutorischen« Menge an Banknoten abzüglich der Forderungen aus einer unterproportionalen Ausgabe von Banknoten (Intra-Eurosystem-Forderungen).



fenmarktgeschäfte (Käufe von Wertobjekten wie Gold, Devisen oder Staatspapieren) geschaffenen Geldes überkompensiert wurde. Die in Deutschland geschaffene Zentralbankgeldmenge (M0) lag Ende März 2013 bei 536 Mrd. Euro<sup>19</sup>, was um 54 Mrd. Euro unter den Target-Forderungen liegt. Alles Geld, das in Deutschland in Umlauf gebracht wurde, ist somit per saldo als Kredit der Bundesbank an andere Notenbanken des Eurosystems entstanden.

## 2.2 Target-Salden und offene Rettungskredite

Der Rückgang der Target-Salden seit dem August 2012 ist zum einen darauf zurückzuführen, dass durch den Versicherungsschutz des OMT-Programms neue private Geldflüsse zum Kauf neuer Staatspapiere der Südländer aktiviert wurden. Das wird in Abschnitt 3.3 näher diskutiert. Zum anderen flossen von August 2012 bis Mai 2013 im Umfang von 37 Mrd. Euro Hilfskredite indirekt von Deutschland an die Krisenländer, was die Target-Salden eins zu eins reduzierte.

Alein dieser Effekt, also die bloße Umschuldung von EZB-Krediten auf Kredite der Staatengemeinschaft, ist für 23% des Rückgangs der deutschen Target-Salden verantwortlich.<sup>20</sup> Insgesamt hat Deutschland vom Beginn der Hilfen im Mai 2010 bis zum Mai 2013 Hilfgelder im Umfang von ca. 108 Mrd. Euro finanziert.<sup>21</sup> Wären diese Gelder nicht geflossen, so lägen die deutschen Target-Forderungen bei sonst gleichen finanziellen Transaktionen zwischen Deutschland und dem Ausland nicht bei 589 Mrd. Euro, sondern bei 697 Mrd. Euro.

Der Rückgang der griechischen Target-Salden wird praktisch allein durch die Hilfen der Staatengemeinschaft erklärt. Griechenland erhielt im Zeitraum August 2012 bis März 2013 (aktueller Datenstand für den Target-Saldo) internationale Hilfgelder in Höhe von 42,3 Mrd. Euro, während sich der Target-Saldo um 36,5 Mrd. Euro verminderte. Etwas mehr als der gesamte Rückgang der Target-Kredite ist also auf die Hilfgelder zurückzuführen, was bedeutet, dass einfach nur der von Griechenland bezogene Target-Kredit in Kredite der Hilfsprogramme umgetauscht und zusätzlich noch neuer öffentlicher Kredit gewährt wurde.

An Portugal wurden in diesem Zeitraum 5,9 Mrd. Euro ausgezahlt. Das waren 66% der Verminderung der Target-Verbindlichkeiten (8,9 Mrd. Euro). Irlands Target-Verbindlichkeiten schrumpften um 31,3 Mrd. Euro, hierzu trugen die Hilfszahlungen nur zu 3,8 Mrd. Euro, also 12%, bei. Spanien erhielt 41,3 Mrd. Euro aus dem ESM-Hilfspaket. Diese Summe entsprach 28% der 150 Mrd. Euro, um die das Land seine

Target-Schulden von August 2012 bis Mai 2013 verringern konnte.

## 2.3 Die Absenkung der Sicherheitsstandards für die Besicherung der Refinanzierungskredite

Wie erläutert wurde der Geldabfluss in andere Länder, der durch die Target-Salden gemessen wird, durch neue Refinanzierungskredite ersetzt. Möglich wurden diese Refinanzierungskredite durch die Einführung der Vollzuteilungspolitik und eine fortwährende Absenkung der Sicherungsqualität der Pfänder, die die Banken für die von ihren Notenbanken bezogenen Refinanzierungskredite übergeben mussten. Bis zum Oktober benötigten die Pfänder mindestens ein Rating von A-, was eine hohe Bonität bedeutete. Danach senkte der EZB-Rat das Mindestrating auf BBB-, also auf die letzte Stufe vor dem No-Investment Grade (Schrott-Status). Diese Qualitätsabsenkung verschaffte den Banken der GIPSIZ-Länder einen neuen Vorrat an Pfändern, mit Hilfe dessen sie in den Folgejahren immer mehr Refinanzierungskredit aus der lokalen Notenpresse ziehen konnten.

Zusätzlich duldet der EZB-Rat im Umfang von bis zu ca. 250 Mrd. Euro ELA-Kredite (Emergency Liquidity Assistance). Ende April 2013 betrug der Bestand dieser Kredite noch 107 Mrd. Euro.<sup>22</sup> ELA-Kredite sind Refinanzierungskredite an die Geschäftsbanken, für deren Rückzahlung der jeweilige Nationalstaat haftet und über deren Besicherung die nationale Notenbank deshalb selbst entscheidet. ELA-Kredite kann eine Notenbank nach eigenem Gutdünken gewähren, es sei denn zwei Drittel des EZB-Rates widersprechen. Der maximale Bestand an ELA-Krediten lag für Irland bei 70 Mrd. Euro (Februar 2011), für Griechenland bei 124 Mrd. Euro (Mai 2012) und für Zypern bei 11 Mrd. Euro (April 2013).<sup>23</sup> Im Hinblick auf die dadurch möglichen

<sup>22</sup> Vgl. Europäische Zentralbank, *Monatsbericht* Mai 2013, S. 6. Die Höhe der ELA-Kredite wird von der Europäischen Zentralbank nicht explizit in der Bilanz ausgewiesen, als Näherungswert gilt die Position »Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet«.

<sup>23</sup> Central Bank of Ireland, *Financial Statement of the Central Bank of Ireland*, Position »Other assets«, <http://www.centralbank.ie/polstats/stats/cmab/Pages/Money%20and%20Banking.aspx>, Central Bank of Greece, *Monthly Balance Sheet*, April 2013, Position »Other claims on euro area credit institutions denominated in euro«, [http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Publications/FinStatements.aspx?Filter\\_By=9](http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Publications/FinStatements.aspx?Filter_By=9), und Central Bank of Cyprus, *Monthly Balance Sheets*, April 2013, Position »Other claims on euro area credit institutions denominated in euro«, [http://www.centralbank.gov.cy/nqcontent.cfm?a\\_id=10458&s\\_id=10936&listing=all](http://www.centralbank.gov.cy/nqcontent.cfm?a_id=10458&s_id=10936&listing=all). Derzeit (Kenntnisstand: Ende April 2013) liegt der Bestand der ELA-Kredite in Griechenland bei 21 Mrd. Euro, in Irland bei 2 Mrd. Euro und in Zypern bei 11 Mrd. Euro. Im Falle Irlands ist die Schrumpfung der ELA-Kredite darauf zurückzuführen, dass die aus der Anglo-Irish Bank entstandene und in Staatseigentum überführte Bad Bank, der die Kredite vornehmlich zur Verfügung gestellt wurden, inzwischen Konkurs angemeldet hat, was bedeutete, dass die ELA-Kreditforderungen der EZB als Gläubiger dieser Bank in langfristige und extrem niedrig verzinsliche Staatspapiere umgetauscht wurden, die ihr nun gehören. Vgl. Central Bank of Ireland, *Central Bank Statement*, 7 February 2013, <http://www.centralbank.ie/press-area/press-releases/Pages/CentralBankStatement.aspx>. Das wurde vom ehemaligen Chefvolkswirt der EZB, Jürgen Stark, als verbotene Staatsfinanzierung klassifiziert und kritisiert. Vgl. J. Stark, »Irlands verbotener »Deal mit der Notenbank«, *Die Welt*, 14. März 2013, <http://www.welt.de/finanzen/article113645427/Irlands-verbotener-Deal-mit-der-Notenbank.html>.

<sup>19</sup> Inklusive der über den statutorischen Wert hinausgehenden Menge an Banknoten, die zu entsprechenden Verbindlichkeiten der Bundesbank gegenüber dem EZB-System (Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten) führte.

<sup>20</sup> Berechnungen des ifo Instituts, vgl. ifo-Haftungspegel, <http://www.cesifogroup.de/de/ifoHome/policy/Haftungspegel.html>.

<sup>21</sup> Vgl. Fußnote 56; der Betrag von 108 Mrd. Euro ergibt sich als Differenz aus den dort genannten Werten für die Gesamtsumme (447 Mrd. Euro) und für die darin enthaltenen Hilfen über das EZB-System (339 Mrd. Euro).

Nettoüberweisungen an andere Länder, die ausländische Notenbanken zwingen, im Rahmen des Target-Systems Zahlungsaufträge zu kreditieren, unterscheiden sich die ELA-Kredite nicht von normalen Refinanzierungskrediten. Sie eignen sich aber zur faktischen Konkursverschleppung der Banken zur Vermögenssicherung von politisch privilegierten Gläubigergruppen, wie die Zypern-Krise gezeigt hat.<sup>24</sup>

Außerdem wurde es den Banken ermöglicht, durch Bündelung von Kreditforderungen nicht gehandelte ABS-Papiere (Asset Backed Securities) zu schaffen, die, obwohl für sie kein Marktpreis vorlag, von den Notenbanken als Pfänder akzeptiert wurden. Es wird vermutet, dass viele dieser ABS-Papiere den Anforderungen an sichere Pfänder nicht genügten und eher verwendet wurden, um unerkannt toxische Kreditforderungen beizumischen, ähnlich wie es in den USA bei der Konstruktion der ABS-Papiere der Fall gewesen war.

Bundesbankpräsident Weidmann hat im Februar 2012 in einem Brief an EZB-Präsident Draghi vor der Verschlechterung der Sicherheiten der Refinanzierungskredite der nationalen Notenbanken und den daraufhin anwachsenden Target-Forderungen der Bundesbank gewarnt.<sup>25</sup>

#### 2.4 Mittelbare Staatsfinanzierung durch Refinanzierungskredite an die Banken

Viele Pfänder, die die Geschäftsbanken bei ihren Notenbanken zur Deckung der Refinanzierungskredite einsetzen, bestanden aus Staatspapieren, die von den eigenen Staaten ausgegeben worden waren, denn die Banken verwendeten den mit frischem Geld geschaffenen Kredit größtenteils, um diese Staatspapiere zu erwerben. So ist bekannt, dass sich von 2008 bis 2011, als die Refinanzierungskredite hochschossen, die Schulden der Staaten bei den Geschäftsbanken des eigenen Hoheitsgebietes in Irland von 12 Mrd. auf 50 Mrd. Euro, in Spanien von 208 Mrd. auf 408 Mrd. Euro, in Italien von 643 Mrd. auf 864 Mrd. Euro

<sup>24</sup> Zypern hat seine faktisch insolvente Laiki-Bank in der Zeit nach dem griechischen Schuldenschnitt im März 2012 bis zur Bankenpleite in Zypern im Monat März 2013 im Umfang von 9 Mrd. Euro mit ELA-Krediten versorgt und es ihr so ermöglicht, die Einlagen wichtiger Kunden aus dem In- und Ausland zurückzuzahlen, was zu entsprechenden Auslandsüberweisungen führte, die sich in den Target-Salden des Landes niederschlugen. Die Staatengemeinschaft hat Zypern anschließend 10 Mrd. Euro an Hilfskrediten zur Verfügung gestellt, was die Target-Salden wieder verringern wird, wenn das Geld nicht verwendet wird, um weitere ausländische Anleger auszusuchen. Vgl. dazu auch H.-J. Dübel, *Bewertung des Bankenrestrukturierungsprogramms in Zypern und seiner Auswirkungen auf Konzepte und Institutionen der Bankenunion*. Kurzgutachten im Auftrag der SPD-Bundestagsfraktion, Finpolconsult, Berlin, 17. April 2013.

<sup>25</sup> Vgl. S. Ruhkamp, »Die Bundesbank fordert von der EZB bessere Sicherheiten«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 1. März 2012, Nr. 52, S. 9; sowie derselbe, »Bundesbank geht im Target-Streit in die Offensive«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 13. März 2012, Nr. 62, S. 9. Darin heißt es: »In einem Brief, dessen Inhalt der F.A.Z. bekannt ist, nimmt Weidmann ausdrücklich auf die wachsenden Target-Forderungen Bezug. Er schlägt eine Besicherung dieser Forderungen der EZB gegenüber den finanzschwachen Notenbanken des Eurosystems vor, die einen Wert von mehr als 800 Mrd. Euro erreicht hätten.«

und in Portugal von 14 Mrd. auf 49 Mrd. Euro erhöhten.<sup>26</sup> Dies hat entweder direkt oder indirekt zur Bildung der Target-Salden beigetragen: direkt, wenn die Papiere im Ausland gekauft wurden, indirekt, wenn nationale Verkäufer die frei werdenden Mittel verwendeten, um sie im Ausland anzulegen.

Für Griechenland wurden keine offiziellen Zahlen veröffentlicht, aber es wird berichtet, dass die Pfänder der griechischen Notenbanken zu rund 77% aus Staatspapieren oder privaten Kredititeln bestehen, die vom Staat besichert wurden.<sup>27</sup> Dazu passt die Information, dass griechische Banken im Jahr 2010 fast ausschließlich (ca. 98%) Staatspapiere des eigenen Landes und praktisch keine Staatspapiere der anderen Euroländer hielten. Auch in Spanien lag der Anteil der Staatspapiere des eigenen Landes am Gesamtportfolio an Staatspapieren aus Euroländern über 90%, und in Italien und Portugal über 80%.<sup>28</sup>

Das Exposure der Banken gegenüber ihren eigenen Staaten vergrößerte sich nochmal erheblich, als die EZB, beginnend im Dezember 2011, das ca. eine Billion Euro umfassende Programm der Long Term Refinancing Operations (LTRO) umsetzte. Das waren dreijährige Refinanzierungskredite, die den Banken zu einem variablen Zins in der Höhe des jeweiligen Hauptrefinanzierungszinssatzes (zum damaligen Zeitpunkt 0,75%, heute 0,5%) zur Verfügung gestellt wurden. Die spanischen Banken erhöhten daraufhin den Bestand an Staatspapieren des Heimatstaates vom Beginn der Maßnahme bis Ende Januar 2012 um 26% oder 45 Mrd. Euro, und die italienischen Banken erhöhten den Bestand an Papieren des italienischen Staates bis Ende Februar gar um 31% oder 63 Mrd. Euro. Ein Großteil dieser Käufe wird zu einem Zufluss an Papieren aus dem Ausland und insofern zu Nettoüberweisungen an das Ausland geführt haben, die sich ebenfalls in den Target-Salden niederschlugen.

Auf jeden Fall schufen die durch die Refinanzierungskredite der nationalen Notenbanken ermöglichten Käufe von Staatspapieren Raum für neue Emissionen von Staatspapieren und dienten insofern auch der Finanzierung vieler europäischer Staaten mit frisch geschaffenen Geld ihrer Zentralbanken. Die Maschinerie zur Finanzierung der Staaten mit der Notenpresse hat nach dem Ausbruch der Krise in den Jahren 2007/2008 die Finanzierung durch die Kapi-

<sup>26</sup> Vgl. Eurostat, *Wirtschaft und Finanzen*, Sektor Staat, Staatsdefizit und -verschuldung, Struktur des öffentlichen Schuldenstands.

<sup>27</sup> 39 Punkte von diesen 77% entfielen auf Staatsanleihen und 38 Punkte auf staatlich besicherte private Papiere. Vgl. N. Panigirtzoglou, G. Koo, S. Mac Gorain und M. Lehmann, »Flows & Liquidity. Who are the Losers from Greek Debt Restructuring?«, *Global Asset Allocation*, 6. Mai 2011.

<sup>28</sup> Vgl. S. Merler und J. Pisani-Ferry, »Hazardous Tango: Sovereign-bank Interdependence and Financial Stability in the Euro Area«, *Banque de France, Financial Stability Review*, April 2012, bes. Abbildung 5a, sowie »Banken aus Euro-Krisenländern greifen bei heimischen Staatsanleihen massiv zu«, *Handelsblatt*, 18. April 2012, <http://www.handelsblatt.com/economy-business-und-finance-banken-aus-euro-krisenlaendern-greifen-bei-heimischen-staatsanleihen-massiv-zu/6525254.html>.

talmärkte großenteils ersetzt. Sie kam aber ins Stocken, als die Rating-Agenturen für Griechenland, Portugal und Irland negative Bonitäts-Erwartungen äußerten, was sich alsbald in tatsächlichen Abwertungen auf die Kategorie »No-Investment Grade« niederschlug (Griechenland im April 2010 sowie Portugal und Irland im Juli 2011).<sup>29</sup> Das wurde zu einem Problem, weil die mit dem frischen Geld erworbenen Staatspapiere nicht mehr als sichere Pfänder für die Ausgabe eben dieses Geldes als Refinanzierungskredite geeignet waren.

Der EZB-Rat reagierte darauf kurzerhand mit einem Verzicht auf ein Mindestrating und akzeptierte die Staatspapiere trotz des von den Rating-Agenturen verkündeten Schrott-Status weiterhin als Sicherheiten.<sup>30</sup> Das sicherte die indirekte Finanzierung der Staaten mit der Notenpresse zunächst und verhinderte den sofortigen Kollaps von Griechenland und von Portugal.

Allerdings bedeutete der Verfall der Marktwerte der Pfänder eine Verringerung des Ausleihvolumens der Banken, weil die EZB die Pfänder jeden Tag neu zu ihren Marktwerten verbucht, die, verringert um einen Sicherheitsabschlag, als Basis für die Kreditvergabe gelten.

Diese Besicherungsregel zwang die griechische Notenbank, ihre Refinanzierungskredite in Proportion zu den fallenden Marktwerten zu reduzieren, was es den griechischen Banken erschwerte, weiterhin Staatspapiere mit diesen Krediten zu kaufen und den Konkurs des griechischen Staates im April 2010 in greifbare Nähe rückte. Die Gefährdung erreichte am 28. April einen Höhepunkt, als die griechischen Zinsen für kurzfristige Staatspapiere im Laufe des Tages auf 38% hochschossen.

### 3. Staatspapierkäufe der EZB und offizielle Rettungsprogramme

#### 3.1 Von der mittelbaren zur unmittelbaren Staatsfinanzierung: Das SMP-Programm

Als die griechischen Zinsen Ende April 2010 explodierten und der Wert der griechischen Staatspapiere in den Keller rutschte, sah sich die EZB genötigt, ihre Mitgliedsnotenbanken zu Stützungskäufen zu veranlassen, um die Funktion der Staatspapiere als Pfänder für die Refinanzierungskredite an die griechischen Banken zu erhalten, die wiederum die Basis für den Erwerb der Staatspapiere mit Hilfe der Refinanzierungskredite war. Gegen den Widerstand der Bundesbank und des damaligen Chefvolkswir-

tes der EZB, Jürgen Stark, beschloss der EZB-Rat Anfang Mai 2010 das sogenannte Securities Markets Programme (SMP).<sup>31</sup>

Im Rahmen des SMP haben die Mitgliedsnotenbanken des Eurosystems bis Anfang März 2012 Staatsanleihen der Krisenländer Griechenland, Italien, Portugal, Spanien und Irland gekauft. Der Buchwert dieser Staatspapiere erreichte im Februar/März 2012 mit 219 Mrd. Euro seinen Höchststand. Genauere Angaben zur Struktur der von ihr gehaltenen Bestände machte die EZB bisher nur ein einziges Mal. Ende 2012 entfielen danach 47% auf italienische, 21% auf spanische, 15% auf griechische, 10% auf portugiesische und 7% auf irische Papiere.<sup>32</sup> Bei Griechenland sind das 17% und bei Portugal 14% des BIP. An den Käufen im Rahmen des SMP war die Bundesbank zu 27% bzw. in der Spitze mit 59 Mrd. Euro beteiligt.

Auch die Notenbanken der Krisenländer selbst kauften die von ihren Regierungen ausgegebenen Staatspapiere. Rechnet man sie heraus, so ergibt sich, dass der Buchwert des Kredits, den Notenbanken der Nicht-GIPSIZ-Länder des Euroraums den GIPSIZ-Ländern auf diese Weise gaben, in der Spitze bei 139 Mrd. Euro lag. Der Buchwert dieses Kredits betrug zuletzt noch (31. Mai 2013) 124 Mrd. Euro. Unter Berücksichtigung der Marktreaktionen auf die Staatspapierkäufe kann man davon ausgehen, dass im Umfang dieser Summe per saldo Staatspapiere aus den Krisenländern in die anderen Länder des Euroraums flossen, was zu entsprechenden, die Target-Salden vermindernenden Über-

<sup>30</sup> Vgl. Europäische Zentralbank, *EZB gibt Änderungen der Notenbankfähigkeit der von Griechenland begebenen oder garantierten Schuldtitel bekannt*, Pressemitteilung vom 3. Mai 2010, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB\\_Pressemitteilungen/2010/2010\\_05\\_03\\_griechenland.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2010/2010_05_03_griechenland.pdf?__blob=publicationFile), bzw. dieselbe, *EZB gibt Aussetzung des Bonitätsschwellenwerts für staatliche Schuldtitel Irlands bekannt*, Pressemitteilung vom 31. März 2011, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB\\_Pressemitteilungen/2011/2011\\_03\\_31\\_aussetzung.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2011/2011_03_31_aussetzung.pdf?__blob=publicationFile), bzw. dieselbe, *EZB gibt Änderung der Notenbankfähigkeit der von der portugiesischen Regierung begebenen oder garantierten Schuldtitel bekannt*, Pressemitteilung vom 7. Juli 2011, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB\\_Pressemitteilungen/2011/2011\\_07\\_07\\_portugal.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2011/2011_07_07_portugal.pdf?__blob=publicationFile).

<sup>31</sup> Der Beschluss zum Kauf der Staatspapiere wurde am 10. Mai 2010 verkündet, vgl. Europäische Zentralbank, *EZB beschließt Maßnahmen, um den starken Spannungen an den Finanzmärkten entgegenzuwirken*, Pressemitteilung vom 10. Mai 2010, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB\\_Pressemitteilungen/2010/2010\\_05\\_10\\_massnahmen.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2010/2010_05_10_massnahmen.pdf?__blob=publicationFile). Der Präsident der Deutschen Bundesbank betonte am 11. Mai 2010 die Risiken eines solchen Beschlusses und drückte seine Ablehnung aus. Vgl. A. Weber, »Kaufprogramm birgt erhebliche Risiken«, Interview mit J. Schaaf, *Börsen-Zeitung* am 11. Mai 2010, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Kurzmeldungen/Fokus-themen/Archiv/2010\\_05\\_11\\_interview\\_mit\\_herrn\\_prof\\_dr\\_axel\\_a\\_weber\\_in\\_der\\_boersen-zeitung.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Kurzmeldungen/Fokus-themen/Archiv/2010_05_11_interview_mit_herrn_prof_dr_axel_a_weber_in_der_boersen-zeitung.html). Der Chefvolkswirt der EZB, Jürgen Stark, erklärte auf einer Veranstaltung der Hanns-Seidel-Stiftung in München am 22. Februar 2013, Bundesbankpräsident Weber und er selbst hätten damals beschlossen zurückzutreten, was beide unter offenem Protest gegen die EZB-Politik dann aber erst im darauffolgenden Jahr taten.

<sup>32</sup> Vgl. Europäische Zentralbank, *Einzelheiten zu den Wertpapierbeständen aus dem Programm für die Wertpapiermärkte*, Pressemitteilung vom 21. Februar 2013.

<sup>29</sup> Am 27. April 2010 senkte die Rating-Agentur S&P das Rating für Griechenland auf BB+, die Agentur Moody's wertete Portugal am 5. Juli 2011 auf Ba2 ab und am 12. Juli 2011 Irland auf Ba1.

weisungen in die Krisenländer führte. Diese Käufe treten also additiv zu der öffentlichen Kreditvergabe, die durch die Target-Salden selbst gemessen wird, hinzu.

Der Kauf der Staatspapiere erleichterte die Finanzierung der Krisenstaaten mit Krediten aus der Druckerpresse auf zweierlei Weise.

- Zum einen ermöglichte er die Fortsetzung der mittelbaren Staatsfinanzierung über die Refinanzierungskredite, die den Banken gegen Pfänder gegeben wurden. (Dies für sich genommen führte zu einer Erhöhung der Target-Defizite der Krisenländer, weil das neue Geld für Auslandsüberweisungen verwendet wurde.)
- Zum anderen schuf der Kauf Luft für neue Staatspapiere, die die Krisenländer ohne Zinserhöhungen auf dem Markt unterbringen konnten. Insofern diente er auch der unmittelbaren Staatsfinanzierung. (Da dies für sich genommen dazu führte, dass Staatspapiere ins Ausland wanderten, führte es zu Überweisungen vom Ausland in die Krisenländer und dämpfte den Anstieg der Target-Salden.)

Trotz des Verbots der Staatsfinanzierung durch die Notenbanken nach Artikel 123 AEUV wird von der Mehrheit des EZB-Rates der Standpunkt vertreten, eine Staatsfinanzierung auf dem Wege über Sekundärmarktkäufe von Staatspapieren sei erlaubt.<sup>33</sup> In Wahrheit wird sie aber nur nicht verboten, während die Primärmarktkäufe definitiv verboten sind.

Der Grund für das fehlende Verbot ist wohl darin zu suchen, dass man seinerzeit die Repo-Geschäfte der französischen Notenbank nicht ausschließen wollte. Das sind kurzfristige Geschäfte, bei denen die Staatspapiere in rascher Folge gekauft oder verkauft werden, um das tägliche Auf und Ab der Kurse zu verhindern. Es sind keine Geschäfte, bei denen die Notenbanken über längere Zeiträume Bestände an Staatspapieren anhäufen. Eine solche Anhäufung von gekauften Beständen ermöglicht es den Staaten, genau im Maß der Aufkäufe nachzuschließen, und kommt dem Kauf der Papiere auf dem Primärmarkt gleich. Auf jeden Fall bedeuten sie in vollem Umfang eine Finanzierung des Staates

durch Geldschöpfung, was die Vertragsparteien eigentlich haben verbieten wollen.

Wichtiger als der künstliche Unterschied zwischen Primär- und Sekundärmarktkäufen ist aus ökonomischer Sicht der Unterschied zwischen einer mittelbaren und unmittelbaren Staatsfinanzierung. Dieser Unterschied ist nicht notwendigerweise dort anzusetzen, wo sie meistens verortet wird. Schließlich gibt es drei Wege der Staatsfinanzierung durch die Notenbanken:

1. Banken beziehen Refinanzierungskredit von ihren Notenbanken, verwenden diesen Kredit für Käufe von Staatspapieren und hinterlegen diese Staatspapiere als Pfänder bei ihren Notenbanken.
2. Notenbanken kaufen Staatspapiere von Banken, die diese Papiere selbst oder auf dem Umweg über Dritte von den Staaten gekauft haben.
3. Notenbanken kaufen die Staatspapiere selbst von den Staaten.

Zwischen dem 2. und 3. Weg besteht schon deshalb faktisch kein Unterschied, weil es einem Staat jederzeit möglich ist, seine Papiere über eine befreundete oder gar staatliche Geschäftsbank an eine Notenbank zu verkaufen, die nach Artikel 123,2 AEUV wie eine private Bank zu behandeln ist. Die Banken mussten bisweilen nach der Emission von Staatspapieren gerade einmal drei Tage abwarten, bis sie diese Papiere den eigenen Zentralbanken verkaufen durften.<sup>34</sup> Die EZB spricht davon, dass sie bei ihren Interventionen nach der Emission der Papiere eine Stillhaltefrist »in Tagen zählend« wählt.<sup>35</sup> In der Praxis wurden indes größtenteils auch schon länger am Markt befindliche Anleihen gekauft.

Aber auf den Zeitraum kommt es gar nicht wirklich an. Es reicht für die Erleichterung der Staatsfinanzierung als Bedingungen, die der Kapitalmarkt sonst nicht gewährt hätte, vollkommen aus, wenn die Banken die langfristige Erwartung haben, dass das EZB-System bereit steht, die Papiere zu kaufen, sollte die Gefahr eines Preisrutsches bestehen. Nicht

<sup>33</sup> Vgl. Europäische Zentralbank, Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 14. Mai 2010 zur Einführung eines Programms für die Wertpapiermärkte, EZB/2010/5, *Abt. L. 124/8*. Dort heißt es in Artikel 1: »Gemäß den Bestimmungen dieses Beschlusses können die Zentralbanken des Eurosystems a) zulässige börsengängige Schuldtitel, die von Zentralstaaten oder öffentlichen Stellen der Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, begeben werden, auf dem Sekundärmarkt ankaufen, und b) zugelassene börsengängige Schuldtitel, die von privaten Rechtspersonen mit Sitz im Euro-Währungsgebiet begeben werden, auf den Primär- und Sekundärmärkten ankaufen.« Vgl. auch Erklärung von M. Draghi, Pressekonferenz, 6. September 2012, <http://www.ecb.int/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html>, sowie Europäische Zentralbank, *Monatsbericht* Oktober 2012, insbesondere Kasten 1: Vereinbarkeit von geldpolitischen Outright-Geschäften mit dem Verbot der monetären Finanzierung, S. 7.

<sup>34</sup> Auskunftsersuchen des Bundesverfassungsgerichts vom 21. November 2012 zu den Einzelheiten des Securities Markets Programme (SMP) des Eurosystems, Antwort der Deutschen Bundesbank vom 3. Dezember 2012, Frage 3. Dort heißt es: »Käufe von Staatsanleihen im Rahmen des SMP erfolgten ausschließlich am Sekundärmarkt. Neuemissionen wurden für eine Zeitspanne von insgesamt fünf Arbeitstagen um den Emissionstag herum – d.h. zwei Tage vor der Emission, am Emissionstag selbst und zwei Tage nach der Neuemission – im Rahmen des SMP nicht erworben. Gleiches galt für die Anleihe mit der jeweils nächst kürzesten bzw. nächst längeren Restlaufzeit desselben Staates. Nach Ablauf der Frist – im Einzelfall also drei Tage nach der Neuemission – konnten die Anleihen im Rahmen des SMP erworben werden.«

<sup>35</sup> Vgl. F. Schorkopf, *Stellungnahme der Europäischen Zentralbank*, Verfassungsbeschwerden 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1439/12 und 2 BvR 1827/12, Organstreitverfahren 2 BvE 6/12, 16. Januar 2013, S. 32.



der Zeitpunkt, wann ein Papier gekauft wird, ist entscheidend, sondern das explizite oder implizite Versprechen, dass es im Notfall gekauft würde, bevor es fällig wird. Jeder Kauf von Staatspapieren durch die EZB, der zur Anhäufung von Beständen führt und der Kursstützung dient, ist in diesem Sinne ein Signal, das aus der Sicht der Investoren das Risiko beim Erwerb der Staatspapiere reduziert und die Zinssätze für Neuemissionen senkt. Insofern muss man diese beiden Wege aus ökonomischer Sicht als unmittelbare Staatsfinanzierung klassifizieren.

Der erste Weg indes, der ja bedeutet, dass die Banken das Risiko des Staatsbankrotts selbst tragen und insofern eine gewisse Kontrollfunktion ausüben, ist demgegenüber wohl als mittelbare Staatsfinanzierung zu bezeichnen. Nach dieser Klassifizierung würde das SMP dem Geist des Artikels 123 AEUV widersprechen, für Staaten Kreditfazilitäten der Notenbanken bereitzustellen.

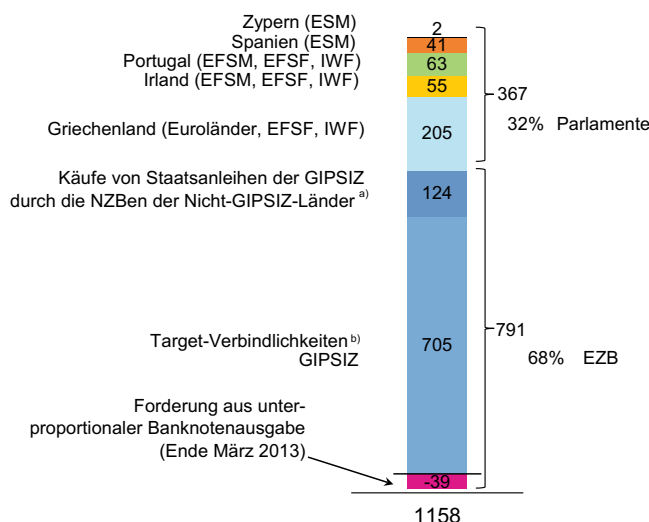
### 3.2 Die Rettungsschirme der Staatengemeinschaft: EFSF, ESM & Co.

Angesichts der rechtlichen Unklarheit beim SMP-Programm, der Bedenken der Bundesbank und intensiven Drängelns des EZB-Präsidenten ist es verständlich, dass die Staatengemeinschaft bereits im Mai 2010 Maßnahmen zur Entlastung der EZB ergriff. Das war zum einen ein intergouvernementaler, fiskalischer Hilfskredit für Griechenland und zum anderen die Gründung der European Financial Stability Facility (EFSF), eines in Luxemburg angesiedelten Fonds, der besichert durch Garantien der Eurostaaten selbst Anleihen begeben sollte, um die dabei eingenommenen Mittel gegen Auflagen an die Krisenländer zu verleihen.

Die EFSF hatte ein auf 440 Mrd. Euro begrenztes Ausleihvolumen und war auf drei Jahre befristet. Sie wurde unter dem Namen European Stability Mechanism (ESM) im Frühjahr/Sommer des Jahres 2012 dupliziert und verstetigt und mit einem maximalen Ausleihvolumen von 500 Mrd. Euro zu einer Dauereinrichtung gemacht. Beide Hilfssysteme sind seit der Einführung des ESM gleichzeitig tätig. Der ESM wird von einem Gouverneursrat gesteuert, in dem die Stimmgewichte im Gegensatz zum EZB-Rat nach den Haftungsanteilen der Länder verteilt sind.

Bis zum heutigen Tage sind Griechenland 53 Mrd. Euro an intergouvernementalen Krediten und 127 Mrd. Euro aus Mitteln der EFSF zugeflossen. Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Zypern zusammengenommen erhielten aus EFSF- und ESM-Programmen 202 Mrd. Euro. Ihnen flos-

Abb. 1  
Öffentliche Kredite an die GIPSIZ-Länder



a) Datenstand: 31. Mai 2013.

b) Griechenland, Irland, Portugal, Zypern: Ende März 2013; Italien, Spanien: Ende Mai 2013.

Quelle: ifo-Haftungspegel, online verfügbar: <http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/policy/Haftungspegel.html>.

sen ferner 68 Mrd. Euro an Mitteln des IWF und 44 Mrd. Euro aus dem European Financial Stability Mechanism (EFSM), einem bei der EU angesiedelten Hilfsfonds, zu. In der Summe erhielten sie 367 Mrd. Euro oder 23% ihres gemeinsamen BIP des Jahres 2012.

Abbildung 1 gibt einen Überblick über die insgesamt an die sechs Krisenländer geflossenen öffentlichen Kredite, wie sie im ifo-Haftungspegel regelmäßig aktualisiert werden.<sup>36</sup> Neben den im vorigen Absatz genannten Posten sind die Staatspapierkäufe durch Notenbanken anderer Länder enthalten sowie die Target-Kredite nach heutigem Stand. Abgezogen sind Forderungen der Krisenländer aus einer unterproportionalen Ausgabe von Banknoten, die ähnlich wie Target-Forderungen in den Bilanzen der Notenbanken verbucht werden und auch ökonomisch eine ähnliche Rolle spielen.

Man sieht, dass der Löwenanteil der Kredite, die den Krisenländern zu Gute kamen, aus EZB-Krediten bestand und nur ein kleiner Teil, gerade einmal 32%, von den Parlamenten der Euroländer kontrolliert wurde.

Der größte Empfänger in absoluten Zahlen war Spanien. Es erhielt 41 Mrd. Euro über die Hilfsprogramme und per saldo 270 Mrd. Euro vom EZB-System, in der Summe 30% seines BIP. Der größte Empfänger in Relation zum BIP war mit 162% Griechenland. Es erhielt 205 Mrd. Euro über die

<sup>36</sup> Eine ausführliche Erläuterung der Rechnungen findet man unter <http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/policy/Haftungspegel.html>.

Hilfsprogramme und schätzungsweise 109 Mrd. Euro vom EZB-System. Griechenland sind bereits weitere 41 Mrd. Euro zugesagt worden.

Rechnet man die zugesagten Hilfen ein, werden Griechenland 185% seines BIP von 2012 an öffentlichen Kredithilfen gewährt. Zum Vergleich: Die Deutschland nach dem Krieg erlassenen Auslandsschulden inklusive der über mehrere Jahre fließenden Hilfen aus dem Marshall-Plan lagen nach den Ziffern, die im Londoner Schuldenabkommen von 1952 genannt waren, bei 22% des deutschen BIP des Jahres 1952.<sup>37</sup>

Nach Ansicht der damaligen französischen Finanzministerin Christine Lagarde widersprachen die in der Eurozone versprochenen Hilfen der No-Bailout-Klausel des Maastrichter Vertrages (Artikel 125 AEUV), waren aber angesichts des Notstands, in dem sich die EU befand, erforderlich.<sup>38</sup>

### 3.3 Geldpolitik oder Fiskalpolitik: ESM, SMP und OMT

Trotz des begrenzten Ausleihvolumens verfügt der ESM nach der von politischer Seite vertretenen Lesart des Begriffes »Ausleihvolumen« über darüber hinaus gehende Möglichkeiten, Anleihen zu begeben, um mit dem Erlös aus dem Verkauf dieser Anleihen Staatspapiere zu kaufen, denn den Kauf dieser Staatspapiere sieht man nicht als Ausleihungen an, obwohl sie das aus ökonomischer Sicht sind. Für die Käufe der Staatspapiere wurde innerhalb des ESM sogar ein gesondertes Sekundärmarkt-Programm geschaffen, die sogenannte Secondary Market Support Facility (SMSF). Dieses Programm ist bislang noch nicht aktiviert worden, aber es steht für die Intervention zur Verfügung, wenn sie notwendig sein sollte.

In den offiziellen Erläuterungen, die der ESM zu den beabsichtigten Staatspapierkäufen herausgegeben hat, heißt es:<sup>39</sup>

*„The Secondary Market Support Facility (SMSF) ... aims to support the good functioning of the government debt markets of ESM Members in exceptional circumstances, where the lack of market liquidity threatens financial stability, with a risk of pushing sovereign interest rates towards unsustainable levels and creating refinancing problems for the banking system of the ESM Member concerned.“*

<sup>37</sup> Vgl. C. Buchheim, »Das Londoner Schuldenabkommen«, in: L. Herbst, Hrsg., *Westdeutschland 1945–1955. Unterwerfung, Kontrolle, Integration*, Oldenbourg, München 1986, S. 219–229.

<sup>38</sup> Vgl. B. Carney und A. Jolis, »Toward a United States of Europe«, *The Wall Street Journal*, 17. Dezember 2010, <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704034804576025681087342502.html>. Dort wird Christine Lagarde so zitiert: »We violated all the rules because we wanted to close ranks and really rescue the euro zone.«

<sup>39</sup> Vgl. European Stability Mechanism, *Guideline on the Secondary Market Support Facility*, <http://www.esm.europa.eu/pdf/ESM%20Guideline%20on%20the%20secondary%20market%20support%20facility.pdf>.

Der ESM soll damit offenbar genau dasselbe tun, wie es die EZB mit ihrem SMP tat. Das wirft die Frage auf, ob diese Programme der Geldpolitik oder der Fiskalpolitik zuzuordnen sind und begründet für mindestens eine der beiden Institutionen, EZB und ESM, den ultra-vires-Verdacht, also den Verdacht einer Kompetenzüberschreitung.

Zwar ist das SMSF-Programm des ESM nicht formell begrenzt, doch liegt eine indirekte Begrenzung der Staatspapierkäufe insofern vor, als die Haftung der teilnehmenden Länder auf 700 Mrd. Euro begrenzt ist. Käufer der Anleihen des ESM werden allerdings bereit sein, mehr als diesen Betrag zu finanzieren – Optimisten rechnen gar mit der Möglichkeit einer mehrfachen Hebelung –, wenn sie für die progressiv steigenden Risiken deutlich höhere Zinsen erhalten.

Nachdem die Gefahr, dass Deutschland bei den Aktivitäten des ESM eine gesamtschuldnerische Haftung eingegangen wäre, durch eine Nachbesserung, die das Bundesverfassungsgericht von der Politik verlangte, gebannt wurde, ist die deutsche Haftung ohne weitere Beschlüsse des Gouverneursrates des ESM auf 190 Mrd. Euro begrenzt.<sup>40</sup>

Ein zentrales politisches Argument für die EFSF und den ESM lag in den rechtlichen Bedenken, die der ehemalige Präsident der Bundesbank (Axel Weber) und der ehemalige EZB-Chefvolkswirt (Jürgen Stark) unter Berufung auf Artikel 123 AEUV gegenüber den Staatspapierkäufen der EZB hegten, was beide Personen etwas später zum Rücktritt von ihren Ämtern veranlasste. Der Protest blieb nicht ohne Einfluss auf die deutsche Politik. Maßgebliche Politiker in Deutschland verstanden, dass die EZB im Moment der Not eingesprungen war, als die Parlamente noch nicht handlungsfähig waren, aber sie wollten die Staatspapierkäufe dann lieber doch unter eigener Kontrolle durchführen lassen. Der EZB eine Rückbesinnung auf ihre eigentlichen geldpolitischen Aufgaben zu erlauben, war denn auch eines der Hauptargumente, mit denen sich der Bundestag von der Notwendigkeit eines staatlichen Rettungsschirms überzeugen ließ. So sagte der Fraktionsführer Volker Kauder im Bundestag:<sup>41</sup>

*»Ich möchte für unsere Koalition ausdrücklich darauf hinweisen: Wenn wir im Zuge der Gestaltung der EFSF klargestellt haben, dass unter bestimmten Voraussetzungen Anleihen am Sekundärmarkt aufgekauft werden können, dann wollen wir aber nicht mehr, dass die EZB in Zukunft solche Anleihen aufkauft. Das muss Aufgabe des Rettungsschirms sein und bleiben.«*

<sup>40</sup> Vgl. Bundesministerium der Finanzen, *Bundesregierung macht den Weg frei für den dauerhaften Stabilitätsmechanismus ESM*, Pressemitteilung vom 26. September 2012, <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2012/09/2012-09-25-PM57.html>.

<sup>41</sup> »Plenarprotokoll der 135. Sitzung von Mittwoch, dem 26. Oktober 2011«, Deutscher Bundestag, *Endgültige Plenarprotokolle*, Plenarprotokoll 17/135, <http://dip21.bundestag.de/dip21/btp/17/17135.pdf>.

Auch die EZB selbst stellte die Verbindung zwischen ihrem eigenen SMP-Programm und dem EFSF/ESM-Programm der Staatengemeinschaft her. So sagte der damalige EZB-Präsident Trichet:<sup>42</sup>

*»Of course, what we expect is that the EFSF, which will have the capacity to intervene in the secondary markets, will be effective and efficient in its interventions. That would permit us not to have to intervene to help restore more appropriate monetary policy transmission.«*

Mit den genannten Argumenten gelang es auch, die Fraktionen des Bundestages zu überzeugen, dem ESM zuzustimmen. Man wollte nicht, dass die EZB Staatspapiere kauft, weil man das für rechtlich bedenklich hielt, und organisierte deshalb die offiziellen Rettungsschirme als Ersatz. In der Tat stellte die EZB ihre Staatspapierkäufe während der Diskussion in den Parlamenten ein, die seit dem Jahresende 2011 verstärkt stattfanden, und weckte so die Erwartung bei den Parlamentariern, dass die EZB nun von ihren rechtlich problematischen Käufen ablassen würde.

Aber kaum hatte der Bundestag das Begleitgesetz zum ESM am 29. Juni 2012 ratifiziert, kündigte die EZB am 6. September 2012 an (kurz vor der Ablehnung der Klagen gegen den ESM-Vertrag durch das Bundesverfassungsgericht am 12. September 2012), sie werde den ESM von nun an bei seinen Hilfsmaßnahmen zugunsten gefährdeter Staaten durch notfalls *unbegrenzte* Käufe von Staatspapieren unterstützen.<sup>43</sup>

*»Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough,«*

sagte dazu der Präsident der EZB, Mario Draghi.<sup>44</sup> Wenn die Bedingungen für die Unterstützung für den ESM ausgehandelt seien und sich das betroffene Land dem vereinbarten Reformprogramm unterwerfe, werde sie so viele Staatspapiere kaufen, wie es nötig sei, um die Kurse dieser Papiere zu stützen und damit die Zinsen, zu denen sich Staaten verschulden können, nach oben hin zu begrenzen. Die EZB nannte ihre neue Strategie Outright Monetary Transactions (OMT).

Mit den OMT hat die EZB freilich die Haftungsgrenze von 190 Mrd. Euro bei den Staatspapierkäufen des ESM aufgehoben, die vom Bundesverfassungsgericht bei seiner vorläufigen Entscheidung vom 12. September 2012 bekräftigt worden war. Faktisch hat sie den Käufern der Staatspapiere erklärt, sie bräuchten keine Angst vor einem Staatskon-

kurs zu haben, weil sie ihnen die Papiere in unbegrenzter Höhe vor einem solchen Konkurs abkaufen und die Abschreibungsverluste in ihre Bücher übernehmen werde, womit sie sie faktisch den Steuerzahlern und Empfängern staatlicher Leistungen anlasten würde. Zwar hat die EZB einige Bedingungen für ihre Käufe genannt, so insbesondere, dass die zu kaufenden Papiere keine Restlaufzeit von mehr als drei Jahren haben und dass das betroffene Land sich zuvor den Bedingungen des Rettungsfonds ESM unterwirft und den Zugang zu den Märkten noch nicht ganz verloren hat. Diese Bedingungen änderten aber nichts daran, dass die Märkte die Ankündigung der EZB als implizite Verge-meinschaftung der Staatsschulden der Krisenländer ansahen. So schrieb der Präsident der Schweizer Nationalbank, Philipp Hildebrand in der Financial Times:<sup>45</sup>

*»The ECB's OMT is a game changer. OMT's soothing power stems from the fact that market participants in effect see them as a commitment to the mutualisation of liabilities across the euro zone: countries standing together behind the debts of the vulnerable.«*

Wie erläutert, sind entweder die Kaufprogramme der EZB (SMP und OMT) oder das im Kern identische Kaufprogramm des ESM (SMSF) ultra-vires-Aktivitäten für die jeweiligen Institutionen, denn entweder gehören sie zur Geldpolitik oder zur Fiskalpolitik. Entweder betreibt die EZB eine ihr nicht zustehende Fiskalpolitik, oder der ESM betreibt eine verbotene Geldpolitik. Indes gehört die Übernahme von Haftungsrisiken durch Garantieverprechen eindeutig zum Bereich der Fiskalpolitik, die einer demokratischen Kontrolle zu unterwerfen ist. Insofern überschreitet der ESM seine Kompetenzen nicht. Der EZB freilich kann man den Vorwurf, dass sie ihr Mandat überschritten hat, nicht ersparen.

#### 4. Die Risiken und Kosten der EZB-Politik

Vielfach wird die Meinung vertreten, dass mit dem Betrieb der EZB keine Haftungsrisiken verbunden sein können, weil es keine Nachschusspflicht für die Mitgliedsnotenbanken des Eurosystems gibt und die Verluste insofern auch nicht in die Staatshaushalte durchschlagen können. Die EZB könne ihr Geschäft notfalls mit negativem Eigenkapital unbegrenzt fortsetzen, ohne dass die Staaten betroffen sind. Und insofern seien Verluste aus dem Ausfall von Staatspapieren nur imaginär, ohne reale Bedeutung.

Diese Sicht der Dinge hält einer ökonomischen Beurteilung freilich in keiner Weise Stand, denn Abschreibungsverluste

<sup>42</sup> Transcript of the questions asked and the answers given by Jean-Claude Trichet, President of the ECB, and Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB, 4. August 2011, <http://www.ecb.int/press/pressconf/2011/html/is110804.en.html#qa>.

<sup>43</sup> Vgl. Europäische Zentralbank, *Technical Features of Outright Monetary Transactions*, Pressemitteilung, 6. September 2012, [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html).

<sup>44</sup> Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26 Juli 2012, <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

<sup>45</sup> P. Hildebrand, »France's Economy Needs to Become more German«, *Financial Times* online, 2. Mai 2013, <http://blogs.ft.com/the-a-list/2013/05/02/frances-economy-needs-to-be-become-more-german/?#axzz2VLGgwKY0>.

sind immer auch Zinsverluste auf die Anlagen, deren Wert abzuschreiben ist, sowie auf die Ersatzanlagen, die man sonst bei Fälligkeit inflationsfrei hätte erwerben können. Der Barwert der Zinsverluste ist bei korrekter mathematischer Berechnung immer gleich dem Wert der Abschreibungsverluste selbst. Dies gilt unabhängig davon, wie und ob das Rechnungswesen die Verluste verbucht. Irgendwer muss diese Verluste tragen. Nach Lage der Dinge sind das letztlich die Steuerzahler, die hinter den Staaten stehen, denen wiederum die nationalen Notenbanken des EZB-Systems gehören.

Die Zinseinnahmen, die die Mitgliedsnotenbanken des Eurosystem aus Offenmarkt- und Refinanzierungsgeschäften erzielen, der sogenannte Seignorage, werden unter diesen Notenbanken vergemeinschaftet und dann nach den Kapitalanteilen und damit gemäß der Landesgröße zurückverteilt.<sup>46</sup> Es spielt keine Rolle, wo die Zinseinnahmen entstehen. Fallen Anlagen aus, so ist Deutschland an den Verlusten grundsätzlich mit 27% beteiligt.

#### 4.1 Die mögliche Haftung aus dem OMT-Programm

Auch mögliche Abschreibungsverluste auf Staatspapiere, die die Notenbanken des Eurosystems im Zuge der SMP- und OMT-Programme erworben haben, äußern sich in entsprechenden Verlusten an Zinseinnahmen. Damit die Käufe dieser Staatspapiere inflationsneutral sind, sterilisiert die EZB die Geldmengenervermehrung, die mit ihnen verbunden ist, an anderer Stelle. In der Regel tut sie das dadurch, dass sie weniger Refinanzierungskredit vergibt. Jedenfalls hat sie eine entsprechende Absicht bekundet.<sup>47</sup> Mit den Käufen der Staatspapiere ist deshalb grundsätzlich (abgesehen von den Zinsdifferenzen) netto kein Zinsgewinn für die EZB verbunden, und deshalb bedeutet die Abschreibung dieser Papiere einen unwiederbringlichen Zinsverlust. Fallen solche Papiere durch einen Staatskonkurs aus, kann die EZB zur Wiederherstellung ihrer Zinseinnahmen keine neuen Papiere kaufen, denn dann würde sie die Geldmenge steigern, was inflationär wirken und Verluste bei den Geldhaltern entstehen ließe. Die Zinseinnahmen auf die erworbenen Staatspapiere entfallen also ersatzlos. Genauso entfallen die Zinseinnahmen auf Ersatzkredite oder Ersatzpapiere, die die EZB am Ende der Laufzeit geldmengen- und damit inflationsneutral hätte erwerben können. Das Eurosystem verliert somit auf alle Ewigkeit Zinseinnahmen, deren Barwert dem Wert der ausfallenden Staatspapiere entspricht. Der Verlust trifft die Staaten, denen die Zinseinnahmen auf dem Wege über ihre Notenbanken sonst zufließen würden und damit die Steuerzahler oder die Empfänger der staatlichen Leistungen, die hinter den Staaten stehen. Der Barwert des ihnen und ihren Kindern entstehenden Konsumverzichts ist dem Abschreibungsverlust auf die Staatspapiere gleich.

<sup>46</sup> Der Kapitalanteil eines Landes entspricht dem Mittelwert seines Bevölkerungs- und seines BIP-Anteils.

<sup>47</sup> Vgl. Europäische Zentralbank, *Technical Features of Outright Monetary Transactions*, a.a.O. Dort heißt es: »The liquidity created through Outright Monetary Transactions will be fully sterilized.«

So gesehen gibt es keinerlei ökonomisch relevanten Unterschied zwischen einem Abschreibungsverlust, der den ESM trifft und die Staaten des Eurosystems zu einem Nachschuss für die Verluste zwingt, und einem Abschreibungsverlust, der die EZB trifft. Der Verlust landet immer in vollem Umfang bei den Finanzministerien der Mitgliedstaaten und damit bei den Steuerzahlern und denjenigen, deren Einkommen aus dem Staatsbudget gespeist wird. Die Frage, ob die Staaten eine Nachschusspflicht zur Rekapitalisierung ihrer Notenbanken haben, und die Frage, ob eine Notenbank mit negativem Eigenkapital weiterarbeiten darf oder nicht, sind aus ökonomischer Sicht irrelevant für die Höhe der Gesamtbelastung der Staaten.

Die Verluste der EZB sind freilich auf den Barwert aller von ihr erzielten Zinseinnahmen (inklusive sonstiger Kapitalerträge) begrenzt, sofern die Staaten kein neues Eigenkapital nachschießen. Dieser Barwert ist bei statischer Betrachtung gleich der Summe aus der Geldbasis ( $M_0$ ) und dem Eigenkapital des EZB-Systems. Die Geldbasis entspricht der Zentralbankgeldmenge, wie sie in Form von Banknoten und Sichtguthaben der Geschäftsbanken bei den Notenbanken existiert, denn die Geldbasis ist durch den Kauf von rentierlichen Vermögensobjekten und eine verzinsliche Kreditvergabe an die Banken entstanden. Wie oben schon erwähnt, liegt diese Geldbasis derzeit (Ende März 2013) bei 1 363 Mrd. Euro. Addiert man das Eigenkapital der Zentralbanken des Eurosystems, das 496 Mrd. Euro beträgt, kommt man bei statischer Rechnung auf eine Grenze für die Gesamthaftung des Eurosystems von 1 858 Mrd. Euro. Die Obergrenze für die deutsche Haftung für die bisherigen und weiter mögliche Staatspapierkäufe der EZB liegt bei gut 27% der Geldbasis, also bei 369 Mrd. Euro, zuzüglich des Eigenkapitals der Bundesbank in Höhe von 137 Mrd. Euro, also 506 Mrd. Euro insgesamt. Diese Haftung tritt zu den 190 Mrd. Euro aus dem ESM-Vertrag hinzu.

Eine noch größere Haftungsgrenze ergibt sich in dynamischer Rechnung, wenn man unterstellt, dass die Wirtschaft des Euroraums laufend wächst, so dass die Notenbanken immer mehr Geld verleihen können, ohne Inflation zu erzeugen. Der Barwert der Zinseinnahmen aus dem Verleih selbst geschaffenen Geldes liegt dann über der heutigen Geldbasis, und entsprechend höher ist die potenzielle deutsche Haftung.<sup>48</sup> Es ist bemerkenswert, dass von Seiten der Finanzindustrie solche Rechnungen aufgemacht werden. Der Chefvolkwirt der Citi-Bank hat deshalb den Standpunkt vertreten, die EZB könne Verluste absorbieren, die bei 3,4 Billionen Euro liegen, freilich ohne dazu zu sagen, dass diese Verluste die teilnehmenden Staaten in vollem Umfang treffen würden.<sup>49</sup> Deutschlands maximale Haftung aus dem

<sup>48</sup> Ist  $M$  die Geldbasis,  $i$  der (im Zeitablauf konstante) Zinssatz und  $r$  die (konstante) jährliche Wachstumsrate der Wirtschaft, liegt der Barwert der Zinseinnahmen des Eurosystems bei  $M i / (i - r)$ .

<sup>49</sup> Vgl. W. Buiter und E. Rahbari, »Looking into the Deep Pockets of the ECB«, Citi Economics, *Global Economics View*, 27. Februar 2012.



OMT-Programm der EZB läge dann gar bei 922 Mrd. Euro (27% von 2,9 Billionen Euro Geldbasis zuzüglich des Eigenkapitals der Bundesbank in Höhe von 137 Mrd. Euro). Indes ist eine solche dynamische Rechnung angesichts der Wachstumsflaute des Eurosystems mit großer Unsicherheit behaftet.

Eine größere Haftungsgrenze ergibt sich ebenfalls, wenn die am Eurosystem beteiligten Staaten Eigenkapitalverluste aufgrund ihrer Anstaltslast auf dem Wege von Kapitalerhöhungen ausgleichen. Das neue Eigenkapital unterliegt dann ebenfalls dem Risiko, wenn es weitere Abschreibungen gibt.

Von der EZB wird im vorliegenden Verfahren geltend gemacht, dass sie ihr OMT-Programm auf Papiere mit einer »Gesamt- oder Restlaufzeit von ein bis drei Jahren« begrenzt habe.<sup>50</sup> Bei jenen vier Ländern (Spanien, Italien, Irland und Portugal), die in der EZB-Stellungnahme aufgelistet werden, liege der Bestand solcher Papiere nur bei 524 Mrd. Euro. Insofern sei die Haftung (entgegen der Angabe des EZB-Präsidenten) doch begrenzt. Diese Aussage ist aus verschiedenen Gründen nicht nachvollziehbar und als verharmlosende Schutzbehauptung zu interpretieren.

Erstens enthält die Tabelle, soweit erste Nachprüfungen ergaben, wohl nur die Papiere mit einer Gesamtlaufzeit von maximal drei Jahren, was sich nicht mit der oben zitierten Aussage deckt, dass Papiere mit einer »Gesamt- oder Restlaufzeit« vom OMT betroffen sind. Nimmt man die längerfristigen Papiere mit einer Restlaufzeit von ein bis drei Jahren hinzu, ergeben sich vermutlich höhere Ziffern.

Zweitens kommt fast jedes emittierte Staatspapier (außer den kurzfristigen Schatzwechsell) einmal in den Bereich einer Restlaufzeit von ein bis drei Jahren. Somit sind fast sämtliche Staatspapiere der Programmländer durch das OMT geschützt. Sie dürften nach dem Stand vom 7. Dezember 2012 ein Volumen von grob gesprochen etwa 2 Billionen Euro haben.<sup>51</sup> Diese Summe abzüglich der Papiere mit einer Restlaufzeit von einem Jahr würde, wenn nicht die Summe aus dem Gegenwartswert der Geldschöpfungsgewinne und dem Eigenkapital die Grenze wäre, eine Haftungsgrenze der Staatengemeinschaft in diesem Umfang implizieren.

Drittens ist die Menge der Programmländer nicht exogen vorgegeben. Ein weiterer großer Kandidat könnte Frankreich sein, denn die französische Wirtschaft ist größtenteils nicht mehr wettbewerbsfähig, und das französische Bankensystem

ist wie kein anderes in seiner Funktion als Gläubiger der heutigen Krisenländer gefährdet. Zählt man auch die französischen Staatspapiere hinzu, könnte das Haftungsvolumen bereits bei ca. 3,5 Billionen Euro liegen. Das liegt in der Größenordnung, die in dynamischer Rechnung durch Verbrauch des Seignorage der EZB maximal zur Verfügung steht (3,4 Billionen Euro), wenn kein neues Eigenkapital nachgeschossen wird.

Viertens spielt es für die zinsenkende Wirkung des OMT bei der Emission neuer Staatspapiere keine Rolle, ob das Rückkaufversprechen der EZB heute schon für diese Staatspapiere greifen würde. Für die Beruhigung der Käufer und die zinsenkende Wirkung bei Neuemissionen reicht es vollkommen aus, wenn sich die Rückkaufgarantie auf die Zeit kurz vor dem Ende der Laufzeit oder das Ende der Laufzeit beschränkt, denn ein Marktpreis von Vermögensobjekten ergibt sich immer induktiv, vom letzten Eigentümer zurückgerechnet auf den derzeitigen Eigentümer. Der heutige Anleger kauft ein Papier, wenn er zuversichtlich ist, dass er einen Nachfolger findet, der denkt genauso und so weiter. Der letzte kauft es, wenn er davon ausgeht, dass das Papier bei Fälligkeit bedient wird. Das aber ist es, was das OMT verspricht, denn bevor ein Land in den Konkurs geht, wird es sich unter den Rettungsschirm ESM begeben, so dass die EZB die Papiere vor ihrer Fälligkeit aufkaufen kann. Die Abschreibungen, die beim Konkurs des Landes fällig werden, würde die EZB dann in ihre Bücher übernehmen, oder sie würde, was wahrscheinlicher ist, die Staatengemeinschaft bedrängen, den Konkurs durch offene Transfers an das Krisenland abzuwenden.

Die von der EZB behauptete Einschränkung der Haftung würde sich nur ergeben, wenn sie beispielsweise sagen würde, dass sie nur Papiere kauft, deren Restlaufzeit noch mehr als drei Jahre beträgt. Eine solche Regelung wäre wertlos für die Krisenländer und würde deren Zinsen nicht reduzieren, weil der Induktionsschluss nun besagt, dass der letzte Inhaber des Papiers keinen Schutz genießt. Diese Person wird dem Papier nur einen geringen Wert beimessen, und weil der vorletzte Inhaber das weiß, wird auch er nur wenig zu zahlen bereit sein und so weiter. Offenkundig würde ein solcher Schutz den Emissionskurs nicht verbessern und die Zinsen des Landes nicht verringern.

#### 4.2 Risiken aus Refinanzierungskrediten

Ähnliche Haftungsrisiken wie aus dem Kauf der Staatspapiere ergeben sich für Deutschland auch aus den Refinanzierungsgeschäften, die hinter der normalen Geldversorgung sowie auch den Target-Schulden der GIPSIZ-Länder stehen, die, wie erläutert, die über das Normalmaß hinausgehenden Refinanzierungsgeschäfte messen.

Sofern Banken im Euroraum in Konkurs gehen und die Pfänder, die sie in Form von Wertpapieren oder Staatsgarantien

<sup>50</sup> Vgl. F. Schorkopf, *Stellungnahme der Europäischen Zentralbank*, a.a.O., bes. S. 34.

<sup>51</sup> Vgl. F. Schorkopf, *Stellungnahme der Europäischen Zentralbank*, a.a.O., S. 34, berichtet von 2,2 Billionen Euro für alle Restlaufzeiten für Irland, Portugal und Spanien. Man beachte, dass sich die Angaben nur auf die verbrieften Staatsschulden beziehen und nicht alle Staatsschulden verbrieft sind. Präzisere Informationen stehen dem Verfasser leider nicht zur Verfügung.

erhalten haben, wertlos werden, entsteht auch durch die Refinanzierungskredite ein Haftungsrisiko in Form entgener Zinseinnahmen. Dieses Risiko erhöht zwar nicht die oben genannte Obergrenze der Haftung aus der Beteiligung Deutschlands an der EZB, weil diese Haftung auf den Verlust der Zinsgewinne des EZB-Systems begrenzt ist. Es erhöht aber das Ausmaß und die Wahrscheinlichkeit der Haftung der Bundesrepublik Deutschland. Insofern, als die Pfänder Staatspapiere umfassen, trägt die Bundesrepublik auch ein Haftungsrisiko aus der mittelbaren Finanzierung der Krisenstaaten über die Refinanzierungskredite der EZB, insbesondere aus dem über die Eigenversorgung der Länder hinausgehenden Maß an Liquidität, das zur Finanzierung von Auslandsrechnungen verwendet wurde, durch die die Target-Salden gemessen werden, und nur durch die Absenkung der Anforderungen an die Bonität der Pfänder ermöglicht wurde.

### 4.3 Target-Verluste bei einem Austritt und Konkurs, doch Fortexistenz des Euro

Die vorangehenden Aussagen zum Verlust an Zinseinnahmen aus Refinanzierungskrediten betrafen den Fall von Banken- und Staatskonkursen innerhalb eines unverändert fortexistierenden Eurosystems. Anders stellt sich der Sachverhalt dar, wenn es zu einem Austritt aus der Währungsunion kommt. In diesem Fall erlischt die Rechtsbeziehung zwischen dem Eurosystem und den Geschäftsbanken des austretenden Landes.

Hätte ein jedes Land nur Geld entsprechend seiner Größe für die eigene Zirkulation geschaffen, käme es nicht zu grenzüberschreitenden Zinseinkommensströmen im Eurosystem, und insofern könnte der Austritt nebst Konkurs für die im Eurosystem verbleibenden Länder auch keine Verluste mit sich bringen. Verluste aus einem etwaigen Konkurs privater Geschäftsbanken lägen dann bei dem austretenden Land selbst und würden mit den restlichen Ländern nicht mehr geteilt.

Indes haben die Notenbanken der GIPSIZ-Länder, wie gezeigt, mehr als dreimal so viel Geld geschaffen und verzinslich an die Banken verliehen, wie bei ihnen zirkuliert. Deshalb fließen von ihnen per saldo Zinseinkommen an die Notenbanken der anderen Euroländer, deren Barwerte durch ihre Target-Schulden gemessen werden. Treten diese Länder oder auch nur eines von ihnen aus dem Eurosystem aus und respektieren sie ihre Target-Schuld nicht, entfallen die entsprechenden Zinseinkommen, die ihre Notenbanken netto an andere abführen müssten, dauerhaft. Es entsteht dann bei den im Eurosystem verbleibenden Ländern ein dauerhafter Zinsverlust, dessen Barwert der Target-Schuld des austretenden Landes gleicht. Diesen Zinsverlust teilen sich die verbleibenden Länder gemäß ihrem Kapitalanteil, also gemäß ihrer Größe.

Konkret: Da die GIPSIZ-Länder derzeit (Ende Mai bzw. Ende März) Target-Schulden im Umfang von 705 Mrd. Euro haben, müssten die restlichen Euroländer bei einem Austritt und Konkurs der GIPSIZ-Länder damit rechnen, Zinseinkommen mit einem Barwert von 705 Mrd. Euro zu verlieren. Deutschland müsste von diesen Verlusten gemäß seinem Kapitalanteil an den Rest-Euroländern knapp 43% oder 302 Mrd. Euro tragen.

Eine Modifikation dieser Rechnung ist allerdings insofern angebracht, als die GIPSIZ-Länder in diesem Fall auch ihren Anteil am Eigenkapital der EZB, 11 Mrd. Euro (37% von 31 Mrd. Euro), sowie die Ansprüche gegen das EZB-System aus einer leicht unterproportionalen Ausgabe von Bargeld verlieren, die, wie in Abbildung 1 dargelegt, bei 39 Mrd. Euro liegen. So gesehen betrüge der Verlust der restlichen Euroländer 656 Mrd. Euro (= 705 Mrd. Euro – 11 Mrd. Euro – 39 Mrd. Euro). Der deutsche Anteil an diesem Verlust läge dementsprechend nicht bei 302 Mrd. Euro, sondern bei 281 Mrd. Euro.

Im Prinzip gibt es für den Barwert des Zinsverlustes aus den Target-Schulden keine Obergrenze in Form der Geldmenge des Eurosystems, denn die Target-Salden sind theoretisch nicht beschränkt. Es ist durchaus denkbar, dass ein Teil des Eurogebietes mehr Zentralbankgeld durch Kreditgewährung schafft, als im Eurosystem existiert, um dafür Waren im Ausland zu kaufen und Schulden zu tilgen, während der andere Teil des Eurogebietes den Überschuss des Geldes, der durch Überweisungsausträge aus dem Ausland entsteht, vernichtet, indem die dortigen Notenbanken Kredite bei den Geschäftsbanken ihres Hoheitsgebietes aufnehmen. Wie oben erläutert wurde, findet eine solche Nettokreditvergabe der Geschäftsbanken an ihre Notenbanken per saldo bereits in den Nicht-GIPSIZ-Ländern statt. Insbesondere die Bundesbank ist zu einem großen Schuldner der deutschen Banken geworden. Theoretisch gibt es keine Schranke, die verhindern könnte, dass die für sich genommen schon perverse Nettokreditvergabe der privaten Geschäftsbanken an die eigenen Notenbanken die durch Offenmarktgeschäfte geschaffene Geldmenge überkompensiert, dass also die Target-Forderungen die im Inland zirkulierende Geldmenge übersteigen.

Im Falle eines Konkurses müssten die anderen Staaten vermutlich außerdem damit rechnen, die Forderungen aus den Staatspapieren, die ihre Notenbanken im Rahmen des SMP-Programms erwerben mussten, zu verlieren. Das sind, wie schon erwähnt wurde, 124 Mrd. Euro. Sie treten zu dem deutschen Anteil am Verlust der Target-Forderungen, also zu den 281 Mrd. Euro, noch hinzu. Bei diesem Szenarium müsste Deutschland also insgesamt damit rechnen, 334 Mrd. Euro zu verlieren, wenn der Euroverbund als solcher erhalten bleibt, doch die GIPSIZ-Länder austreten und in Konkurs gehen.

#### 4.4 Target-Verluste bei einem Untergang des Euro oder einem deutschen Austritt

Noch etwas größer wären die Verluste, wenn das Eurosystem zerbrechen würde. In diesem Fall hätte Deutschland Forderungen gegen ein System, das es nicht mehr gibt, und müsste sich mit den Niederlanden, Luxemburg und Finnland um das Eigenkapital der EZB streiten, das, wie schon erwähnt, gerade mal bei 31 Mrd. Euro liegt.

Deutschland hat nach aktuellem Stand Target-Forderungen in Höhe von 589 Mrd. Euro. Das ist der Barwert der Zinseinkommensflüsse von den anderen Euro-Notenbanken an die Bundesbank, auf die die Bundesbank nach den Teilungsregeln Anspruch hat, weil sie das von ihr geschaffene Geld nicht an die deutschen Banken verlieh, sondern es diesen Banken im Zuge von Überweisungsaufträgen im Auftrag anderer Notenbanken zur Verfügung stellte. Umgekehrt haben andere Notenbanken einen Anspruch auf Zinseinnahmen der Bundesbank, weil die Bundesbank Refinanzierungskredite vergab, die zu einer überproportionalen Ausgabe von Banknoten führten, die, so die Annahme bei der Bilanzierung der Geldschöpfung im Eurosystem, irgendwo sonst im Eurogebiet zirkulieren. Die daraus für die Bundesbank entstandene Verbindlichkeit und damit der Barwert der abzutretenden Zinseinnahmen beträgt 204 Mrd. Euro (Ende März 2013). Netto hat die Bundesbank somit einen Anspruch auf Zinseinnahmen vom Rest des Eurosystems, dessen Barwert 385 Mrd. Euro beträgt.

Wenn der Euro zerbricht, werden diese Zinseinnahmen nicht mehr an die Bundesbank fließen, sondern bei den Notenbanken verbleiben, die sie aufgrund der erhöhten Kreditvergabe von den Geschäftsbanken ihres Hoheitsgebietes kassieren. Jedenfalls gibt es keinerlei explizite Rechtsgrundlage für entsprechende deutsche Forderungen. Man wird tausend Gründe dafür finden, dass die Target-Salden keine Kreditforderungen seien, und sie als irrelevante Salden deklarieren, die im Falle des Auseinanderbrechens des Euro ihre Bedeutung verlieren. Insofern muss sich Deutschland in diesem Szenarium auf den Verlust seiner Forderungen aus der Geldschöpfung im Auftrag anderer Notenbanken (Target) abzüglich der Verbindlichkeiten aus einer überproportionalen Banknotenausgabe (204 Mrd. Euro) in Höhe von derzeit 385 Mrd. Euro einstellen.

#### 4.5 Verlagerung der Wachstumskräfte durch kostenlosen Versicherungsschutz

Jenseits der Berechnung der möglichen Vermögensverluste ist die Verlagerung der Wachstumskräfte im Euroraum eine wichtige Implikation der EZB-Politik und der Rettungsschirme. Wie eingangs beschrieben, entstand die Krise dadurch, dass dem Sparkapital des Nordens der Weg in den Süden durch regulatorische Sonderregelungen, die die

Marktkräfte teilweise außer Kraft setzten, besonders schmackhaft gemacht wurde. Aus dieser verfehlten Investitionslenkung entstand die inflationäre Kreditblase, die die Südländer ihrer Wettbewerbsfähigkeit beraubte und letztlich zu einer exorbitanten Kapitalvernichtung führte.

Als die Kapitalmärkte ihren Fehler erkannten und ihn korrigieren wollten, hat die EZB dagegen gehalten, indem sie das Kreditangebot der Kapitalmärkte für die Länder Südeuropas und Irlands systematisch mit frischem Geld aus der elektronischen Druckerpresse unterbot. Die Kombination von Laufzeit, Pfandqualität und Zins, mit der sich die EZB zufrieden gab, konnten private Banken des Nordens den Banken des Südens angesichts der Risiken, die sich zeigten, nicht anbieten.

Sodann hat die EZB durch den Kauf von Staatspapieren und die Ankündigung des unbegrenzten Kaufs eine kostenlose Kreditversicherung für Staatspapiere angeboten, um dem Kapital Geleitschutz auf dem Weg nach Südeuropa zu bieten, wo es eigentlich nicht mehr hin wollte.

Mit beiden Maßnahmen löste die EZB die Finanzierung der Staaten und Privatsektoren Südeuropas weitgehend vom Kapitalmarkt, was sie mit der angeblichen Dysfunktionalität der Märkte begründet.<sup>52</sup> Während die Märkte nach Risiken ausgespreizte Zinsen verlangen, behauptet die EZB, die Transmission der Geldpolitik verlange weniger Zinsungleichheit, als die Märkte herbeiführen. Mit ihren Eingriffen macht sie deutschen und anderen Anlegern die Kapitalanlage in Südeuropa wieder attraktiv. Da aber Kapital immer nur einmal investiert werden kann, bedeutet diese Politik automatisch, dass sie das Kapital anderen Verwendungen, auch solchen in Deutschland, entzieht.

Die künstlich in Südeuropa geschaffene Investitionssicherheit wird insbesondere zu Lasten der deutschen Binnenwirtschaft gehen, denn deren Boom während der letzten drei Jahre war dadurch zu erklären, dass die Kapitalanleger es vorziehen, im sicheren Heimathafen zu investieren. Der Bauboom war in den letzten drei Jahren eine zentrale Stütze der deutschen Konjunktur. Er hat die Arbeitslosigkeit verringert und kam breiten Bevölkerungsschichten zugute. Diese Bevölkerungsschichten werden zu den Leidtragenden des öffentlichen Geleitschutzes für den Kapitalexport nach Südeuropa gehören, denn die Kräfte, die diesen Boom hervorgebracht haben, werden geschwächt.

Die heute schon sichtbare Konsequenz der Marktberuhigung, die die Schutzversprechen der Staatengemeinschaft und der EZB ausgelöst haben, ist, dass die Staaten Süd- und Westeuropas sich wieder stärker verschulden wollen.

<sup>52</sup> Vgl. Europäische Zentralbank, *ECB Decides on Measures to Address Severe Tensions in Financial Markets* Pressemitteilung, 10. Mai 2010, <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>.

Wegen der niedrigen Zinsen, die von der EZB, dem ESM und den durch das OMT abgesicherten Märkten verlangt werden, ist die Bereitschaft, die Schuldengrenzen des gerade im letzten Jahr beschlossenen Fiskalpaktes einzuhalten, wieder verschwunden. Frankreich, Spanien, Niederlande, Portugal, Slowenien und Polen haben bei der EU-Kommission um eine zeitweilige Aufhebung der Schuldengrenzen nachgesucht, was ihnen gewährt wurde und entsprechend mehr Staatsverschuldung bedeutet. Auch diese neue Staatsverschuldung wird dazu beitragen, Investitionsmittel aus anderen Teilen Europas abzuziehen.

Die künstliche Zinsverbilligung und die damit einhergehende Verschuldung verschleppen die nötigen Reformen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit aber wohl eher, als dass sie sie ermöglichen. Die notwendige reale Abwertung durch eine Rückwärtsbewegung der relativen Güterpreise wird verlangsamt. Es kommt zu einer sklerotischen Verfestigung der Eurokrise mit einer hohen strukturellen Arbeitslosigkeit, die die Rückkehr zu gesunden wirtschaftlichen Verhältnissen erschwert und den Weg zu einer Verstärkung der Hilfen in einer Transferunion ebnet. Letztlich wird man damit weitere Gebiete von der Art des italienischen Mezzogiorno schaffen, die sich auf dauerhafte Hilfen einrichten, nie zur Wettbewerbsfähigkeit zurückkehren und einer chronischen holländischen Krankheit erliegen.<sup>53</sup>

Die kostenlose Versicherung gegen den Staatskonkurs, die die EZB mit dem OMT-Programm ausgesprochen hat, lenkte im Übrigen nicht nur Sparkapital vom Norden in den Süden der Eurozone, sondern Sparkapital aus der ganzen Welt nach Europa. Das verhindert die zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der südlichen Länder dringend notwendige Abwertung des Euro.

#### 4.6 Die Pfadabhängigkeit der Politik

Indem sie bei den Hilfen für die GIPSIZ-Länder voranpreschete, insbesondere indem sie den Weg zu einer dramatischen Ausweitung der Refinanzierungskredite ebnete, was sich in den Target-Salden zeigt, hat die EZB das Heft des Handelns in ihre Hand genommen und die nachfolgenden Hilfsprogramme der Staatengemeinschaft fast alternativlos gemacht. So hatte sie im Mai des Jahres 2010, als die Regierungen

<sup>53</sup> Als holländische Krankheit bezeichnet man einen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit durch eine Überteuering, die dadurch hervorgerufen ist, dass einem Land Geldmittel für Importe durch andere Kanäle als durch den Verkauf von Waren zur Verfügung gestellt werden. In Holland war die Krankheit in den siebziger Jahren ausgebrochen, nachdem Gas dort gefunden und an das Ausland verkauft wurde. Die Erlöse aus dem Gasverkauf erlaubten Lohnerhöhungen, die über die Produktivitätszuwächse der Industrie hinausgingen und die Industrie deshalb ihrer Wettbewerbsfähigkeit beraubten. Das gleiche Phänomen kann durch einen privaten oder öffentlichen Kreditzufluss oder öffentliche Transferleistungen aus anderen Regionen hervorgerufen werden. Vgl. E. Dichtl und O. Issing, Hrsg., *Vahlers Großes Wirtschaftslexikon*, Band 1, 2. Auflage, Vahlen, München 1993, insbesondere S. 480, oder A. Sitz, »Dutch Disease: Ökonomische Konsequenzen eines Energiebooms«, *Jahrbuch für Sozialwissenschaft* 37, 1986, S. 218–245.

die ersten Rettungsschirme beschlossen, bereits für über 150 Mrd. Euro zusätzliche Refinanzierungskredite gewährt, die zu entsprechenden Target-Salden führten.<sup>54</sup> Wie erwähnt, tat sie das durch die Vollzuteilungspolitik im Verein mit einer Absenkung der Qualität der Pfänder für Refinanzierungskredite von A– auf BBB– sowie die Duldung von ELA-Krediten, die die irische Notenbank vergab.

Die EZB hatte sich also bereits im Frühjahr 2010 in erheblichem Maße exponiert und Risiken bei der Finanzierung der Banken und Staaten der Krisenländer übernommen. Die Politik war deshalb zu dem Zeitpunkt bei der Entscheidung über die Rettungsschirme der Staatengemeinschaft und der Duldung der Staatspapierkäufe der EZB in ihren Handlungen nicht mehr frei. Vielmehr war die Situation durch die vom EZB-Rat getroffenen Entscheidungen fast alternativlos geworden. Insofern hatte die deutsche Bundeskanzlerin Recht, als sie diesen Begriff verwendete.

Hätte die EZB die Rettungsschirme nicht beschlossen, so wären sicherlich viele Banken Griechenlands, Irlands und Portugals in den Konkurs gegangen, und angesichts der geringen Qualität der Pfänder für die Refinanzierungskredite hätte das die EZB und damit die Staaten der Eurozone mit erheblichen Verlusten belastet.

Ähnlich verhält es sich mit den anderen Maßnahmen der EZB, die danach ergriffen wurden. Mit der weiteren Absenkung der Qualität der Pfänder durch den Verzicht auf ein Mindestrating bei den Staatspapieren Griechenlands, Portugals und Irlands und die Verlängerung der Laufzeiten der Refinanzierungskredite, die eine Unterbietung des Interbankenmarktes bei der Kreditvergabe bedeutete und die Target-Salden weiter aufblähte, hat sich die EZB in noch stärkerem Umfang mit dem Geschick der Banken und Staaten der Krisenländer verwohen. Das Gleiche gilt für die Staatsfinanzierung durch das Aufkaufprogramm SMP und die Ankündigung solcher Aufkäufe durch das OMT.

Das Verlustrisiko der EZB durch das OMT-Programm mag als weniger offenkundig erscheinen, weil die EZB im Rahmen dieses Programms noch keine Papiere gekauft hat. Indes wird die EZB nicht umhin können, ihr Schutzversprechen, das einer CDS-Versicherung für die Käufer der Staatspapiere Südeuropas nahe kommt, im Notfall einzuhalten. So gesehen bedeutet auch dieses Programm eine deutliche Ausweitung der Haftung und des Risikos.

Das alles hat den Druck auf die Politik erhöht, den Haftungsfall durch andere Hilfsmaßnahmen auszuschließen oder wenigstens unwahrscheinlicher zu machen. So sah sich die deutsche Regierung im Mai 2010 gezwungen, intergouvernementale Rettungskredite zu beschließen, um die EZB vor

<sup>54</sup> Die Target-Schuld der GIPSIZ-Länder lag damals (30. April 2010) bei 156 Mrd. Euro.



Verlusten zu schützen. Und so musste sie im Juni 2012 der Öffnung des ESM für die Rekapitalisierung der privaten Banken zustimmen, um auf diese Weise den Kollaps der Banken und Staaten Südeuropas sowie Verluste der EZB zu verhindern. Als Anteilseigner der EZB, der sämtliche Verluste würde tragen müssen, hing man ohnehin schon drin und sah zu dem Zeitpunkt, zu dem die Entscheidungen zu treffen waren, keinerlei Handlungsspielraum mehr.

Es ist auf diese Weise eine Pfadabhängigkeit der Politik zustande gekommen, bei der die entscheidenden Weichenstellungen vom EZB-Rat statt von den Parlamenten Europas getroffen wurden. Fast kann man sagen, die Parlamente seien zu bloßen Erfüllungsgehilfen des EZB-Rates geworden, weil sie nach dessen Vorentscheidungen die eigenen Entscheidungen nur noch begrenzt wählen konnten.

Das wirft ein erhebliches Demokratieproblem auf, denn die EZB ist nicht als Gremium zur Rettung von Banken und Staaten im Euroraum konzipiert worden, sondern als eine Institution, die die Geldpolitik durchführt. Der EZB-Rat hat nicht das Mandat für die umfassenden fiskalischen Hilfsaktionen, die er ergriffen hat, schon gar nicht das Mandat für die Vorfestlegung der offenen Hilfspolitiken, die die Parlamente dann im Wesentlichen nur noch zu exekutieren haben.

#### 4.7 Schleichende Enteignung der Sparer

Die kostenlose CDS-Versicherung der Staatspapiere der Krisenländer, die mit dem ESM-Schutzschild und der EZB-Politik verbunden ist, drückt die Zinsen, zu denen sich die Krisenstaaten verschulden können, und senkt damit die Zinserträge, die die Sparer der kapitalexportierenden Länder erhalten, allen voran Deutschlands, des weltweit größten Kapitalexporteurs. Den gleichen Effekt haben die Target-Salden, denn sie entstehen dadurch, dass einige nationale Notenbanken den lokalen Geschäftsbanken den Refinanzierungskredit billiger zur Verfügung stellen, als es der Kapitalmarkt tut, und damit auch den Marktzins selbst absenken. Die Unterbietung des Kapitalmarktes mit der Druckerpresse hat die Zinslasten der Staaten und der Privatsektoren der südlichen Länder gegenüber dem, was die Märkte verlangt hätten, deutlich gesenkt. Der Effekt hat schon voll auf die deutschen Lebensversicherungspolice durchgeschlagen, deren Garantieverzinsung die Versicherer nicht mehr halten können.

Von der Zinssenkung werden insbesondere langfristige Kapitalanlagen, die die Bürger für ihre Altersvorsorge treffen, in Mitleidenschaft gezogen, weil sich der Zinsezinseffekt dabei sehr stark bemerkbar macht. Wer z.B. heute einen Sparbetrag für 30 Jahre anlegt, um sich damit eine Rente aufzubauen, und nun nicht mehr 5%, sondern nur noch 2% Zinsen pro Jahr erhält, muss eine Rentenkürzung um 58% hinnehmen.

Man mag dem entgegenhalten, dass die Sparer zum Ausgleich nun aber auch sicherere Erträge bekommen und insofern auf eine Risikoprämie im Zins verzichten können. Zum einen legen ihre Banken das Geld heute verstärkt bei der Bundesbank an, wo es als sicherer erscheint als bei südlichen Banken. Zum anderen profitieren sie ja davon, dass die EZB im Rahmen des OMT-Programms eine Rückkaufgarantie für Staatspapiere ausgesprochen hat.

Indes sind es ja faktisch die Sparer in ihrer Funktion als Steuerzahler selbst, die die Sicherung leisten, weil sie für die Verluste der EZB und des ESM gerade stehen müssen, und dabei helfen sie nicht nur sich selbst, sondern auch den Sparern von Ländern außerhalb der Eurozone, die sich an den Rettungsaktionen nicht beteiligen. So gesehen stehen den Zinsvorteilen der südlichen Länder bei den im Norden geliehenen Geldern in gleichem Umfang Zinsverluste der nördlichen Länder gegenüber, während sich die Sicherheit letzterer verringert, statt vergrößert.

Das gilt insbesondere auch für die deutschen Sparer, deren Finanzinstitute das ihnen anvertraute Geld nicht in erster Linie auf direktem Wege in Südeuropa anlegen, sondern es vielfach indirekt über Frankreich taten und im Übrigen auf der ganzen Welt investiert haben. Deutsche Banken hatten bei den Ausleihungen an die öffentlichen und privaten Sektoren der GIPSIZ-Länder zum Zeitpunkt der Lehman-Krise (Q3 2008) nach Informationen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich ein Exposure von 590 Mrd. Euro, während französische Banken ein solches von 604 Mrd. Euro hatten.<sup>55</sup> Die deutschen Forderungen waren 6,5% der Bankenschulden der GIPSIZ-Länder unter Einschluss der Einlagen ortsansässiger Haushalte und Firmen und 24% der Ausleihungen von Banken aus allen anderen Ländern der Welt an die öffentlichen und privaten Sektoren der GIPSIZ-Länder. An den Rettungsschirmen (IWF, EU, EZB, ESM, EFSF, EFSM, erstes Griechenland-Hilfspaket) zugunsten der GIPSIZ-Länder ist der deutsche Steuerzahler aber über alle Programme mit 39% beteiligt.<sup>56</sup> Die manchmal vertretene These, Deutsch-

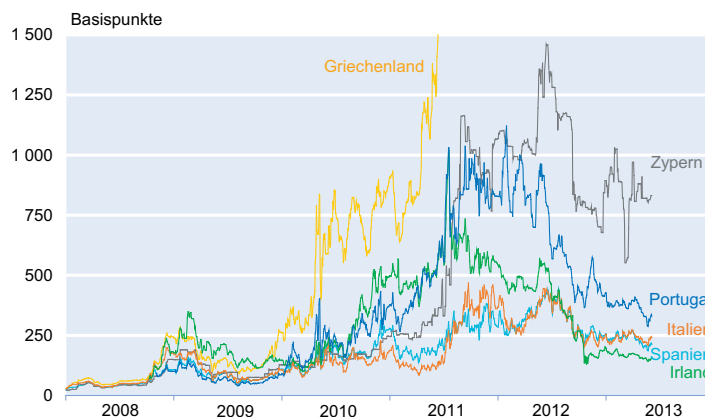
<sup>55</sup> Vgl. Bank for International Settlements, *Consolidated Banking Statistics*, <http://www.bis.org/statistics/consstats.htm>; die dortigen Angaben (in US-Dollar) wurden mit dem Wechselkurs vom 30. September 2008 in Euro umgerechnet.

<sup>56</sup> An den Rettungsmaßnahmen der EZB für die GIPSIZ-Länder (also die Länder in Rettungsprogrammen und Italien) ist Deutschland mit knapp 43% beteiligt, das entspricht dem Anteil Deutschlands am EZB-Kapital der Euroländer ohne die GIPSIZ-Länder selbst. Bezogen auf die 791 Mrd. Euro EZB-Kredite, die in Abbildung 1 genannt sind, sind das 339 Mrd. Euro an Krediten, die von der deutschen Bundesbank stammten. Hinzu kommen die internationalen Hilfspakete für die einzelnen Krisenstaaten. Für Griechenland wurden im Rahmen des ersten Hilfspaketes der Euroländer mehr als 15 Mrd. Euro bilateral gezahlt. Zum zweiten Griechenland-Paket von der EFSF (bisher ausgezahlt 127 Mrd. Euro) trägt Deutschland wieder knapp 43% bei, also 54 Mrd. Euro. An den Hilfen des IWF an Griechenland von bisher rund 25 Mrd. Euro beteiligt sich Deutschland – gemäß dem deutschen Kapitalanteil am IWF – mit gut 6%, also knapp 2 Mrd. Euro. Insgesamt hat Deutschland also außerhalb der EZB-Hilfen 71 Mrd. Euro für Griechenland zur Verfügung gestellt. An Irland haben EFSM, EFSF und IWF bisher rund 22 Mrd. Euro, 13 Mrd. Euro und 20 Mrd. Euro ausgezahlt. Auf Deutschland entfallen bei den Mitteln des EFSM rund 4 Mrd. Euro (etwa 20%, wie der Anteil Deutschlands an den EU-Einnahmen), bei den Mitteln der EFSF gut 5 Mrd. Euro

lands Sparer seien die großen Profiteure der Rettungsaktionen, weil sie von den anderen noch gesunden Euroländern mitgerettet würden, ist also fragwürdig. Wenn sie die Profiteure sind, so nur in dem Maße, wie es ihnen gelingt, die Kosten der Rettung auf andere Steuerzahler in Deutschland abzuwälzen. Deutsche Bürger in ihrer Gesamtheit sind sicherlich keine Profiteure.

Wie wertvoll der Versicherungsschutz ist, den die staatlichen Gremien kostenlos anbieten, zeigt Abbildung 2. Dort wird die Entwicklung der CDS-Versicherungsprämien für die Staatspapiere der GIPSIZ-Länder seit 2005 dargestellt. Die Prämien messen den jährlichen Avalzinssatz, zu dem sich die Gläubiger gegen einen Ausfall ihrer Schuldner versichern können. Man erkennt, dass die CDS-Versicherungsprämien für alle Länder mit dem Ausbruch der Krise sehr stark anstiegen, sich aber mit Ausnahme von Griechenland, das man offenkundig verloren glaubte, seit dem Herbst 2011 wieder verringert haben. Dahinter steckt unzweifelhaft die Erwartung der Märkte, dass die EFSF zu der dauerhaften Rettungseinrichtung ESM umgewandelt werden würde, und später auch die Ankündigung des OMT-Programms, denn beides hat die Sicherheit der Staatspapiere deutlich gesteigert. Im vierten Quartal 2011 lagen die CDS-Prämien für die Versicherung der Staatspapiere der fünf verbleibenden Krisenländer bei 4,1%, wenn man die Höhe der Staatsschulden als Gewichte verwendet. Im ersten Quartal 2013 lagen die Prämien dagegen nur noch bei 2,5%. Bezogen auf die derzeit (Ende 2012) vorhandene aggregierte Staatsschuld dieser Länder entspricht diese Prämienenkung einem ökonomischen Vorteil von ca. 53 Mrd. Euro pro Jahr.<sup>57</sup> Daran hat Deutschland einen Anteil von ca. 23 Mrd. Euro.<sup>58</sup> Dies sind grobe Schätzwerte oder besser Anhalts-

**Abb. 2**  
Die Entwicklung der CDS-Prämien für zehnjährige Staatspapiere der Krisenländer



Quelle: Datastream, Thomson Reuters CDS, 5. Juni 2013.

Hinweis: Der Preis für die CDS-Absicherung gegen einen griechischen Staatskonkurs stieg bis zum Februar 2012 auf über 10 000 Basispunkte (100%) und wird seitdem nicht mehr auf dem Markt bestimmt.

punkte für den jährlichen ökonomischen Wert der angebotenen Schutzsysteme.

Der deutsche Staat könnte das Risiko, das er mit dem OMT-Programm und dem ESM eingeht, jederzeit auch dadurch übernehmen, dass er in entsprechendem Umfang selbst CDS-Versicherungen für weltweite Risiken verkauft. Dann könnte er die 23 Mrd. Euro für eine ähnliche Versicherungsleistung erwerben, wie er sie derzeit umsonst erbringt.

Gesetzt den Fall, die Staatengemeinschaft hätte ihren Schutz so perfektioniert, dass jegliches Restrisiko verschwunden wäre. Ein plausibler Wert für diesen zusätzlichen Schutz wird durch die durchschnittlichen CDS-Versicherungsprämien für die fünf Krisenländer (außer Griechenland) während der Jahre 2009 bis 2012 angegeben, wie sie sich trotz der bisherigen Rettungsaktivitäten noch ergaben. Auf der Basis der Ende 2012 vorhandenen Staatsschulden dieser Länder läge der Erlös aus der Bereitstellung einer solchen zusätzlichen Versicherung bei 72 Mrd. Euro pro Jahr. Wenn Deutschland sich mit den anderen nicht zur GIPSIZ-Gruppe gehörenden Ländern zusammengeschlossen hätte, um ein solches Angebot zu unterbreiten, könnte es pro Jahr eine weitere Versicherungsprämie von 31 Mrd. Euro pro Jahr einnehmen.<sup>59</sup>

Vielfach wird der Standpunkt vertreten, die Rettungspolitik der Staatengemeinschaft und der EZB helfe, den Zinsanstieg, den die Märkte seit dem Ausbruch der Krise von den GIPSIZ-Ländern verlangen, abzufedern und auf ein erträgliches und ökonomisch vertretbares Niveau zu reduzieren.

**Fortsetzung Fußnote 56:**

(43%) und bei den Mitteln des IWF gut 1 Mrd. Euro (6%). In der Summe hat Irland also zusätzlich zu den EZB-Hilfen etwa 11 Mrd. Euro von Deutschland erhalten.

An Portugal gingen bisher ebenfalls Hilfszahlungen von EFSM (22 Mrd. Euro), EFSF (19 Mrd. Euro) und IWF (ebenfalls 22 Mrd. Euro), wozu Deutschland entsprechend der gerade genannten Quoten gut 4 Mrd. Euro, 8 Mrd. Euro und gut 1 Mrd. Euro beitrug. Für dieses Land addiert sich der deutsche Beitrag über die offiziellen Rettungsschirme auf knapp 14 Mrd. Euro. Spanien wurden vom ESM 41 Mrd. Euro, Zypern 2 Mrd. Euro überwiesen. Zwar gibt es beim ESM keine spezifische Haftung für konkrete Einzelmaßnahmen, und es fehlt die automatische Heraufsetzung der Prozentsätze wegen der sogenannten »stepping out guarantors« wie bei der EFSF, doch rein rechnerisch trägt Deutschland gemäß seinem ESM-Schlüssel 27%, also gut 11 Mrd. Euro für Spanien und etwa ½ Mrd. Euro für Zypern. An der bisherigen Zahlung des IWF an Zypern (knapp 0,1 Mrd. Euro) ist Deutschland schließlich mit etwa 5 Mill. Euro beteiligt. In der Summe beläuft sich die Kreditvergabe Deutschlands an die Krisenländer, inklusive der Hilfen, die über die EZB liefen, auf knapp 447 Mrd. Euro (339 + 71 + 11 + 14 + 11 + 0,5). Bezogen auf die insgesamt geleisteten 1 158 Mrd. Euro sind das 38,6%.

<sup>57</sup> Die Staatsschuld der Krisenländer außer Griechenland lag Ende 2012 bei 3 285 Billionen Euro.

<sup>58</sup> Der Kapitalanteil Deutschlands an der EZB ohne die GIPSIZ-Länder liegt bei 42,84%.

<sup>59</sup> Die durchschnittliche CDS-Prämie für die fünf Krisenländer in den Jahren 2009 bis 2012 war 2,2% der versicherten Staatsschulden. Die Staatsschulden dieser Länder Ende 2012 lagen bei 3 285 Mrd. Euro. Der Kapitalanteil Deutschlands an der EZB ohne die GIPSIZ-Länder liegt bei 42,84%.

Das suggeriert, dass die Zinslast dieser Länder gegenüber dem Ausland in der Krise angestiegen ist, nur nicht so viel, wie die »irrationalen« Märkte es verlangen.

In Wahrheit ist freilich die Belastung der GIPSIZ-Länder mit Zinsen, die sie an das Ausland zahlen, gefallen. Sie ging von 2008 auf 2012 um 24% zurück, obwohl die von diesen Ländern aufgenommenen Auslandsschulden um 219 Mrd. Euro oder 13% anstiegen und die Marktzinssätze geradezu explodierten, was allseits beklagt und als Hauptproblem der Krise angesehen worden war.<sup>60</sup>

Abbildung 3 zeigt die Entwicklung der Vermögenseinkommen, die von den Krisenländern netto an das Ausland gezahlt wurden, seit dem Jahr 2000. Man erkennt, dass die Zinslast der GIPSIZ-Länder vor der Krise im Zuge der überbordenden Außenverschuldung dieser Länder immer mehr anstieg, aber erstaunlicherweise bereits im Jahr der Lehman-Krise (2008) ihr Maximum erreichte und dann trotz der wachsenden Schulden und Marktzinssätze wieder fiel.

Dieses erstaunliche Phänomen kann nur dadurch erklärt werden, dass die Krisenländer keine Marktzinssätze zahlten, sondern nur die politisch festgelegten Zinssätze auf die öffentlichen Ersatzkredite, die ihnen über die Rettungsschirme der EZB und der Staatengemeinschaft zur Verfügung gestellt wurden. Wie anhand Abbildung 1 schon er-

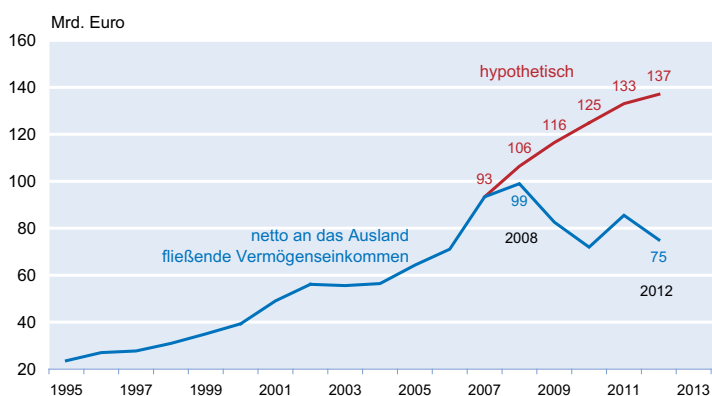
läutert wurde, handelt es sich dabei an erster Stelle um Kredite mit neu geschaffenen Geld, das die Notenbanken der GIPSIZ-Länder zu Zinssätzen von 1% und weniger an die privaten Geschäftsbanken verliehen (Target-Kredite) sowie um Kredite in Form von Staatspapierkäufen, die selbst zinssenkend wirkten. Zusammen machen diese beiden Posten etwa 70% der gesamten Rettungskredite aus (vgl. Abb. 1).

### 5. Ökonomische Bewertung der EZB-Politik

Mit den verbilligten Refinanzierungskrediten, die die Notenbanken der GIPSIZ-Länder ihren Geschäftsbanken gaben und die zum Überschwappen der durch die EZB-Kredite geschaffenen Liquidität in andere Länder führte, wie es durch die Target-Salden gemessen wird, hat die EZB den bedrängten Ländern öffentlichen Kredit gegeben. Der Kredit floss zum Teil in die Privatwirtschaft. Zum erheblichen Teil floss er während der Krise aber, wie gezeigt wurde, den Staaten zu. Die Banken verwendeten ihn nämlich für den Kauf von Staatspapieren, die sie selbst als Pfänder bei ihren Notenbanken einreichten. Dies war eine mittelbare Staatsfinanzierung durch das EZB-System. Der hier gewährte Kredit unterscheidet sich in seinem ökonomischen Kern nicht von dem Kredit, der auch vom staatlichen Rettungsfonds ESM vergeben wird. Selbst die Haf-

tung ist ähnlich. Wenn der Euro überlebt, doch die Schuldner in Konkurs gehen, trägt Deutschland, wie erläutert, in beiden Fällen ein Risiko gemäß seinem EZB-Kapitalanteil. (Sollte der Euro zerbrechen oder Deutschland austreten, ist die Haftung wegen der ungleichen Verteilung der Target-Forderungen allerdings größer.) Da sich bei den Operationen grundsätzlich weder die internationale Verteilung der zirkulierenden Geldmenge noch die Höhe der insgesamt zirkulierenden Geldmenge ändert, sind sie als eine *fiskalische Regionalpolitik* einzustufen, die gefährdeten Regionen die Möglichkeit gibt, sich günstiger als zu Marktbedingungen zu verschulden. Dies stellt einen versteckten und weder durch die europäischen Verträge noch durch die nationalen Parlamente oder das Europaparlament legitimierten Sonderfinanzausgleich zwischen den Staaten der Eurozone dar. Dieser Finanz-

**Abb. 3**  
Nettozinsszahlungen der GIPSIZ-Länder an das Ausland <sup>a)</sup>



<sup>a)</sup> Inklusive aller Vermögenseinkommen.

Hinweis: Für Zypern liegen die Daten erst ab 1999 vor. Die obere, rote Kurve zeigt die fiktive jährliche Belastung der GIPSIZ-Länder durch die Nettozahlung von Vermögenseinkommen an das Ausland, die sich ergeben hätte, wäre der durchschnittliche Zinssatz auf dem Niveau von 2007 geblieben und wäre die Zahlung der Nettokapitalerträge an das Ausland in Proportion zur Nettoauslandsverschuldung gewachsen, wie sie sich durch die Akkumulation der Leistungsbilanzdefizite seit 2008 ergab. Die Kurve zeigt nicht die hypothetische Entwicklung unter Berücksichtigung der wachsenden Zinssätze, die stark von der Fristigkeitsstruktur der Staatsschulden beeinflusst wird. Sie ist also als gedankliche Untergrenze der Zinsbelastung zu interpretieren, die sich ohne die zinssenkenden Interventionen, aber mit der gleichen Entwicklung der Schulden ergeben hätte.

Quelle: Eurostat, *Wirtschaft und Finanzen*, Zahlungsbilanz – Internationale Transaktionen, Zahlungsbilanzstatistiken und Auslandsvermögensstatus.

<sup>60</sup> Die aufgenommenen Schulden sind nicht die Schulden, wie sie in der Nettovermögensposition der Länder zum Ausdruck kommen, denn dort wird die Schuld zu ihrem Marktwert und nicht zum nominalen Kreditbetrag berechnet, und es wird ferner der griechische Schuldenschnitt in Höhe von 110 Mrd. Euro abgezogen.

ausgleich ist auch dysfunktional, da der Ausgleich nicht an objektiven Kriterien wie dem relativen Reichtum oder den Einkommensdifferenzen anknüpft.

Auch die realisierten Käufe der Staatspapiere im Rahmen des SMP-Programms der EZB sind, da sie sterilisiert werden, rein fiskalische Kredite, die keinen unmittelbaren Einfluss auf die regionale Verteilung der Geldmenge haben. Die Staatengemeinschaft gewährt sie auf dem Wege über die EZB bestimmten Staaten, ähnlich wie sie diesen Staaten solche Kredite über den Rettungsfonds ESM gewährt.

Die angekündigten Käufe der Staatspapiere im Rahmen des OMT-Programms kommen einer kostenlosen CDS-Versicherung für Staaten gleich, wie man sie auch am Markt erwerben kann. Ohne den Schutz dieses Programms müssten die Staaten wesentlich höhere Risikoprämien in ihren Zinsen am Kapitalmarkt zahlen.

Das OMT-Programm ist identisch zum SMSF-Programm im Rahmen des Rettungsfonds ESM, das genau die gleiche Schutzfunktion ausübt und die Hilfen im Notfall nach den gleichen Regeln gewähren würde. Die Steuerzahler sind in beiden Fällen in gleicher Weise an der Haftung beteiligt. Die Versicherungsleistung ist eine fiskalische Aufgabe, die man eigentlich den Märkten, hilfsweise vielleicht dem demokratisch kontrollierten ESM, aber vermutlich nicht der Entscheidung des EZB-Rates überlassen sollte.

Manchmal wird gesagt, das OMT koste die Staatengemeinschaft nichts. Schließlich hätten sich die Märkte beruhigt, obwohl die EZB noch kein Geld ausgegeben habe. Dieser Standpunkt ist aus ökonomischer Sicht nicht haltbar, denn der Versicherungsschutz hat gerade auch dann einen ökonomischen Wert, der am Markt bezahlt wird, wenn der Schadensfall gar nicht eintritt.

Der CDS-Markt, auf dem sich auch die Gläubiger von Staaten absichern können, existiert und funktioniert. Er hat weltweit ein Versicherungsvolumen von 20 Billionen Euro und ist zweifellos in der Lage, die Staatsschulden der GIPSIZ-Länder, die bei 3,285 Billionen Euro liegen, zu versichern.<sup>61</sup>

Die fiskalischen Kredit- und Versicherungsoperationen verlagern öffentliches Kapital oder geben privatem Kapital Geleitschutz auf dem Weg in die Krisenländer. Sie führen zu Haftungsrisiken für die Steuerzahler und verlagern Kaufkraft, wirtschaftliche Aktivitäten und nicht zuletzt Lohner-

höhungsspielräume vom Norden in den Süden des Euroraums. Vermutlich sind diese Effekte nicht so stark, dass sie die Selbstkorrektur des Kapitalmarktes, der Deutschland einen Bauboom beschert hat, aufheben können. Doch sie stellen eine Kraft dar, die Deutschlands Wachstum dämpft. Diese Kraft verlangsamt die notwendige Korrektur der Leistungsbilanzdefizite, weil Deutschland dann tendenziell weniger Lohnsteigerungen hat und sich weniger Importe leistet, während bei den Südländern der Zwang, Leistungsbilanzüberschüsse aufzubauen, um die Außenschulden zurückzuzahlen, verringert wird. Auch in dieser Hinsicht unterscheiden sich die Rettungsoperationen der EZB nicht von anderen Maßnahmen der regionalen Fiskalpolitik.

Ähnliche Formen der fiskalischen Regionalpolitik gibt es innerhalb des US-amerikanischen geldpolitischen Systems nicht, obwohl dieses System mit seinen zwölf weitgehend autonomen Distriktnotenbanken und dem Federal Reserve Board ansonsten vergleichbare Strukturen aufweist.

In den USA wird die Geldversorgung vor allem auf dem Wege der Offenmarktpolitik, konkret der Käufe von bundesstaatlichen Wertpapieren (zumeist durch die New York Fed), durchgeführt. Gefährdete Einzelstaaten erhalten keinerlei Hilfe aus der Druckerpresse. Kalifornien und Illinois, die sich derzeit in erheblichen Schwierigkeiten befinden, können nicht davon ausgehen, dass neu emittierte Staatspapiere irgendwann bei der Fed landen, und sie müssen deshalb damit rechnen, dass ihre Gläubiger immer höhere Zinsen verlangen, wenn sie zu viel davon ausgeben. Das reduziert ihren Verschuldungsdrang ganz erheblich. Die Notenpresse steht zur Lösung ihrer Finanzprobleme nicht zur Verfügung.

Die Zurückhaltung bei der Finanzierung der Einzelstaaten liegt im Wesentlichen wohl daran, dass die Distrikte der Fed sich nicht mit den Landesgrenzen decken und die Leitung der District Feds, die private Institutionen sind, in der Hand von Technokraten liegt, die von den Banken statt von politischer Seite bestimmt werden. Beides hält den Einfluss der lokalen Politik gering und verhindert, dass es zu der Umfunktionierung der lokalen Notenbanken zu Einrichtungen der regionalen Fiskalpolitik kommen kann wie in Europa.

Auf der bundesstaatlichen Ebene gilt diese Zurückhaltung allerdings nicht. Der Bundesstaat wird in den USA auf dem Wege über Staatspapierkäufe tatsächlich auch aus der Notenpresse finanziert, was einer der Gründe für die überbordenden Bundesschulden in den USA ist.

Auch in den USA gibt es zusätzlich zur Geldpolitik über Offenmarktgeschäfte die lokale Geldschöpfung über Refinanzierungskredite zugunsten lokaler Banken (discount wind-

<sup>61</sup> Vgl. ISDA, International Swaps and Derivative Association, *ISDA Market Survey*, Notional amounts outstanding, semiannual data, all surveyed contracts, 1987-present, <http://www2.isda.org/functional-areas/research/surveys/market-surveys/>.



ows und andere Formen von Refinanzierungskrediten). Ein Missbrauch durch eine Unterbietung der Kapitalmärkte mit der elektronischen Notenpresse ist aber ausgeschlossen, weil jedwede übermäßige lokale Geldschöpfung, die auf dem Wege von Überweisungen zu Target-ähnlichen Salden (dort ISA-Salden genannt) führt, einmal im Jahr (im April) durch die Hergabe von Eigentumsrechten an dem Offenmarktportfolio ausgeglichen werden muss. Während die Eurozone ein System hat, das es den einzelnen Notenbanken erlaubt, zusätzliche Regionalkrediten zu vergeben und dafür grenzenlos bei der EZB anschreiben zu lassen, verhindert die Beschränkung der Offenmarktgeschäfte auf Papiere des Bundes die Vergabe solcher Regionalkredite in den USA grundsätzlich, und wenn sie aufgrund beschränkter Refinanzierungsoperationen doch einmal auftauchen sollten, verlangen die Gläubigernotenbanken der USA den regelmäßigen Umtausch der Buchschulden in marktgängige Vermögensobjekte, also die Verbriefung dieser Schulden.

Die Verbriefung der Schulden zu Marktbedingungen eliminiert nicht nur den Zinsvorteil des Kredits aus der lokalen Druckerpresse, sondern schafft eine grundsätzlich andere Anreizsituation als in der Eurozone.

Die Verbriefung hat zusätzlich den Vorteil, dass die Gläubigernotenbanken Forderungstitel erhalten, die im Prinzip dann noch einen Wert hätten, wenn der Dollar abgeschafft würde. Führt man die Verbriefung in Europa ein, bräuhete die Bundesbank den Untergang des Euro insofern nicht zu fürchten, und Deutschland hätte eine grundlegend andere Verhandlungssituation bei der Abstimmung über kostspielige Rettungsaktionen. Die verhängnisvolle Pfadabhängigkeit der Politik, die bei jeder neuen Krise die jeweils nächsten Rettungsschritte als alternativlos erscheinen lässt, wäre reduziert, und die EZB hätte nicht mehr die Möglichkeit, die Aktionen der Parlamente durch den freien Zugang zur Druckerpresse zu präjudizieren oder gar zu erzwingen.

Auch die Politik der Bank of England zeigt wenig Ähnlichkeit mit der Politik der EZB. Zwar ist unbekannt, wie sich dort die Target-Salden entwickelt haben, weil die entsprechenden Daten nicht veröffentlicht und vielleicht nicht einmal erhoben werden. Insofern lässt sich nicht ausschließen, dass auch dort Kreditoperationen mit fiskalischem Charakter zum Vorteil bestimmter Regionen durchgeführt werden. Indes achtet die Bank of England strikt darauf, dass sie unabhängige Entscheidungen nur im Bereich der Geldpolitik trifft. Sobald der Verdacht fiskalischer Implikationen besteht, zieht sie das Schatzamt hinzu und verlangt die demokratische Absicherung dieser Entscheidung. Dies hat der

Präsident der Bank of England bei seiner Abschiedsrede mit allem Nachdruck betont.<sup>62</sup>

Die fehlende demokratische Legitimation des EZB-Rates, der in der Eurozone alle Entscheidungen trifft, ist der tiefere Grund dafür, dass eine akribische Prüfung der Frage der Mandatsüberschreitung der EZB erforderlich ist. Im EZB-Rat hat jedes Land, ob groß oder klein, das gleiche Stimmrecht. Ferner haben die Mitglieder des EZB-Direktoriums jeweils ein Stimmrecht. Hinter dieser Konstruktion stand die Vorstellung, dass es sich um ein rein technokratisches Gremium handeln sollte, das nur eine eng begrenzte Geldpolitik ausführt, über die es wenig Disput und jedenfalls keine nationalen Interessengegensätze geben könne. Wenn dieser Rat aber Entscheidungen trifft, die fiskalische Implikationen haben und in die Verteilung der Kaufkraft und des Kapitals im Euroraum eingreifen, dann benötigt er eine demokratische Struktur, die dem Prinzip des gleichen Stimmgewichts aller Bürger des Euroraums folgt oder zumindest die Stimmgewichte nach den Haftungs- und Finanzierungsanteilen ausrichtet, wie es bei internationalen Organisationen wie z.B. dem Internationalen Währungsfonds und im ESM der Fall ist.

## 6. Politikmaßnahmen gegen Zinspreizungen: Die Begründungen der EZB

Die EZB hat bislang nicht erkennbar den Versuch unternommen, den mittelbaren Erwerb von maroden Staatspapieren auf dem Wege der mit Staatspapieren besicherten Refinanzierungsgeschäfte, der in der Krise riesige Ausmaße annahm, spezifisch zu begründen oder zu legitimieren. Das sukzessive Absenken der Sicherheitsstandards im Refinanzierungsgeschäft wurde ohne Berücksichtigung der Risiken wiederholt lediglich damit begründet, dass es notwendig sei, die Verfügbarkeit von Pfändern und damit Liquidität sicherzustellen.<sup>63</sup> Der Brief von Jens Weidmann, in dem er die Praxis kritisierte und eine Verbesserung der Sicherheit anmahnte, wurde nicht in einer für die Öffentlichkeit erkennbaren Weise beantwortet. Sie reagierte auch nicht, als die Rating-Agentur Moody's eine mögliche Her-

<sup>62</sup> Vgl. M. King, »Threats to Central Banks and their Independence«, Vortrag auf der Konferenz *Challenges to Central Banks in the 21<sup>st</sup> Century*, 25. März 2013, London School of Economics.

<sup>63</sup> Vgl. Europäische Zentralbank, *Maßnahmen zur weiteren Ausweitung des Sicherheitsrahmens und zur verbesserten Bereitstellung von Liquidität*, Pressemitteilung vom 15. Oktober 2008, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB\\_Pressemitteilungen/2008/2008\\_10\\_15\\_massnahmen.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2008/2008_10_15_massnahmen.pdf?__blob=publicationFile), bzw. dieselbe, *EZB kündigt Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe der Banken und der Geldmarktaktivität an*, Pressemitteilung vom 8. Dezember 2011, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB\\_Pressemitteilungen/2011/2011\\_12\\_08\\_geldmarktaktivitaet.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2011/2011_12_08_geldmarktaktivitaet.pdf?__blob=publicationFile), bzw. dieselbe, *EZB ergreift weitere Maßnahmen zur Erhöhung der Verfügbarkeit von Sicherheiten für Geschäftspartner*, Pressemitteilung vom 22. Juni 2012, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB\\_Pressemitteilungen/2012/2012\\_06\\_22\\_sicherheitenrahmen.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2012/2012_06_22_sicherheitenrahmen.pdf?__blob=publicationFile). Eine substanziellere, halboffizielle Stellungnahme findet man aber bei P. Cour-Thimann, *Target Balances and the Crisis in the Euro Area*, a.a.O.

abstufung Deutschlands mit dem Hinweis auf die durch die großzügige Refinanzierungspolitik angeschwollenen Target-Salden ankündigte.<sup>64</sup>

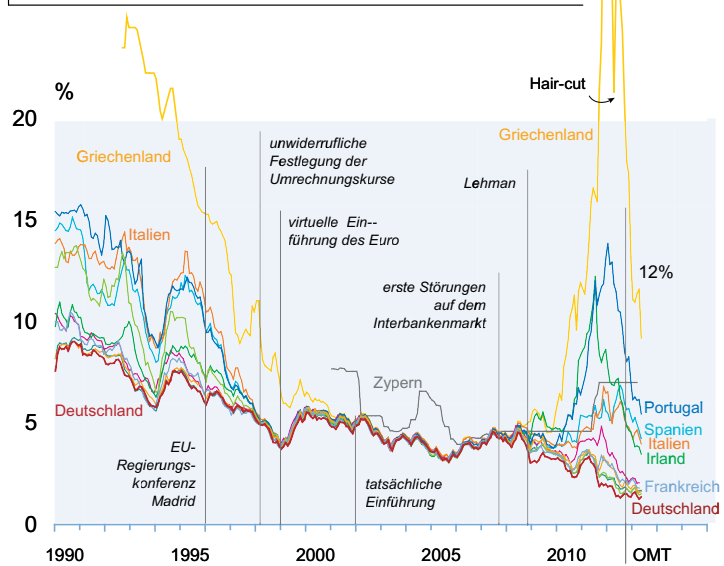
Die EZB hat sich stattdessen bei der öffentlichen Kommunikation auf den Erwerb von Staatspapieren auf dem Sekundärmarkt im Rahmen des OMT-Programms konzentriert.<sup>65</sup> Die Sekundärmarktkäufe begründet sie inhaltlich mit der nach ihrer Meinung gestörten Transmission geldpolitischer Maßnahmen. In der Krise hätten sich die Zinsen für Staatspapiere zu weit ausgespreizt. Es sei die Aufgabe des OMT, diese zusätzliche Zinsspreizung durch Marktinterventionen zu reduzieren, um damit die Transmission der Geldpolitik zu verbessern.

### 6.1 Die ökonomische Bedeutung von Zinsspreizungen

Bevor zu den Begründungen der EZB im Einzelnen Stellung genommen wird, ist es notwendig, sich die fundamentale Bedeutung von Zinsspreizungen in der Marktwirtschaft klar zu machen. Diese Spreizungen sind notwendig, um die unterschiedlichen Risiken der Investitionen adäquat im Zins abzubilden und die effektiven Zinsen im Sinne einer mathematischen Zinserwartung gleich zu machen. Der im Kreditvertrag vereinbarte Zins ist ja faktisch nur der Maximalzins, der unter günstigen Verhältnissen gezahlt wird. In Wahrheit wird aber häufig weniger, manchmal sogar nichts gezahlt. Allzu häufig gehen Schuldner in Konkurs, oder es gibt zur Abwendung eines Konkurses Zinsnachlässe, Schuldenschnitte oder Umschuldungen, die die Rückzahlung in der Zeit strecken und mindestens temporäre Zinsausfälle bedeuten. So gab es in der Nachkriegszeit (1950 bis 2010) nicht weniger als 186 Umschul-

dungen von Staatspapieren in 95 Ländern.<sup>66</sup> Je nach der Bonität der Schuldner werden die zinsmindernden Ereignisse als unterschiedlich wahrscheinlich angesehen und führen deshalb zu mehr oder weniger starken Differenzen zwischen dem Nominalzins,

**Abb. 4**  
Zinsen auf zehnjährige Staatspapiere der Euroländer



Quelle: Thomas Reuters, Datastream, Data Category: Interest Rates, Benchmark Bonds.

der im Kreditvertrag genannt wird, und dem effektiven Zins, wie er sich im Durchschnitt der denkbaren Szenarien ergibt. Die Nominalzinsen müssen also unterschiedlich sein, um die effektiven Zinsen gleich zu machen.

Als der Euro auf dem Gipfel von Madrid im Jahr 1995 eingeführt wurde, mussten die heutigen Krisenländer ähnlich wie heute im Vergleich zu Deutschland allesamt hohe Risikoaufschläge im Nominalzins akzeptieren, denn damals entzogen sich diese Länder regelmäßig durch Inflation und Abwertung ihrer Währungen eines Teils der vereinbarten Rückzahlungen und Zinsen. Das wurde von den Kapitalanlegern in Form von entsprechenden Zinsaufschlägen antizipiert. So mussten Italien, Irland, Spanien und Portugal in den fünf Jahren von 1991 bis 1995 im Schnitt 3,7 Prozentpunkte mehr an Zinsen für zehnjährige Staatspapiere zahlen als Deutschland. Nach dem Gipfel kam es aber bis zum Zeitpunkt der unwiderruflichen Festlegung der Wechselkurse im Mai 1998, also innerhalb von nur gut zwei Jahren, zu einer fast perfekten Zinskonvergenz. Die Zinsunterschiede schrumpften

<sup>64</sup> Vgl. Moody's, *Moody's Changes the Outlook to Negative on Germany, Netherlands, Luxembourg and Affirms Finland's Aaa Stable Rating*, 23. Juli 2012, London, [http://www.moody's.com/research/Moodys-changes-the-outlook-to-negative-on-Germany-Netherlands-Luxembourg-PR\\_251214?lang=de&cy=ger](http://www.moody's.com/research/Moodys-changes-the-outlook-to-negative-on-Germany-Netherlands-Luxembourg-PR_251214?lang=de&cy=ger). Wörtlich schrieb die Agentur: »The second and interrelated driver of the change in outlook to negative is the increase in contingent liabilities ... The contingent liabilities stem from bilateral loans, the EFSF, the European Central Bank (ECB) via the holdings in the Securities Market Programme (SMP) and the Target 2 balances, and – once established – the European Stability Mechanism (ESM).«

<sup>65</sup> Vgl. Europäische Zentralbank, *Monatsbericht* September 2012, S. 7. Dort heißt es: »Mit diesen Geschäften soll der Transmissionsmechanismus in allen Euro-Ländern sichergestellt und die Einheitlichkeit der Geldpolitik gewahrt werden. Die OMTs versetzen das Eurosystem in die Lage, gegen schwere Verwerfungen an den Staatsanleihenmärkten vorzugehen, was insbesondere auf unbegründete Ängste seitens der Anleger bezüglich der Reversibilität des Euro zurückzuführen sind. Diese kommen unter anderem im Auseinanderdriften der Renditen von kurzfristigen Staatsanleihen bis Juli 2012 zum Ausdruck. In einem solchem Umfeld steht mit den OMTs ein hochwirksamer Sicherungsmechanismus zur Vermeidung destruktiver Szenarien, die gravierende Herausforderungen für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet beinhalten können, zur Verfügung.«

<sup>66</sup> Vgl. M.G. Papaioannou und C. Trebesch, »Sovereign Debt Restructurings 1950–2010 – Literature Survey, Data, and Stylized Facts«, *IMF Working Paper* Nr. 203, 2011. Eine Übersicht über Staatskonkurse im Laufe der Jahrhunderte bietet Streissler. Vgl. E. Streissler, *Honi soit qui mal y pense?*, Österreichische Akademie der Wissenschaften, Wien August 2011.

auf Zehntel Prozentpunkte, wo sie ein Jahrzehnt, bis etwa zur Lehman-Krise verblieben. Abbildung 4 illustriert das Geschehen. In dieser Phase gingen die Marktteilnehmer fälschlicherweise davon aus, dass die Schuldnerländer nun in der Lage sein würden, ihren Schuldendienst zu leisten, oder sie setzten für den Fall des Falles auf Rettungsaktionen der Staatengemeinschaft. In der Finanzkrise spreizten sich die Zinsen dann aber wieder in ähnlicher Weise, aber nicht ganz so weit, aus, wie es vor dem Gipfel von Madrid der Fall gewesen war. In den Jahren 2009 bis 2012 lagen die Zinsen der vier genannten Länder im Mittel um 3,3 Prozentpunkte über jenen von Deutschland. Befürchteten die Anleger damals Verluste durch Inflation und Abwertung der Währungen, so befürchteten sie nun den Staatskonkurs, Schuldenschnitte oder ebenfalls Abwertungen nach möglichen Austritten aus der Eurozone.

Auch der Maastrichter Vertrag geht mit Artikel 125 AEUV für das Eurosystem von der Grundannahme aus, dass einzelne Länder außerstande sein könnten, ihre Kreditverpflichtungen zu erfüllen, denn er schließt die Haftung durch andere Länder aus. Gerade auch im Eurosystem müssen sich deshalb die Zinsen nach der Bonität der staatlichen und privaten Kreditnehmer ausspreizen. Dass das nicht in hinreichendem Maße geschah, weil die Regulierung der Banken und Versicherungen Artikel 125 AEUV unterlief, wurde in Abschnitt 1 schon dargelegt. Die Eliminierung der Zinspreizung ist der Grund für die inflationären Kreditblasen der Länder Südeuropas, die diese Länder ihrer Wettbewerbsfähigkeit beraubte.

In der Marktwirtschaft gibt es grundsätzlich keine Legitimation für staatliche Instanzen, die Abschätzung dessen vorzunehmen, was der effektive Zins ist, denn es gehen sehr viele Imponderabilien in das Kalkül ein, die man nicht objektivieren kann. Vielmehr ist es nach dem Grundsatz der Vertragsfreiheit immer nur der Vermögensbesitzer selbst, der entscheiden muss, ob er den vereinbarten Nominalzins und weitere Kreditkonditionen wie z.B. die Gewährungen von Sicherheiten für angemessen hält. Niemand darf ihn zwingen, sein Vermögen zu anderen Konditionen zu verleihen, als jenen, mit denen er sich selbst zufrieden gibt.

Die freie Anlageentscheidung der Vermögensbesitzer ist neben der freien Arbeitsplatzwahl in der Tat eine der wesentlichen Triebkräfte des marktwirtschaftlichen Systems. Sie ist wesentlich verantwortlich für die allokativen Effizienz dieses Systems, für das Wachstum und den Wohlstand, den es hervorbringen kann. Für den formalen Nachweis dieser keineswegs trivialen Aussage in Form der sogenannten Hauptsätze der Wohlfahrtstheorie wurden Kenneth Arrow und Gérard Debreu Nobelpreise für Wirtschaftswissenschaften verliehen.

Eingriffe in die freie Preisbildung sind deshalb grundsätzlich schädlich für die Effizienz des wirtschaftlichen Prozesses.

Das gilt insbesondere auch für staatliche Garantiever sprechen, die die Wahrscheinlichkeit und das Ausmaß von Zahlungsausfällen von Schuldern reduzieren und somit die Gläubiger bewegen, sich mit niedrigeren nominalen Zinsen zufriedener zu geben. Solche Garantiever sprechen sind fiskalische Zinssubventionen, die in der Marktwirtschaft grundsätzlich fehl am Platze sind und die effiziente Allokation des Kapitaleinsatzes stören.

Die Europäische Zentralbank ist nach Artikel 119 und 120 AEUV dem marktwirtschaftlichen Prinzip verpflichtet. In Artikel 119,2 AEUV heißt es ausdrücklich, dass auch die einheitliche Währung nur »unter Beachtung des Grundsatzes einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb« zur Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik eingesetzt werden darf. So gesehen bedürfen Maßnahmen zur Verringerung der Zinspreizung eines eingehenden und stichhaltigen Nachweises von Marktfehlern sowie des weiteren Nachweises, dass diese Fehler nicht auch anderweitig behebbar sind.

## 6.2 Diskussion der Argumente der EZB

Im Folgenden werden die Begründungen, die der Prozessvertreter der EZB, Frank Schorkopf, liefert, im Einzelnen diskutiert.<sup>67</sup> Wie Schorkopf berichtet, ist die EZB der Meinung, dass die wachsende Zinspreizung zu Lasten der südlichen Länder eine Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus darstellt.<sup>68</sup> Dies lasse sich vor allem an drei Beobachtungen festmachen. Diese Beobachtungen werden hier wörtlich zitiert und erläutert:<sup>69</sup>

1. »Die Zinssätze von Staatsanleihen bestimmen maßgeblich mit, wie hoch die Zinsen für die Emission von Anleihen finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen sind (Preiskanal).«

Gemeint ist mit dieser Feststellung, dass die Störung des Marktgeschehens darin liege, dass die von den Märkten vermuteten Bonitätsrisiken der Staaten, die zu steigenden Zinssätzen führen, auch auf die Unternehmen eines Landes durchschlagen, die daraufhin höhere Zinssätze zahlen müssen als ähnlich gut geführte Unternehmen in anderen Ländern.

2. »Mit dem starken Ansteigen der längerfristigen Zinsen aufgrund der Störungen an den Anleihemärkten sinken auch die Kurse an diesen Märkten deutlich, sodass der finanzielle und der nichtfinanzielle Sektor erhebliche Portfolioverluste zu verzeichnen haben. Für die Banken reduziert sich dadurch ihre Fähigkeit zur Kreditvergabe an die Wirtschaft (Bilanzkanal).«

<sup>67</sup> Vgl. F. Schorkopf, *Stellungnahme der Europäischen Zentralbank*, a.a.O.

<sup>68</sup> Vgl. F. Schorkopf, a.a.O., S. 23 sowie Europäische Zentralbank, *Monatsbericht September 2012*, a.a.O., Abbildung E, S. 10.

<sup>69</sup> Vgl. F. Schorkopf, a.a.O., S. 21.

Mit dieser Aussage spricht der Prozessvertreter der EZB den Umstand an, dass steigende Zinssätze in den südlichen Ländern zu Marktwertverlusten bei privaten und öffentlichen Anleihen führen, die früher zu niedrigeren Zinsen ausgegeben wurden, bis ihre Effektivverzinsung der Verzinsung der neu ausgegebenen Anleihen angeglichen ist. Sofern der Marktwertverlust auch Vermögenstitel trifft, die von Banken gehalten werden, wird Eigenkapital bei diesen Banken vernichtet, was sie, wenn kein neues Eigenkapital zur Verfügung gestellt wird, zwingt, ihre Ausleihungen zu reduzieren, um nicht die regulatorischen Mindesteigenkapitalquoten zu verletzen.

3. »Bei ausgesprochen niedriger Liquidität an den Staatsanleihenmärkten würde die Verwendung von Staatsanleihen zur Besicherung von Refinanzierungsgeschäften eingeschränkt, was ebenfalls ein Hemmnis für die Kreditvergabe durch die Banken wäre (Liquiditätskanal).«

Hier geht es um den Umstand, dass Banken, wie oben erläutert, nur in dem Maße Refinanzierungskredit von ihren nationalen Notenbanken erhalten, wie sie in der Lage sind, dafür werthaltige Pfänder zu hinterlegen. Wenn sich der Bonitätsverlust der Staatspapiere bestimmter Länder in einer Erhöhung der Zinsen und einer Verringerung der Marktwerte der ausstehenden, längerfristigen Anleihen niederschlägt, dann reduziert sich die Möglichkeit der Banken, für den Erwerb dieser Staatspapiere oder auch für andere Zwecke Refinanzierungskredite, also frisch geschaffenes Geld, von ihrer nationalen Notenbank zu bekommen.

Die hier beschriebenen Beobachtungen sind korrekt. Sie sind aber keinesfalls ökonomische Begründungen für die Eingriffe in die Preisbildung, denn statt einer Störung des Marktprozesses beschreiben sie dessen effizientes Wirken.

#### Ad 1:

Sicher stimmt es, dass die Zinsen, die die Unternehmen eines Landes zahlen müssen, steigen, wenn es auch die Zinsen der Staatspapiere dieses Landes tun. Das ist aber kein Marktfehler, sondern eine sinnvolle Marktreaktion. Die Zinsen für Staaten steigen, wenn sich die Staaten mit ihren Schulden übernommen haben und die Anleger befürchten, dass es zu Schuldenschnitten oder gar einem Staatskonkurs kommt. Der Anstieg der Zinsen ist für die Staaten und die gesellschaftlichen Gruppierungen, von denen sie getragen werden, das richtige Signal, die Kreditvergabe einzuschränken und den schmerzlichen Weg der Steuererhöhungen zu gehen.

Länder, die lange Zeit auf adäquate Steuern verzichtet haben und in großem Umfang Schwarzmarktgeschäfte zuließen, haben ihre Bürger reich gemacht, größtenteils reicher

als die Bürger der Bundesrepublik Deutschland.<sup>70</sup> Nur Zinserhöhungen zwingen sie, diese Bürger und die Unternehmen nun zur Finanzierung der Staatsfinanzen heranzuziehen. Dies vermindert das private Vermögen und das Eigenkapital dieser Unternehmen mit der Folge, dass deren Konkursrisiko steigt. Das wachsende Konkursrisiko spiegelt sich in den steigenden Zinsen der Unternehmen wider. Die Unternehmen sitzen mit den Staaten, auf deren Hoheitsgebiet sie angesiedelt sind, quasi in einem Boot.

Dieser Umstand hat aber nichts mit einer Störung der Geldpolitik zu tun, sondern folgt einfach aus dem Umstand, dass die Staatsschulden nationale Schulden sind, die in Europa (noch) nicht vergemeinschaftet sind. Wären alle Unternehmen und Bürger der Eurozone dafür verantwortlich, die Schulden eines bestimmten Staates zurückzuzahlen, so würde sich die vom Prozessvertreter beklagte Übertragung der Zinserhöhung vom Staat auf die Unternehmen gleichmäßig auf alle Unternehmen des Euroraums verteilen. Sie sind dafür aber nicht verantwortlich! Es ist einzig und allein die Aufgabe der nationalen Staatsbürger und Unternehmen, ihren Staat mit angemessenen Steuermitteln auszustatten. Man kann nicht die Vergemeinschaftung der Staatsschulden im Euroraum mit dem Hinweis auf angebliche Störungen bei der Transmission der Geldpolitik präjudizieren.

#### Ad 2:

Richtig ist, dass der Eigenkapitalverlust durch eine Wertminderung der Bankaktiva die Banken zu einer Einschränkung ihrer Kreditvergabe zwingt, wenn ihnen kein neues Eigenkapital zufließt. Die verschiedenen regulatorischen Mindesteigenkapitalvorschriften zwingen dann zum »Deleveraging«.

Aber es ist nun wahrlich nicht die Aufgabe der EZB, die Banken durch Stützungskäufe der von ihnen gehaltenen Papiere vor Verlusten zu schützen, um eine anschließende Kreditkontraktion zu unterbinden.

Die Rekapitalisierung der Banken ist zunächst einmal die Aufgabe der Märkte. Es ist davon auszugehen, dass die Banken in der Lage sind, neue Aktien zu begeben, wenn sie diese Aktien billig genug verkaufen. Das schmälert die Ansprüche der Alteigentümer der Banken und nimmt ihnen einen Teil ihres Vermögens, aber es ist nun einmal die Aufgabe des Eigenkapitals, die Verluste wirtschaftlicher Fehlentscheidungen zu tragen. Sie sind nur das Pendant früherer Gewinne.

Sollte es nicht möglich sein, privates Kapital zu finden, weil die Abschreibungsverluste auf die Vermögensanlagen das

<sup>70</sup> Vgl. Europäische Zentralbank, *The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey*, Statistics Paper Series No 2/ April 2013, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecbsp2en.pdf?ed88f05c45cf37a55f75fa41ae533b2b>.



Eigenkapital überschreiten, können die Banken das dafür vorgesehene Hybridkapital heranziehen. Das geschieht in der Regel, indem die Ansprüche nachrangiger Gläubiger in Eigenkapital umgewandelt werden. Wenn das nicht reicht, können sukzessive die Forderungen anderer Gläubiger herangezogen werden. Das ist der normale Vorgang zur Rekapitalisierung der Banken, wie er auch bei der Bankenpleite Zyperns praktiziert wurde und nun zur Regel in der EU erhoben werden soll.<sup>71</sup>

Wenn einem Staat dieser Weg zur Rekapitalisierung der auf seinem Hoheitsgebiet ansässigen Banken nicht gefällt, etwa weil das Land als Finanzdienstleister Vertrauensschäden erleiden könnte, steht es ihm jederzeit frei, sich selbst an der Rekapitalisierung zu beteiligen und Eigentümer der Banken zu werden. Dieser fiskalische Lösungsweg steht ebenfalls zur Verfügung.

Es ist aber nicht Aufgabe der EZB, hier zu helfen, weil damit das Verlustrisiko bei den Staatspapieren, wie oben erläutert wurde, den Steuerzahlern anderer Länder aufgebürdet wird, ohne dass an der zugrunde liegenden Entscheidung die Parlamente Europas mitgewirkt haben. Und wenn sie doch implizit mitgewirkt haben, indem sie der EZB im Rahmen des Maastrichter Vertrages eine Generalermächtigung gegeben haben, was eine Rechtsfrage ist, die der Verfasser nicht beurteilen kann, dann haben sie es ganz sicher nicht im Bewusstsein der riesigen Vermögensrisiken getan, die heute offenkundig geworden sind. Den Deutschen waren diese Haftungsrisiken definitiv nicht bewusst, zumal sie von politischer Seite immer wieder negiert wurden.

So hat Helmut Kohl am 23. April 1998 in seiner Grundsatzrede vor dem Deutschen Bundestag zum Euro seinen Zuhörern durch Wiederholung des folgenden Satzes gleich zweimal versichert, dass Deutschland mit dem Maastrichter Vertrag keine Haftungsrisiken eingegangen sei:<sup>72</sup>

*»Nach der vertraglichen Regelung gibt es keine Haftung der Gemeinschaft für Verbindlichkeiten der Mitgliedstaaten und keine zusätzlichen Finanztransfers.«*

<sup>71</sup> Man vergleiche dazu die Stellungnahmen des EU-Wettbewerbskommissars: M. Barnier, *Meeting the Challenge of Europe's Long-term Financing Needs: A Pre-requisite for Jobs and Growth*, Rede Eurofi High Level Seminar, Dublin, 11. April 2013, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-13-308\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-13-308_en.htm?locale=en). M. Barnier, »Ich will die kleinen Sparer schützen«, *Handelsblatt*, Nr. 62, 28. März 2013, S.30/31, sowie M. Barnier, »Sparer sollen bei Bankenpleite haften«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung online*, 13. April 2013, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/eu-kommissar-barnier-sparer-sollen-bei-bankenpleite-haf-ten-12147592.html>.

<sup>72</sup> H. Kohl, »Rede vor dem Deutschen Bundestag bei der Aussprache über den Beschluss der Bundesregierung zur Festlegung des Teilnehmerkreises an der Dritten Stufe der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion«, 23. April 1998, Berlin, [http://helmut-kohl.kas.de/index.php?menu\\_sel=17&menu\\_sel2=&menu\\_sel3=&menu\\_sel4=&msg=1764](http://helmut-kohl.kas.de/index.php?menu_sel=17&menu_sel2=&menu_sel3=&menu_sel4=&msg=1764).

### Ad 3:

Ohne Zweifel stimmt es, dass eine Zinsspreizung zu Lasten der Staatspapiere der südeuropäischen Länder eine Verringerung der Marktwerte dieser Papiere bedeutet und damit die Möglichkeit reduziert, diese Papiere als Sicherheiten für Refinanzierungskredite einzusetzen. Insofern wird die mittelbare Finanzierung der Staaten durch die EZB, wie sie durch den Verleih neu geschaffenen Geldes in großem Umfang stattfand und in der Eurokrise noch weiter hochschnellte (vgl. Abschnitt 2.4), verringert. Dies mag man als Einschränkung der Transmission der Geldpolitik bezeichnen wollen.

Das sollte indes nicht darüber hinwegtäuschen, dass es gerade die exzessive Kreditvergabe der Banken in Südeuropa war, die die inflationäre Kreditblase erzeugte, die zum Verlust der Wettbewerbsfähigkeit und zu einer gewaltigen Kapitalvernichtung führte (vgl. Abschnitt 1). Die Einschränkung dieser Kreditvergabe durch die Selbstkorrektur der Kapitalmärkte nun als Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus anzusehen, ist nicht überzeugend, denn es handelt sich dabei um eine sinnvolle Marktreaktion.

Das Ziel der EZB, den Wert der Staatspapiere zu erhalten, um den Banken die Kreditvergabe zu erleichtern, reibt sich mit der Kernaussage von Artikel 123 AEUV, dass die EZB keine Kreditfazilitäten für Staaten bereitstellen darf, denn die Erleichterung der Kreditvergabe kommt natürlich in erster Linie jenen Wertpapieren zugute, die als Pfänder eingereicht werden. Je besser ein Wertpapier als Pfand für Refinanzierungskredite geeignet ist, desto größer ist der Anreiz für die Bank, dieses Wertpapier mit den Refinanzierungskrediten zu kaufen. Die in Abschnitt 3 beschriebene mittelbare Staatsfinanzierung mit frisch geschaffenen Geld der nationalen Notenbanken basierte auf der Besicherung der entsprechenden Refinanzierungskredite an die Banken mit den Staatspapieren, die mit diesen Krediten erworben wurden. Diesen Finanzierungsweg wählten die Staaten Südeuropas insbesondere, nachdem ihnen die Kredite, die der Kapitalmarkt zur Verfügung stellte, zu teuer geworden waren. Wenn diese Form von geldpolitischer Transmission gestört würde, so wäre das nur gut für die finanzielle Stabilität Europas und die Befolgung der Leitlinien, die der Maastrichter Vertrag der EZB gesetzt hat. Der Zweck dieser Leitlinien liegt ja gerade darin, den Staaten in kritischen Zeiten den Weg zur Druckerpresse zu verbauen, statt ihn zu erleichtern.

Im Übrigen wird die geldpolitische Transmission zu den Firmen Südeuropas eben gerade nicht verbaut, denn die akzeptierten Sicherheiten sind nicht auf Staatspapiere beschränkt. Die EZB akzeptiert ein ganzes Potpourri an privaten Schuldpapieren als Sicherheiten. Dazu gehören sowohl marktfähige als auch nicht marktfähige Papiere, insbesondere Bankschuldverschreibungen, forderungsunterlegte Wertpapiere, Unternehmensanleihen, Commercial Pa-

pers, Einlagenzertifikate und auch Asset-Backed Securities.<sup>73</sup> Als Bedingung wird nur gestellt, dass diese Papiere eine Handelszulassung an einem geregelten Markt oder einem von der EZB akzeptierten nicht geregelten Markt und ein Mindestrating von BBB– (Investment Grade) besitzen.<sup>74</sup> In Abhängigkeit der Sicherheit versieht die EZB zudem die hinterlegten Papiere gemäß interner Listen mit Sicherheitsabschlägen. Insofern gibt es überhaupt keinen grundsätzlichen Unterschied zwischen privaten und öffentlichen Schuldpapieren. Es kommt nur auf die Bonität und die Marktwerte an. Gerade eine Orientierung an den Marktwerten stellt sicher, dass die EZB keinen Kredit für inferiore Verwendungen mit unsicherer Rückzahlung vergibt. Wenn die Staatspapiere als Sicherheiten ausfallen, ist das nur gut für die Vergabe von Krediten an die Privatwirtschaft, denn dann müssen sich die Banken bemühen, deren Papiere zu erwerben und als Sicherheiten bei ihrer Notenbank einzureichen, damit sie sich am Refinanzierungsgeschäft beteiligen können. Bezüglich der Wirkung der Transmission der Geldpolitik in die Realwirtschaft ergibt sich also genau das Gegenteil von dem, was der Prozessvertreter der EZB behauptet. Die Geldschöpfung für die Staaten wird zwar gestört, aber die Geldschöpfung für die Privatwirtschaft wird gefördert.

Die These von der Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus wird vom Prozessvertreter der EZB des Weiteren mit dem Hinweis auf das Risiko des Auseinanderbrechens der Währungsunion begründet:<sup>75</sup>

*»Eine solche Störung liegt insbesondere dann vor, wenn die Europäische Zentralbank die Realwirtschaft im Eurogebiet als Ganzem mit ihren geldpolitischen Impulsen nicht angemessen erreichen kann, weil Teilnehmer auf den Staatsanleihemärkten sich vor einem Auseinanderbrechen des Euro-Währungsgebiets fürchten, weshalb es zu erheblichen Risikozuschlägen bei der Preisbildung bestimmter Staatsanleihen kommt.«*

Damit übernimmt die EZB eine Argumentation, die von der Forschungsabteilung der italienischen Notenbank in die Diskussion eingebracht wurde.<sup>76</sup> Sie konzediert, dass gewisse Zinsspreizungen hinzunehmen seien, dass aber Spreizungen, die aufgrund der Gefahr eines Zerbrechens der Eurozone entstehen, Marktfehler darstellen, weil diese Gefahr in Wahrheit gar nicht bestehe.<sup>77</sup>

<sup>73</sup> Für ein vollständiges Verzeichnis aller notenbankfähigen Sicherheiten, vgl. <http://www.ecb.int/paym/coll/html/index.en.html>.

<sup>74</sup> Eine Darstellung der Kriterien, die die EZB für die Notenbankfähigkeit von Papieren fordert, findet man unter <http://www.ecb.int/paym/coll/assets/html/index.en.html>.

<sup>75</sup> F. Schorkopf, *Stellungnahme der Europäischen Zentralbank*, a.a.O., S. 20.

<sup>76</sup> Vgl. A. Di Cesare, G. Grande, M. Manna und M. Taboga, »Stime recenti dei premi per il rischio sovrano di alcuni paesi dell'area dell'euro« (Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries), *Banca d'Italia Occasional Paper* 128, September 2012, zirkuliert ab Juni 2012, [http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/quest\\_ecofin\\_2/qef128](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/quest_ecofin_2/qef128).

Diese Position ist nicht haltbar, denn natürlich bestand und besteht die Gefahr, dass bestimmte Länder sich nicht in der Währungszone werden halten können, auch die Gefahr, dass das gesamte Eurosystem an seinen inneren Spannungen zerbricht. Das kann man heute nicht mehr ernsthaft abstreiten. Das Risiko des Zusammenbruchs besteht angesichts einer kaum noch beherrschbaren Arbeitslosigkeit in Südeuropa ganz offenkundig, denn viele Beobachter glauben, dass es nur noch eine Frage der Zeit ist, bis Austeritätsmüdigkeit und Rettungsmüdigkeit kollidieren und radikalere politische Parteien an die Macht bringen, die ihr Heil in der Auflösung des Euroverbunds sehen.

Das Risiko des Auseinanderbrechens der Eurozone kann Zinsunterschiede zwischen den beteiligten Ländern aber nicht per se erklären, auch nicht das, was die EZB als Störung der Transmission der Geldpolitik bezeichnet. Eine allgemeine Verunsicherung, die völlig symmetrisch ist und nicht zugleich ein Misstrauen gegenüber bestimmten Staaten ist, würde alle Länder gleichermaßen betreffen und deren Zinsen dann allenfalls gemeinsam gegenüber dem Rest der Welt erhöhen. Sie würde aber keine Zinsspreizungen verursachen, wenn jedes Land seine eigenen Währungen wieder einführen würde, und es dann nicht zu systematischen Ab- oder Aufwertungen käme. Insofern ist der von der EZB gewählte Begriff Redenominationsrisiko etwas unscharf.

Den Zusammenhang zwischen Austrittsszenarien und Zinsspreizungen gibt es in Wahrheit natürlich, aber nur wegen der Asymmetrien im Euroraum, die bei einem Austritt sichtbar werden.

- Zum einen wird die fehlende Wettbewerbsfähigkeit einzelner Länder dann zu Abwertungen führen, denn einige sind durch die inflationäre Kreditblase, die der Euro brachte, zu teuer geworden und müssen abwerten. Für Spanien, Griechenland und Portugal gehen die Erwartungen für die nötige Abwertung gegen 30%.<sup>78</sup> Da die Schulden nach der Lex Monetae vermutlich in nationale Währungen umgewidmet werden, müssen die Gläubiger der Länder in diesem Fall mit Abwertungsverlusten rechnen. Die Gefahr dieser Abwertungsverluste lassen sie sich im Vorhinein durch Zinsaufschläge bezahlen.
- Zum anderen reduziert der Zusammenbruch die Möglichkeit, die Schulden weiterhin über die EZB oder den ESM zu vergemeinschaften oder gar Eurobonds einzuführen. Die Gefahr, auf den Staatspapieren zum Schluss

<sup>77</sup> Der Präsident der EZB sprach davon, dass es »unbegründete Befürchtungen« (unfounded fears) bezüglich des Zusammenbruchs des Eurosystems gebe. Vgl. M. Draghi, Pressekonferenz, 6. September 2012, <http://www.ecb.int/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html>.

<sup>78</sup> Vgl. Goldman Sachs Global Economics, *European Economics Analyst*, Nr. 01, 15. März 2012 und Goldman Sachs Global Economics, *European Economics Analyst*, Nr. 03, 17. Januar 2013.

sitzen zu bleiben, weil ein Land in Konkurs geht und nicht mehr von anderen unterstützt wird, veranlasst die Gläubiger, höhere Zinsen zu verlangen.

Diese Aspekte bedeuten aber keine Störung der Transmission der Geldpolitik und legitimieren keine Intervention der EZB. Die Abwertungsgefahr resultiert aus der Inflation und fehlenden Zurückhaltung der Länder bei der Kreditaufnahme. Investoren, die sie mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit voraussehen, handeln rational, wenn sie Zinsaufschläge verlangen, und es ist auch effizient, dass die betroffenen Länder durch diese Zinsaufschläge veranlasst werden, ihre Kreditaufnahme zu begrenzen. Das Problem liegt in nationaler Verantwortung und ist nicht Sache der Staatengemeinschaft.

Und nur wenn der Euro erhalten bleibt, können die Inhaber von Staatsschuldtiteln davon ausgehen, dass diese Titel am Ende der Laufzeit durch Schuldensozialisierungsprogramme der Staatengemeinschaft oder der EZB aufgefangen werden. Die Fortexistenz des Euro bleibt insofern das implizite, von den Märkten so interpretierte Schutzversprechen, das es immer war und das die inflationäre Kreditblase erzeugte, die die Länder Südeuropas ihrer Wettbewerbsfähigkeit beraubte.

Richtig ist vor allem auch, dass es für die überschuldeten Länder nur im Euroverbund eine Chance gibt, die lange ersehnten Eurobonds einzuführen, mit Hilfe derer sich die alten Staatsschulden bei Fälligkeit sukzessive in gemeinsame Schulden überführen lassen. Nur wenn der Euroverbund als sakrosankt erklärt wird, haben überschuldete Länder ein Druckmittel für Eurobonds in der Hand, und nur dann entsteht für die Käufer der Staatsschuldbriefe die Sicherheit, die sie veranlasst, sich mit niedrigen Zinsen zufrieden zu geben.

Aber das ist alles nun wahrlich kein gutes Argument für das OMT, denn es heißt ja, das OMT mit dem Ziel einer Stärkung jener Kräfte zu begründen, die unter Verletzung des Artikels 125 AEUV auf eine Schuldensozialisierung in Europa hinarbeiten. Man kündigt mit dem OMT die Schuldensozialisierung an, um sie anschließend erzwingen zu können.

Damit überschreitet die EZB ihr Mandat. Die Entscheidung darüber, ob Schulden zu sozialisieren sind oder nicht und welche Länder der Währungsunion angehören sollten, ist nur von den demokratischen Repräsentanten der Staatengemeinschaft zu treffen und nicht von einem Gremium von Fachleuten, die eigentlich nur die Geldpolitik exekutieren und die Preise stabil halten sollen. Da hilft es auch nichts, wenn man solche fundamentalen Entscheidungen kurzerhand in den Bereich der Geldpolitik schiebt, damit man befugt ist, sie zu treffen.

Die EZB hat wiederholt betont, dass sie durch das OMT nicht die gesamte Zinsspreizung beseitigen will, sondern nur den Teil, der auf das Redenominationsrisiko zurückzuführen ist, womit sie das Abwertungsrisiko meint.<sup>79</sup> Sie misst dieses Risiko durch den Unterschied zwischen den Zinsspreizungen und den CDS-Prämien, die man für die Versicherung gegen einen Staatskonkurs zahlen muss, denn die CDS-Versicherung deckt das Abwertungsrisiko normalerweise nicht ab, jedenfalls nicht bei einem allgemeinen Zerfall des Euro, denn sonst müsste sie dann ja alle Staatsschulden der Eurozone übernehmen. Aber wie erläutert, folgt dieses Risiko nur aus der fehlenden Wettbewerbsfähigkeit und liegt damit in der Verantwortung eines jeden Staates selbst. Ein Problem irrationaler Märkte, das eine Sozialisierung des Risikos begründen würde, tritt in diesem Zusammenhang gar nicht auf.

Das OMT-Programm hilft den betroffenen Ländern im Übrigen nur vordergründig. In Wahrheit lähmt es wie alle Rettungsprogramme, die den Krisenländern niedrige Zinsen verschaffen, die Anreize, selbst nach einer Lösung der Probleme zu suchen. Dies zeigt ein Vergleich zwischen Irland und den anderen Krisenländern. Irland ist das einzige der Krisenländer, das bislang eine überzeugende Wende zum Besseren geschafft hat. Nur in Irland geht die Arbeitslosigkeit zurück, und wie Abbildung 4 zeigt, haben sich die irischen Zinsen vom allgemeinen Trend frühzeitig lösen können. Während die EZB argumentiert, dass sich die Zinsen seit dem Sommer 2011 wegen des Redenominationsrisikos weiter ausspreizten<sup>80</sup>, fielen die irischen Zinsen in dieser Zeit und liegen mittlerweile unter den italienischen Zinsen. Das lag nicht in erster Linie daran, dass Irland Mittel aus dem Rettungsschirm EFSF erhielt. Solche Mittel haben auch andere Länder erhalten. Es lag vielmehr vor allem auch an den eigenen Anstrengungen des Landes. So hat Irland als einziges der Krisenländer eine Korrektur seiner relativen Güterpreise geschafft, indem es schon seit 2006 eine rabiante Austeritätspolitik mit zweistelligen Lohnsenkungen akzeptierte. Der irische Preisindex für das Bruttoinlandsprodukt fiel von 2006 bis 2012 um 15% gegenüber den irischen Handelspartnern im Euroraum.<sup>81</sup> Es gibt kein weiteres Euroland, das seine Preise während der Krise in nennenswertem Umfang gesenkt hat. Die Radikalkur hat die irische Wettbewerbsfähigkeit wiederhergestellt und eine so deutliche Verbesserung der Leistungsbilanz erzeugt, dass die Gläubiger ihre Angst verloren und sich bei weiteren Ausleihungen an Irland mit niedrigeren Zinsen begnügten.

<sup>79</sup> Vgl. F. Schorkopf, *Stellungnahme der Europäischen Zentralbank*, a.a.O., S. 31.

<sup>80</sup> Vgl. M. Draghi, *The Euro, Monetary Policy and Reforms*, Speech on receiving an honorary degree in political science, LUISS Guido Carli University, Rome, 6 Mai 2013, <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130506.en.html>.

<sup>81</sup> Vgl. H.-W. Sinn, »Austerity, Growth and Inflation. Remarks on the Eurozone's Unresolved Competitiveness Problem«, CESifo Working Paper No. 4086, Januar 2013, S. 7 f., [http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1\\_wp4086.pdf](http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp4086.pdf).

Aus heutiger Sicht lag Irlands Vorteil darin, dass seine Immobilienblase schon im Jahr 2006 platzte, zwei Jahre früher als in den anderen Ländern, die erst nach der Lehman-Pleite in Schwierigkeiten kamen. Damals wurde Irland noch kein erleichterter Zugang zu den Refinanzierungskrediten des EZB-Systems gewährt. Die Target-Salden für Irland lagen bis zum Oktober 2010 praktisch bei null. Das Land musste sich selbst helfen und tat es durch seine Sparprogramme, die zur rabiaten Senkung seiner Löhne und Preise führten.

Alle anderen Krisenländer kamen hingegen gemeinsam nach der Lehman-Pleite in die Krise und sahen dann die Chance, ihre Probleme mit der Druckerpresse zu lösen, weil sie im EZB-Rat eine Mehrheit für die dramatische Lockerung der Besicherungspolitik bei den Refinanzierungskrediten zusammenbrachten, die in Abschnitt 2.3 beschrieben wurde. Die Rettung mit der Druckerpresse machte den irischen Austeritätskurs, also die Selbstrettung durch Sparsamkeit, entbehrlich und führte dazu, dass die anderen Länder trotz einer nun schon fast sechs Jahre währenden Krise nicht in der Lage waren, ihre Wettbewerbsfähigkeit zurückzugewinnen. Das OMT folgt dieser Logik.

Das irische Beispiel zeigt in aller Deutlichkeit, wo die Gefahren des OMT-Programms liegen. Es enthebt die Länder der Notwendigkeit, eigene Anstrengungen zur Verbesserung ihrer Wettbewerbsfähigkeit zu ergreifen und führt zur sklerotischen Verhärtung ihrer wirtschaftlichen Probleme, was die anderen Länder zwingt, immer mehr Rettungskredite zur Verfügung zu stellen und später die Kreditforderungen zu erlassen, was unweigerlich zu einer Transferunion führen wird.

Wenn die EZB nicht als Erfüllungsgehilfe nationaler Interessen von Ländern verstanden werden will, die ihrer Bevölkerung den irischen Kurs nicht zumuten wollen, sollte sie sich von ihrer These der angeblichen Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus verabschieden. Der Kurs zu einer europäischen Union verlangt statt blumiger Begriffe eine stabile Währung, die auf Vertrauen und Wahrhaftigkeit begründet ist. Dies allein gewährleistet auch die dauerhafte Reputation der Europäischen Zentralbank.

## 7. Zusammenfassung in Thesenform

**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 übermä-

ßigen 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 Eurländer 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 1 000 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 ELA-Kredite zu tolerieren, die die nationalen Notenbanken 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 Bundesbank 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 verbrieft 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 Investitionschrott 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 SMP-Programms 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 1 158 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 Demokratietheorieproblem 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 hinwill. 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. Mindes-

tens 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 Staaten des Eurosystems eine Nachschusspflicht haben oder nicht, was ggfs. bedeuten würde, dass die Notenbanken mit negativem Eigenkapital weiterarbeiten müssen. 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 Zins-einnahmen des Eurosystems aus dem Verleih selbst geschaffenen Geldes und das bereits vorhandene Eigenkapital im Umfang von 496 Mrd. Euro angegeben. Der Barwert des Zinsstroms aus dem Verleih des selbst geschaffenen Geldes ist bei statischer Rechnung gleich der Zentralbankgeldmenge, also 1 363 Mrd. Euro. Zusammen mit dem Eigenkapital ergibt sich ein Betrag von 1 858 Mrd. Euro. Deutschland kann dann also bis zu 506 Mrd. Euro verlieren. Dieser Betrag tritt zu der Maximalhaftung von 190 Mrd. Euro 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 maximal möglichen Verluste freilich, wenn verlorengegangenes Eigenkapital durch die beteiligten Staaten ersetzt wird, weil sie ihre Anstaltslast wahrnehmen. In diesem Fall kann das neue Eigenkapital natürlich ebenfalls verlorengehen.

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 zusammengenommen 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 Zins-einnahmen, 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.

Zerbrüche 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 Unternehmens-ebene 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 und als Pfänder einzusetzen, 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, der sollte auf fiskalische Hilfsmaßnahmen der Staatengemeinschaft setzen statt auf die versteckten und keiner demokratischen Kontrolle unterworfenen Maßnahmen des EZB-Rates, der, wenn man ihn weiter gewähren lässt, sich zum Hegemon der Eurozone aufschwingen wird.