

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

Hans-Werner Sinn*

Verantwortung der Staaten und Notenbanken in der Eurokrise

These 1

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

These 2

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

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

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

These 3

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

These 4

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

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

* Dies ist die Zusammenfassung in Thesenform. Das vollständige Dokument ist online zu finden: http://www.cesifo-group.de/Sinn-Juni2013_EZB-Kurs.

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

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

These 5

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

Über das Discount Window ist auch in den USA eine regionale Geldschöpfung möglich. Indes müssen die amerikanischen Target-Kredite einmal im Jahr durch die Hergabe von Eigentumsanteilen am Offenmarktportfolio zwischen den District-Zentralbanken 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 Investitionsschrott erklärt wurden, denn das beraubte die Banken Südeuropas ihrer Pfänder. Die EZB reagierte, indem sie auf das Erfordernis einer Mindestqualität für diese Staatspapiere verzichtete und im Mai 2010 im Rahmen ihres Securities Markets Programme (SMP) mit Stützungskäufen dieser Papiere begann. Diese Käufe hielten die Kurse hoch und die Zinsen niedrig.

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

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

These 7

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

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

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

These 8

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

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

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

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

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

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

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

These 9

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

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

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

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

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

Das könnten für die Krisenländer 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 Zinseinnahmen, die von den Banken der Krisenländer an die restlichen Zentralbanken abzuführen sind. Deutschland müsste dann unter Berücksichtigung von Forderungen der Krisenländer aus einem unterproportionalen Bargeldumlauf mit Verlusten in Höhe von 281 Mrd. Euro rechnen.

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

These 11

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

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

These 12

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

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

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

These 13

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

These 14

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

These 15

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

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

These 16

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

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

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

These 17

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

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

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

JEL Classification: E52, E58, E62