

Dirk Meyer

Stabilitätsgefahren für die EWU

Die Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise hat zu verschiedenen Kriseninterventionen geführt. Fiskalisch wurde im Rahmen des Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) eine Zweckgesellschaft zur Finanzierung insolventnaher Euro-Mitgliedstaaten gegründet, für die die Einzelstaaten mit Gewährleistungen haften. Darüber hinaus betreibt die EZB mit Maßnahmen der qualitativen und quantitativen Erleichterung der Liquiditätsversorgung eine unkonventionelle Geldpolitik. Vieles spricht dafür, dass diese als Krisenintervention eingesetzten Instrumente dauerhaft institutionalisiert werden. Mit ihnen sind jedoch Gefahren verbunden – in Hinblick auf einen Wandel hin zu einer Transferunion, die Geldentwertung und die Unabhängigkeit der EZB.

Der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus bildet die politisch logische Fortsetzung der Griechenlandhilfe.¹ Gestützt auf Art. 122 Abs. 2 Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) leisten die EU sowie deren Euro-Mitgliedstaaten „einem Mitgliedstaat, der aufgrund außergewöhnlicher Ereignisse, die sich seiner Kontrolle entziehen, von gravierenden wirtschaftlichen oder finanziellen Störungen betroffen oder von diesen ernstlich bedroht ist“², finanziellen Beistand. Ziel sei es, „die Stabilität, Einheit und Integrität der Europäischen Union zu wahren“³. Marktliche Dysfunktionalitäten wie die Gefahr einer Ansteckung weiterer Länder, „die sich nicht durch eine Änderung der Fundamentaldaten erklären lässt“⁴, sowie eine destabilisierende Spekulation werden als

offizielle Begründungen angeführt. Neben dem Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus, der Darlehen der EU in Höhe von 60 Mrd. Euro sowie Gewährleistungshilfen der Euro-Mitgliedstaaten durch eine zu gründende Zweckgesellschaft (European Financial Stability Facility, EFSF) im Umfang von 440 Mrd. Euro umfasst, bestehen unverbindliche Kreditzusagen des Internationalen Währungsfonds (IWF) von 250 Mrd. Euro.

Darüber hinaus hat die Europäische Zentralbank (EZB) auf zweifache Weise ihre bisherigen Grundsätze geldpolitischer Maßnahmen aufgegeben: durch eine Absenkung ihrer Anforderungen an die Beleihungssicherheiten (qualitative easing) sowie durch den Ankauf von Staatsanleihen (quantitative easing) auf dem Sekundärmarkt. Diese durchaus umstrittenen Maßnahmen werden mit der Absicht begründet, „den starken Spannungen in einigen Marktsegmenten entgegenzuwirken“⁵.

Gegenstand dieser Betrachtungen ist es zu zeigen, inwiefern beide Kriseninterventionen eine Reihe von Merkmalen verbindet, die die Instrumente sowohl in ein substitutives wie auch komplementäres Verhältnis stellen. Im Zentrum steht die Beeinflussung der Märkte für Staatsanleihen, die die Zweckgesellschaft und die EZB als „Marktmacher“ erscheinen lassen. Obwohl als akute und einmalige Krisenhilfen ausgegeben, gibt es Ansätze einer dauerhaften Institutionalisierung dieser

- 1 Die politische Logik dieser Einschnitte ist nur im Zusammenhang mit einer Reihe von Entwicklungen hinsichtlich des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (SWP) vollständig einzuschätzen. Erinnerung sei an den geplanten Automatismus von Sanktionen bei Verstößen noch vor der Währungsunion, der jedoch nicht eingeführt wurde. Sodann wurde Griechenland 2001 in die Euro-Zone aufgenommen, obgleich zumindest auf EU-Ebene hinreichende Informationen vorhanden waren, die zu entsprechender Vorsicht hätten Anlass geben sollen. Schließlich ist die zwischen Deutschland und Frankreich einvernehmliche Abschwächung des SWP im Jahr 2005 zu erwähnen, die in kurzer Sicht durch eigene Betroffenheiten hervorgerufen wurde. Siehe auch H.-J. Axt: Griechenlands Schuldenkrise: Gefahr für den Euro?, Diskussionspapier, Universität Duisburg-Essen, Institut für Politikwissenschaft, Duisburg 2010, S. 25 ff.
- 2 Art. 1 VO(EU) Nr. 407/2010 zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (ECOFIN 263 UEM 177 vom 10. Mai 2010).
- 3 Ebenda.
- 4 Begründung zum Gesetz zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen des europäischen Stabilisierungsmechanismus (EStabG). Vgl. auch die einleitenden Gründe zur VO(EU) Nr. 407/2010 zur Einführung eines europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (ECOFIN 263 UEM 177 vom 10. Mai 2010). Siehe ebenfalls J.-C. Trichet: Ich habe mein Leben lang gegen Inflation gekämpft, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Interview vom 22.5.2010, S. 12; sowie EZB (Hrsg.): Monatsberichte, Juni 2010, S. 36 f.

- 5 EZB (Hrsg.): EZB beschließt Maßnahmen, um den starken Spannungen auf den Finanzmärkten entgegenzuwirken, in: Pressemitteilung der EZB vom 10.5.2010, <http://www.bundesbank.de/download/ezb/presenotizen/2010/20100510.ezb.pdf> (Abrufdatum 15.6.2010).

Prof. Dr. Dirk Meyer lehrt Volkswirtschaftslehre, insbesondere Wirtschaftspolitik, an der Helmut Schmidt Universität, Universität der Bundeswehr Hamburg.

Maßnahmen. Damit gewinnt auch die Frage der EU-Vertrags- bzw. Verfassungskonformität an Bedeutung, die allerdings nur am Rande gestreift wird.

Ansätze einer dauerhaft institutionalisierten Kreditfazilität

Die EFSF wurde als Société Anonyme mit Sitz in Luxemburg als Zweckgesellschaft im Rahmen einer intergouvernementalen Vereinbarung der Euro-Mitgliedstaaten gegründet. Im Unterschied zur Griechenlandhilfe, bei der die Euro-Staaten bilateral Kredite gewähren, nimmt die EFSF direkt am Kapitalmarkt Fremdmittel auf und reicht sie den vom Zahlungsausfall bedrohten Staaten weiter. Zur Anleihenbesicherung erhält sie Garantien der Mitgliedstaaten, wobei sich der Garantieanteil der einzelnen Länder nach dem Kapitalschlüssel der EZB richtet.

Vereinbarungen über eine Darlehensfazilität dürfen im Rahmen der EFSF nur bis zum 30.6.2013 abgeschlossen werden (Art. 2 Abs. 10 EFSF-Rahmenvertrag). Damit wird bereits implizit von der Möglichkeit einer späteren Auszahlung der Kredite ausgegangen. Sodann bleibt der Gesellschaftsvertrag für unbestimmte Zeit solange in Kraft, wie nicht alle vertraglich vereinbarten Zahlungen aus EFSF-Krediten oder aus anderen an die Sicherungsgeber zu leistenden Zahlungen voll erfüllt sind (Art. 11 Abs. 1 EFSF-Rahmenvertrag). Erst danach – frühestens zum 30.6.2013 – sind die Euro-Mitgliedstaaten zur Liquidation verpflichtet, soweit „keine von einem Mitgliedstaat des Euro-Währungsgebiets ausgereichte Darlehen mehr ausstehen und alle von der EFSF ausgegebenen Finanzierungsinstrumente sowie beliebige den Sicherungsgebern zurückzuzahlende Beträge vollständig zurückgezahlt wurden“ (Art. 11 Abs. 2 EFSF-Rahmenvertrag). Diese Formulierung lässt den Schluss zu, dass im Falle eines langfristigen Zahlungsausfalls oder gar einer vertraglich vereinbarten Umschuldung, in deren Rahmen die Gläubiger dauerhaft auf einen Teil ihrer Ansprüche verzichten, die EFSF als Institution auf Dauer fortbesteht. Schließlich ist die Möglichkeit einer Verlängerung des Bestehens

der Gesellschaft sowohl in Art. 10 Abs. 7 EFSF-Rahmenvertrag als auch in Art. 4 EFSF-Satzung durch einen einstimmigen Beschluss der Euro-Mitgliedstaaten vorgesehen.

Ein wesentlicher Zweck der EFSF besteht in der Verbesserung des Kreditzugangs insolvenzgefährdeter Euro-Staaten. Da der damit einhergehende Zinsangleichungseffekt sowohl einen Europäischen Währungsfonds (EWF) wie auch die Gemeinschaftsanleihe kennzeichnet, kann die EFSF als Nucleus zur Gründung dieser Gemeinschaftsinstrumente angesehen werden. So besteht Übereinstimmung darin, „dass die EFSF bevollmächtigt wird, ... die Bedingungen zu gestalten und zu verhandeln Solange dies zu den auf dem Markt üblichen Konditionen möglich ist ..., ist diesen Finanzierungsinstrumenten ... dieselbe finanzielle Ausstattung zu geben wie den damit zusammenhängenden Darlehen“ (Art. 2 Abs. 2 EFSF-Rahmenvertrag). Zusätzlich kann die EFSF Finanzierungsinstrumente als eigenständige Maßnahme emittieren (Art. 4 Abs. 1 EFSF-Rahmenvertrag).

Zur Durchsetzung einer Zinsangleichung bei den Emissionen dienen der EFSF Mustervereinbarungen über eine Darlehensfazilität (Art. 2 Abs. 1 EFSF-Rahmenvertrag), ein Basisprospekt für jedes EFSF-Programm, Standardbedingungen für die zu emittierenden Finanzierungsinstrumente sowie ein Matched Funding (Art. 4 Abs. 1, 2, 4 EFSF-Rahmenvertrag). Zudem können die Sicherungsgeber durch einstimmigen Beschluss der EFSF „ein bestimmtes Maß an Flexibilität bei der Finanzierung gewähren ... („diversifizierte Finanzierungsstrategie“)" (Art. 4 Abs. 5 EFSF-Rahmenvertrag). Ebenso kann die EFSF „von den Sicherungsgebern auch die Übernahme von Bürgschaften gemäß der vorliegenden Vereinbarung für andere Zwecke verlangen, die eng mit der Emission von Finanzierungsinstrumenten verbunden sind“, um ein qualitativ hochwertiges Rating zu erhalten (Art. 2 Abs. 3 EFSF-Rahmenvertrag). Dies erlaubt der EFSF ein hohes Maß an eigenständigem Handeln im Sinne einer relativ unabhängig agierenden Finanzagentur.

Die freiwillige Zeichnung von Finanzierungsinstrumenten (Anleihen, Schuldscheinen Liquiditätswechseln, Schuldverschreibungen etc.), deren aufgenommene Mittel in quasiüberschuldete Volkswirtschaften fließen, zu nicht marktgerechten, niedrigeren Zinskonditionen am Kapitalmarkt setzt einen Bonitätstransfer finanzstärkerer Länder voraus. Diesbezüglich sehen die Vereinbarungen Maßnahmen zur Bonitätssteigerung (besser: Bonitätsegalisierung) (Art. 5 Abs. 1 a, b, c EFSF-Rahmenvertrag) vor:

Gewährleistungen unter verschiedenen Ausfallszenarien

Euro-Mitgliedsländer	Beitrags- schlüssel	Sicherungs- zusage	Ausfall GR ^{1,2}	120% Bezug ³	Ausfall GR/P	Ausfall GR/P/E	Ausfall GR/P/E/I	Ausfall GR/P/E/I/IRL
	in %				in Mrd. Euro			
Belgien	3,48	15,29	15,73	18,86	19,36	22,15	28,26	28,97
Deutschland	27,13	119,39	122,85	147,30	151,2	172,93	220,66	226,21
Irland (IRL)	1,59	7,00	7,20	8,64	8,87	10,14	12,94	–
Spanien (E)	11,90	52,35	53,87	64,59	66,3	–	–	–
Frankreich	20,38	89,66	92,26	110,62	113,55	129,87	165,71	169,88
Italien (I)	17,91	78,79	81,07	97,21	99,78	114,12	–	–
Zypern	0,20	0,86	0,89	1,06	1,09	1,25	1,59	1,63
Luxemburg	0,25	1,10	1,13	1,36	1,39	1,59	2,03	2,08
Malta	0,09	0,40	0,41	0,49	0,51	0,58	0,74	0,76
Niederlande	5,71	25,14	25,87	31,02	31,84	36,42	46,47	47,64
Österreich	2,78	12,24	12,60	15,10	15,50	17,73	22,62	23,19
Portugal (P)	2,51	11,04	11,35	13,62	–	–	–	–
Slowenien	0,47	2,07	2,13	2,56	2,62	3,00	3,83	3,93
Slowakei	0,99	4,37	4,50	5,39	5,53	6,33	8,08	8,28
Finnland	1,80	7,91	8,14	9,76	10,01	11,45	14,61	14,98
Griechenland (GR)	2,82	12,39	–	–	–	–	–	–
Sicherheitszusage insgesamt ⁴	100,00	440,00	440,00	440,00	440,00	440,00	440,00	440,00

¹ Angepasster prozentualer Anteil des Beitragsschlüssel (ang. BS) bei Ausfall eines Landes (Art. 2 Abs. 3 EFSF-Rahmenvertrag) wird wie folgt berechnet: $\text{alter BS}/(100 - \text{alter BS des ausfallenden Landes}) \times 100$. Beispiel für Deutschland bei Ausfall von Griechenland: $27,92\% = (27,13/(100 - 2,82)) \times 100$. ² Siehe Art. 8 Abs. 2 EFSF-Rahmenvertrag. ³ Siehe Art. 2 Abs. 3 und Art. 5 Abs. 1 Ziff. a EFSF-Rahmenvertrag. ⁴ Der Umfang der durch die EFSF auszureichenden Darlehen ist auf maximal 440 Mrd. Euro gedeckelt (Präambel Abs. 2 EFSF-Rahmenvertrag). Entsprechendes gilt für die Gesamtsumme der Sicherheitszusagen (Art. 2 Abs. 3 EFSF-Rahmenvertrag).

- Im Einzelnen haften die Euro-Mitgliedstaaten zunächst im Umfang ihres Beitragsschlüssels, der dem EZB-Kapitalanteil entspricht. Hieraus ergibt sich beispielsweise für die Bundesrepublik eine abrufbare Sicherheitszusage in Höhe von 119,390 Mrd. Euro (Anlage 1/2 EFSF-Rahmenvertrag).
- Um den Ausfall von bereits bestehenden Bürgschaften dieser „Stepping-Out Garantoren“ aufzufangen, verpflichteten sich die Sicherungsgeber grundsätzlich mit einem Anteil von 120% der ausgereichten Stabilitätshilfen zu bürgen (Art. 5 Abs. 1 Buchst. a EFSF-Rahmenvertrag) (vgl. Tabelle). Hinzu kommt eine Barreserve der EFSF als Liquiditätspuffer, die sich aus einer Servicegebühr von 50 Basispunkten bezogen auf den Darlehensnennbetrag speist.
- Haben einzelne Mitgliedstaaten selbst Liquiditätsprobleme und beantragen Stabilitätshilfen, dann können sie von weiteren Programmen als Sicherungsgeber befreit werden (Art. 2 Abs. 7; Art. 8 Abs. 2 EFSF-Rahmenvertrag). Für diesen Fall haften die verbleibenden Mitglieder mit einem entsprechend angepassten prozentualen Anteil des Beitragsschlüssels für den „Stepping-Out Garantor“.⁶ Für den Fall eines Ausfalls Spaniens und Portugals würden sich die möglichen Garantien Deutschlands demnach auf 172,93 Mrd. Euro belaufen. Sollten neben Spanien und Portugal auch Italien und Irland ausfallen, dann würde sich dieser Betrag auf 226,21 Mrd. Euro erhöhen (vgl. Tabelle). Eine Begrenzung des Maximalanteils und damit der Haftungssumme für ein Land ist damit vertraglich nicht vorgesehen.⁷
- Die Gewährleistung gewinnt durch verschiedene Elemente den Charakter einer gesamtschuldnerischen Haftung. So werden bei Ausfall eines Sicherungsgebers nicht nur seine Anteile an zukünftigen Bürgschaften übernommen (Art. 8 Abs. 2 EFSF-Rahmenvertrag), sondern durch die 120%-Regel auch seine Altgarantien. Zudem können die Sicherungsgeber durch einstimmigen Beschluss eine Erhöhung der Gesamtsumme der Bürgschaften be-

⁶ Durch den Ausfall Griechenlands belaufen sich die Sicherheitszusagen faktisch bereits auf einen Betrag von 122,73 Mrd. Euro. Siehe auch Art. 8 Abs. 2 EFSF-Rahmenvertrag.

⁷ Dieser Tatbestand steht im Widerspruch zu § 1 EStabG, in dem ein Maximalbetrag der deutschen Gewährleistungen in Höhe von 147,6 Mrd. Euro festgelegt wurde.

schließen (Art. 10 Abs. 5 Buchst. i EFSF-Rahmenvertrag). Schließlich ist eine Übertragung von Anteilen an die EFSF möglich, so dass sich die Gewährleistungssumme der anderen Anteilseigner erhöht (Art. 13 Abs. 6 Buchst. a EFSF-Rahmenvertrag).

Im Ergebnis kann die EFSF als eine auf Dauer angelegte Finanzagentur für Euro-Bonds gelten. Sie gestattet den Einstieg in eine dauerhafte Finanzierung zu nicht marktgerechten Konditionen für hochverschuldete Staaten mit negativen Wirkungen auf die Bonität der Helferländer. Die Renditen für Staatsanleihen der Euro-Mitgliedsländer würden sich tendenziell einer Durchschnittsverzinsung annähern. Darüber hinaus kann der Umfang der Sicherungszusagen der Garantoren durch den Ausfall einzelner Euro-Mitglieder als Sicherungsgeber erheblich über das ursprüngliche in der Anlage 1 des Rahmenvertrages genannte Maß hinausgehen. Wenngleich die Hilfen an das betroffene Land offiziell mit „außergewöhnlichen Ereignissen, die sich seiner Kontrolle entziehen“ (Art. 122 Abs. 2 AEUV) gerechtfertigt werden, steht eine Prüfung des Verstoßes gegen das Verbot des finanziellen Beistands (Art. 125 AEUV) aus.⁸ Verfassungsrechtlich könnten die Hilfen zudem gegen die Vorgaben zum Erhalt des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts (Art. 109 Abs. 2 GG) sowie der Schuldenbremse (Art. 109 Abs. 3 i. V. mit Art. 115 Abs. 2 GG) verstoßen.

Das Bemühen der EFSF um eine erstklassige Bonität wurde durch entsprechende Bestnoten der Rating-Agenturen bestätigt.⁹ Voraussetzung dafür war jedoch eine erhebliche Einschränkung ihrer zukünftigen Möglichkeiten zur Kreditvergabe. Da die Garantiesumme von 440 Mrd. Euro nicht erhöht wurde, führt die Übersicherung von 20% zu einem verminderten Kreditpotenzial von 367 Mrd. Euro. Um die aufgenommenen Finanzmittel darüber hinaus vollständig durch erstklassige Garantiegeber abzusichern, beschränkt sich der Kreis der Garantoren auf etwa 60% der Gesamthaftungssumme. Zuzüglich der Übersicherung erhöht sich ihr Anteil auf 72%. Nur dieser Anteil darf als Stabilitätshilfen an ausfallgefährdete Staaten ausgegeben werden. Um

die für das AAA-Rating notwendigen Sicherheiten zu gewährleisten, fließt der Rest der von der EFSF zur Finanzierung dieser Finanzhilfen ausgegebenen Anleihen in die Barreserve. Diese Mittel müssen in sichere Anlagen investiert werden, um der Besicherung jederzeit zur Verfügung zu stehen. Damit reduziert sich das maximal mögliche Kreditvolumen auf etwa 264 Mrd. Euro. Im Zuge einer möglichen Verschärfung der Staatsschuldenkrise ist allerdings zu erwarten, dass die Garantiesumme durch einstimmigen Beschluss erhöht (Art. 10 Abs. 5 Buchst. i EFSF-Rahmenvertrag) und/oder eine erhöhte Kreditausschöpfung bei steigenden Finanzierungskosten unter reduzierter Bonität in Kauf genommen wird.

Die Rolle der Europäischen Zentralbank in der Krisenintervention

Die EZB hat mit Blick auf die Schuldenkrise einzelner Mitgliedstaaten wesentliche Grundsätze ihrer bisherigen, stabilitätsorientierten Politik aufgegeben. So hat sie ihre Anforderungen für Beleihungssicherheiten für Griechenland auf Null gesenkt (qualitative easing), so dass von Finanzintermediären zukünftig auch Schuldtitel unterhalb des Investmentgrads, also so genannte „Ramschanleihen“ zur Refinanzierung eingereicht werden können.¹⁰ Darüber hinaus hat sich die EZB bereit erklärt, auf dem Sekundärmarkt öffentliche und private Schuldverschreibungen aus Krisenstaaten im Rahmen ihrer Offenmarktpolitik anzukaufen (quantitative easing).¹¹ So wurde auf Beschluss des EZB-Rats am 10. Mai 2010 mit dem Ankauf griechischer, portugiesischer und irischer Anleihen durch die Notenbanken Deutschlands, Frankreichs und Italiens begonnen. In den ersten sechs Monaten hat die EZB im Umfang von ca. 66 Mrd. Euro entsprechende Ankäufe mit abnehmender Intensität getätigt. Die Ankaufkonditionen wurden nicht genannt. Zumindest inhaltlich kann dies als ein Verstoß gegen das Verbot des „unmittelbaren Erwerbs von Schuldtiteln“ (Art. 123 Abs. 1 AEUV) gelten. Ebenso sind der Grundsatz der Unabhängigkeit der EZB (Art. 127; 130; 282 Abs. 2 AEUV) sowie das Ziel der Preisstabilität (Art. 119 Abs. 2/3; 127 Abs. 1/2; 282 Abs. 2 AEUV)

8 Vgl. hierzu die juristischen Äußerungen zu Art. 122 Abs. 2 sowie Art. 125 AEUV von H. Kube, E. Reimer: Grenzen des Europäischen Stabilisierungsmechanismus, in: Neue Juristische Wochenschrift, 63. Jg. (2010), H. 27, S. 1911-1916, S. 1912 ff.; und L. Knopp: Griechenland-Nothilfe auf dem verfassungsrechtlichen Prüfstand, in: Neue Juristische Wochenschrift, 63. Jg. (2010), H. 25, S. 1777-1782, S. 1779 ff. Sollte ein Verstoß der Garantien gegen Art. 125 AEUV festgestellt werden, so wären die Gewährleistungsverträge mit der EFSF gemäß § 134 Bürgerliches Gesetzbuch (BGB) nichtig. Vgl. hierzu Verfassungsbeschwerde 2 BvR 1219/10, ergänzender Schriftsatz vom 13. August 2010, S. 42 ff.

9 Vgl. S. Ruhkamp, W. Mussler: „EFSF kann nur 250 Milliarden Euro verleihen“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 21.9.2010, S. 13.

10 Seit dem 3. Mai 2010 hat die EZB für von Griechenland begebene oder garantierte Schuldtitel die Bonitätswerte für unbegrenzte Zeit außer Kraft gesetzt. Vgl. EZB (Hrsg.): EZB gibt Änderung der Notenbankfähigkeit der von Griechenland begebenen oder garantierten Schuldtitel bekannt, in: Pressemitteilung der EZB vom 3.5.2010, <http://www.bundesbank.de/download/ezb/presennotizen/2010/20100504.griechenland.pdf> (Abrufdatum 15.6.2010).

11 Diese Regelung gilt seit dem 10. Mai 2010. Vgl. EZB (Hrsg.): EZB beschließt Maßnahmen, um den starken Spannungen auf den Finanzmärkten entgegenzuwirken, in: Pressemitteilung der EZB vom 10.5.2010, <http://www.bundesbank.de/download/ezb/presennotizen/2010/20100510.ezb.pdf>, (Abrufdatum 15.6.2010).

betroffen. Faktisch wurde damit eine neue Geschäftsgrundlage geschaffen.

Problematisch an dieser Krisenpolitik der EZB ist deren Selbstentbindung von fundamentalen Rechtsgrundsätzen im Alleinentscheid ohne Mandat, deren ökonomischen Konsequenzen die Fundamente einer unabhängigen Geldpolitik folgens schwer verletzen. Es fehlt die rechtliche Legitimation, um Maßnahmen eines Ausnahmestandes zu ergreifen. Das die Unabhängigkeit der EZB sichernde, regelgebundene Verhalten wurde suspendiert. Hinzu kommt die nicht erfolgte zeitliche Begrenzung dieser Politik, die einen Ausstieg nicht nur erschwert, sondern aufgrund der Anpassung der Marktteilnehmer gegebenenfalls völlig entgleiten lässt.

Zwischen den Maßnahmen der EZB und den Kredithilfen sowie Gewährleistungen im Rahmen des „Rettungsschirms“ bestehen zwei wesentliche Unterschiede. Während der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus einem bei Bedarf (stand-by) durch die EU, die Euro-Länder und den IWF zu alimentierenden Schuldenfonds entspricht, dessen Finanzierung von dem EU-Rat und den nationalen Regierungen aus Haushaltsmitteln (Steuern und Kredite) übernommen wird, handelt es sich bei den Maßnahmen der EZB potenziell um geldmengenrelevante Vorgänge. Im Gegensatz zum Hilfsfonds, dessen Umfang durch die Refinanzierungsfähigkeiten der Geberländer begrenzt wird, bietet die EZB zudem als Lender of Last Resort scheinbar unbegrenzte Rettungsmittel an. Hierbei stellen sich drei Fragen:

- Wie kommt die EZB aus den einmal gewährten „Notmaßnahmen“ wieder heraus?
- Welche (potenziell) inflationäre Wirkung ist mit diesen Maßnahmen verbunden?
- Wie wirken sich etwaige Forderungsausfälle aus?

Hinsichtlich der ersten Frage ist aufgrund der bisherigen, sich verschärfenden politischen Kriseninterventionen davon auszugehen, dass eine Verweigerung gegenüber weiteren oder fortwährenden Krisenstaaten als kaum mehr möglich erscheint. Eine bedarfsgebundene, dauerhafte Institutionalisierung ist nicht unwahrscheinlich. Da die EZB diese Lockerungen nicht an Bedingungen geknüpft hat, ist eine Disziplinierung dieser Staaten zudem kaum möglich.¹² Die Antworten auf die beiden anderen Problembereiche erfordern eine genauere Analyse.

¹² Vgl. auch F. Jaeger im Gespräch: Griechenland muss aus dem Euro, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 7.5.2010.

Welche (potenziell) inflationäre Wirkung ist mit diesen Maßnahmen verbunden?

Bilanztechnisch (vgl. Abbildung) findet durch die Refinanzierungsgeschäfte sowie den Ankauf von Staatsanleihen eine Verlängerung der Zentralbankbilanz statt.¹³ Auf der Aktivseite erhält die EZB bzw. erwerben die nationalen Zentralbanken durch den Ankauf oder die Inpfandnahme von Staatsanleihen Forderungen gegenüber der Regierung des Schuldnerstaates.¹⁴ Als Gegenbuchung dienen die abgeflossenen Bargeld- bzw. Kontokorrentbestände der Überweisung an den Verkäufer der Anleihen bzw. an die Pfand gebende, sich refinanzierende Geschäftsbank. In beiden Fällen erhöhen sich die Überschussreserven, die die Basis für eine Geldschöpfung durch die Geschäftsbanken darstellen. Im Fall 1 eines Ankaufes von Anleihen auf dem Sekundärmarkt und einer Wertstellung des Betrages beim Publikum wird die Geldmenge M3 direkt erweitert, im Fall 2 beim Ankauf oder einer Inpfandnahme seitens der Geschäftsbanken zunächst nur die Geldbasis. Ohne entsprechende Gegengeschäfte wirkt der Fall 1 direkt inflationär, während der Fall 2 durch die Erhöhung des Zentralbankgeldes der Geschäftsbanken lediglich potenziell inflationär wirkt.¹⁵

Da die EZB die Absicht hat, die aufgekauften Wertpapiere bis zur Fälligkeit zu halten und ein Verkauf zudem schwierig oder gar unmöglich wäre, leidet die geldpolitische Steuerungsflexibilität erheblich. Gerade vor dem Hintergrund der in der Bankenkrise erheblich ausgeweiteten Geldbasis kann es in naher Zukunft notwendig werden, durch die Rücknahme der Geldbasis eine Geldmengenexpansion zu vermeiden. Dies dürfte unter diesen Bedingungen stark erschwert werden.

¹³ Gleiches gilt für die Beteiligung des IWF an den Kredithilfen. In diesem Fall kommt es zu einer direkten Geldschöpfung bei der EZB bzw. den nationalen Zentralbanken des Euro-Raumes. Durch eine EU-Verordnung ist die Finanzierung von IWF-Krediten allerdings von dem Verbot der monetären Finanzierung (Art. 123 AEUV) ausgenommen. Zur Wirkungsweise des „Programms für die Wertpapiermärkte“ aus Sicht der EZB vgl. EZB (Hrsg.): Monatsberichte, Juni 2010, S. 24 ff.

¹⁴ Bei Beleihungsgeschäften im Rahmen von Repo-/Wertpapier-Pensionsgeschäften handelt es sich um zeitlich befristete Offenmarktgeschäfte mit automatischem Rückfluss des Zentralbankgeldes. Die sich zum Repo-Zinssatz refinanzierende Bank bleibt Eigentümerin der eingereichten Wertpapiere, während beim Ankauf von Staatsanleihen diese ins Eigentum der EZB wechseln.

¹⁵ Sinnbildlich kann man die Erhöhung des Zentralbankgeldbestandes (Geldbasis) mit dem einströmenden Gas in einen Raum vergleichen, in dem das Streichholz noch nicht entzündet wurde. Erst die Kreditvergabe der Geschäftsbanken an Private führt zu einer Erhöhung der Geldmenge und wird dadurch kaufkraftwirksam. Vgl. T. Mayer: „Die EZB droht zur Bad Bank zu werden“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Interview vom 18.5.2010, S. 11.

Vereinfachte Bilanz der EZB

Aktiva	Passiva
Währungsreserven	Bargeldumlauf
Gold	der Banken
Fremdwährungen	der Nichtbanken
Refinanzierungskredite (Repo)	
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	Zentralbankguthaben
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	der Banken
Feinststeuerungsoperationen	der Nichtbanken
Spitzenrefinanzierungsfazilität	
Wertpapiere aus Offenmarktgeschäften	
Kredite an	Ausgleichsposten aus Neubewertung
Nicht-Euro-Staaten (Art. 143 AEUV)	Kapital und Rücklagen
Euro-Staaten (Verbot Art. 123 AEUV)	Jahresüberschuss
Sonstige Aktiva	
Bilanzsumme	Bilanzsumme
Entstehungskomponenten der Geldbasis (Zentralbankgeld)	Verwendungskomponenten der Geldbasis (Zentralbankgeld)

Vor der EZB haben bereits die amerikanische Notenbank FED sowie die Bank von England eigene Staatsanleihen gekauft. Überträgt man den Umfang entsprechender Geschäfte dieser Länder auf die hiesige Situation, dann wäre mit einem Ankaufvolumen von 600 Mrd. Euro (Bank von England) bis 700 Mrd. Euro (FED) zu rechnen.¹⁶ Wohl auch um dem Druck der öffentlichen Meinung gegen die möglichen Inflationsgefahren entgegenzutreten, hat die EZB eine Sterilisierung der Geldmengenerhöhung dieser Staatsanleihenkäufe angekündigt.¹⁷ Ob diese Zusage letztendlich eingehalten wird, bleibt offen.¹⁸ Insbesondere Regierungen von Euro-Staaten mit einem hohen Schuldenstand, einem geringen Wachstum sowie einer langen durchschnittlichen Restlaufzeit ihrer Staatsschulden haben gesteigerte Anreize für eine inflationäre Geldpolitik.¹⁹

Griechenland, Portugal, Italien und Irland weisen diese Kriterien auf.

Da der Ankauf der Anleihen auf dem Sekundärmarkt erfolgt, liegt formal kein Verstoß gegen das Verbot der monetären Finanzierung von Staatshaushalten (Art. 123 AEUV) vor. Allerdings schwimmt der Unterschied zu Ankäufen auf dem Primärmarkt, d.h. der direkte Zugang der Regierungen zur „Notenpresse“, in der vorliegenden Situation. So kann die EZB im Rahmen von Offenmarkt- und Kreditgeschäften „auf den Finanzmärkten tätig werden, indem sie auf Gemeinschafts- oder Drittwährungen lautende Forderungen und börsengängige Wertpapiere“ kauft oder verkauft (Art. 18 Abs. 1 Satzung des ESZB und der EZB). Die Staatsanleihen werden jedoch nicht nach gleichmäßiger Streuung über alle Euro-Staaten von der EZB aufgekauft, sondern programmgemäß nur diejenigen zahlungsgefährdeter Staaten.²⁰ Bei den fraglichen Anleihen handelt es sich somit gerade nicht um börsengängige Wertpapiere. Im Umkehrschluss bedeutet der Ankauf nicht marktgängiger Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt eine Umgehung des Verbots der monetären Finanzierung von staatlichen Haushalten. Da diese Wertpapierkurse durch die Intervention steigen und deren Zinsen dadurch sinken, ist der Kauf durch die EZB budgetwirksam, soweit eben die Zinsen sinken. Mit der Offenmarktpolitik wird somit keine Geldmengensteuerung im üblichen Sinne vorgenommen, sondern der Kreditzugang für zahlungsgefährdete Staaten offen gehalten. Entspre-

16 Der Vergleich ist jedoch problematisch, da in diesen Ländern diese monetäre Politik konjunkturell begründet wird. Die Ankäufe der EZB entfalten hingegen eine Staaten diskriminierende Wirkung und unterstützen eine vertragswidrige Transferunion.

17 Hierzu bieten sich die Tender-Geschäfte an, bei denen beispielsweise im Juni 2010 aus einem 1-Jahres-Tender 442 Mrd. Euro zurückgeflossen sind. Vgl. Commerzbank – Economic Research vom 10.5.2010. Um die Liquidität abzuschöpfen, kann die EZB darüber hinaus eine Emission von EZB-Schuldverschreibungen sowie zur Feinststeuerung eine Hereinnahme von Termineinlagen vornehmen.

18 Wenngleich die Sterilisierung mengenmäßig erfolgte, so war sie bislang keinesfalls laufzeitenkonform. Der Ankauf langlaufender Anleihen wurde durch Ein-Wochen-Geschäfte kompensiert. Vgl. A. Belke: Anleihekäufe und Solvenz von Notenbanken, Blog, in: Wirtschaftliche Freiheit, <http://wirtschaftlichefreiheit.de/wordpress/?p=3452> (Abrufdatum 23.6.2010), S. 4. Darüber hinaus entscheiden bei einer Vollzuteilung im Rahmen von Tendergeschäften die Geschäftsbanken letztendlich über die Höhe der Zentralbankliquidität.

19 Vgl. K. Junius, K. Tödtmann: Inflation und Staatsverschuldung, Deutscher Volkswirtschaftslehre Spezial, Nr. 4/2010, die sich ausführlich mit den Bedingungen befassen, die eine inflationäre Geldpolitik in kurzer und in langer Frist als vorteilhaft erscheinen lassen. Da die zukünftig erwarteten Inflationsraten allerdings bei den neu begebenen Anleihen eingepreist werden, schmälert sich der langfristige Vorteil dieser Strategie erheblich.

20 Zur vertragsrechtlichen Problematik des Ankaufs nicht markt- und börsengängiger Staatsanleihen vgl. M. Seidel: Der Ankauf nicht markt- und börsengängiger Staatsanleihen, namentlich Griechenlands, durch die Europäische Zentralbank und durch nationale Zentralbanken – rechtlich nur fragwürdig oder Rechtsverstoß?, in: Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Vol. 21 (2010), Nr. 14, S. 521-522.

chende Regierungen können Druck auf ihre nationalen Geschäftsbanken ausüben, damit diese die neu begebenen Staatsschulden in ihre Bücher nehmen, um sie sofort der EZB zur Refinanzierung einzureichen oder zum Ankauf anzubieten. Dies verstößt in gravierender Weise gegen das Gebot der Unabhängigkeit der Zentralbank.

Am Beispiel Griechenlands ist diese Praxis sehr deutlich zu sehen. Seit Februar 2010 flossen zwei Tranchen mit insgesamt 28 Mrd. Euro aus dem griechischen Bankenrettungsfonds an die fünf größten Geschäftsbanken. Sodann hat die EZB griechische Staatsanleihen von diesen Geschäftsbanken im Umfang von 40 Mrd. Euro zur Refinanzierung angenommen, um das griechische Bankensystem mit Liquidität zu versorgen.²¹ Da das griechische Geschäftsbankensystem bei einem Eigenkapital von 25 Mrd. Euro im Falle eines Staatsbankrotts als Eigentümer dieser Anleihen selbst zahlungsunfähig würde, besteht ein großes gegenseitiges Interesse von Staat und Banken, die Probleme auf die EZB abzuwälzen. Die Geschäftsbanken mutieren zum durchreichenden Intermediär neu emittierender Staatsschulden an die EZB unter der Initiative der griechischen Regierung. Die EZB hat sich mit ihrer eigenen Politikvorgabe quasi in die Hände Griechenlands und anderer Krisenstaaten begeben und damit ihre eigene Unabhängigkeit aufgegeben.²² Um aus dieser Falle wieder herauszukommen, besitzt sie infolgedessen zukünftig ein gesteigertes Interesse an einer inflationären Entschuldung dieser Länder. Zudem steht die EZB unter dem Druck dieser Regierungen, wegen des Wertpapier-Zins-Mechanismus weiterhin Anleihen aufzukaufen. Damit entsteht ein gravierender Zielkonflikt zur Preisstabilität.

Wie wirken sich etwaige Forderungsausfälle aus?

Der Kauf oder die Inpfandnahme von Anleihen bankrottgefährdeter Staaten durch die EZB bzw. die nationalen Notenbanken beinhaltet ein Ausfallrisiko, das nicht durch eine markt-/knappheitsäquivalente Prämie entlohnt wird.²³ Die EZB bzw. die nationalen Notenbanken erhalten den

21 Eine besondere Brisanz erfährt die Suspendierung sämtlicher Mindestanforderungen an die Bonitätsbewertung für refinanzierungsfähige Sicherheiten (qualitative easing), indem unter diese Regelung auch die neu begebenen griechischen Staatsschuldentitel fallen.

22 So auch A. Belke: Anleihekäufe und Solvenz von Notenbanken ..., a.a.O., S. 1; sowie M. Erlei: Der Segen der bösen und der Fluch der gut gemeinten Tat, Blog, in: Wirtschaftliche Freiheit, <http://wirtschaftlichefreiheit.de/wordpress/?p=3475> (Abrufdatum, 23.6.2010), S. 4.

23 Aufgrund der Nachschusspflicht bei der Beleihung von Wertpapieren muss die einreichende Bank der EZB bei einer Verschlechterung der Bonität der Schuldner prinzipiell weitere Sicherheiten liefern. Über deren Höhe ist jedoch keine konkrete Regelung bekannt. Dennoch wäre ein plötzlicher Zahlungsausfall eines Staates oder eine wie im Fall Griechenlands wahrscheinliche Übertragung von Liquiditätsstörungen auf den Geschäftsbankensektor für die EZB besonders verlustreich, da ein Nachschuss in dieser Lage nicht mehr geleistet werden kann.

Status einer Bad Bank. Bestätigt wird dieser Sachverhalt durch die Absicht, die Titel bis zur Fälligkeit halten zu wollen. Realisierte Forderungsausfälle oder Ausfallquoten bei Umschuldungen dieser Wertpapiere belasten durch Abschreibungen/Wertberichtigungen die Gewinn- und Verlustrechnung der Notenbanken des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB). Die Verteilung der Verluste würde sich nach den Kapitalanteilen der Euro-Länder an der EZB richten.²⁴

Buchungstechnisch (vgl. Abbildung) würde dieser Verlust zunächst einen niedrigeren Gewinnausweis bewirken.²⁵ Reicht der Gewinn aus sonstigen Geschäften zur Deckung nicht aus, könnten durch eine Änderung der Bewertungsgrundsätze die Bewertungsreserven angetastet werden. Beispielsweise liegen aufgrund der Goldbestände, die zu Anschaffungswerten in den Bilanzen stehen, erhebliche Neubewertungsreserven vor.²⁶ Erst wenn diese aufgezehrt sind, müsste auf das Eigenkapital der Zentralbanken zurückgegriffen werden. Ist auch dieses Kapital verbraucht, könnte der Staat eine Rekapitalisierung aus Haushaltsmitteln vornehmen. Damit würde der Zahlungsausfall eines bankrotten Euro-Staates direkt haushaltswirksam. Eine Nachschusspflicht ist jedoch nicht zwingend vorgegeben. Lehnen die Regierungen einen Kapitalnachschuss ab, so würde ein negatives Kapital entstehen.²⁷ Die Zentralbank könnte alternativ über die Ausgabe von Noten die Geldbasis erhöhen und damit langfristig einen inflationären Geldüberhang erzeugen. In diesem Fall würden die Kosten des Forderungsausfalls nicht über Steuern, sondern über einen Quasi-Kaufkraftverlust des Geldes überwältigt.

24 Vgl. A. Belke: How Much Fiscal Backing Must the ECB Have? The Euro-Area Is Not the Philippines, DIW-Discussion-Papier, Nr. 996, April 2010, der in einer Studie die Folgen einer Kapitalnot der EZB und der nationalen Notenbanken untersucht. Da ein Verlust der nationalen Notenbanken die nationalen öffentlichen Haushalte beispielsweise durch einen geringeren/ausbleibenden Gewinnübertrag belastet, könnte bereits dieser Sachverhalt einen Verstoß gegen das Verbot des finanziellen Beistands (Art. 125 AEUV) darstellen. Siehe auch A. Belke: Anleihekäufe und Solvenz von Notenbanken ..., a.a.O., S. 2.

25 Vgl. hierzu auch A. Belke: How Much Fiscal Backing Must the ECB Have?..., a.a.O.

26 Diese Möglichkeit besteht jedoch nicht, wenn man weiterhin gemäß dem Prinzip der kaufmännischen Vorsicht nach dem Niederstwertprinzip bilanzieren wollte. Dann muss man zwar die Wertverluste berücksichtigen, darf aber nicht die Wertzuwächse zubuchen.

27 Dies unterstützt die Überlegung, dass Notenbanken nicht in Konkurs gehen können. A. Belke: Anleihekäufe und Solvenz von Notenbanken..., a.a.O., S. 2 sowie T. Mayer, a.a.O. sehen hierin in jedem Fall eine inflationäre Wirkung. Vgl. S. Ruhkamp: Wenn Zentralbanken in Kapitalnot geraten, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 21.5.2010, S. 14. Soweit das Verhältnis von Geldmenge und BIP konstant bleiben sollte, sind jedoch keine inflationären Wirkungen feststellbar. Erst wenn beispielsweise die griechische Wirtschaft infolge der Staatsschuldenkrise einen Rückgang der Wirtschaftsleistung erleiden würde, käme es zu inflationären Effekten. Da die EZB und damit der Euro einen massiven Vertrauensverlust erleiden würden, käme es voraussichtlich auch zu einem Einbruch seines Außenwertes. Einher gingen eine starke Teuerung der Importe sowie eine erschwerte Bedienung von Auslandsschulden in Fremdwährung.

Die EZB als „Marktmacher“

Mit dem Ankauf von Staatsanleihen wird die EZB zum „Marktmacher“. Sie übernimmt damit die Funktion großer Geschäftsbanken, die bislang für die Marktgängigkeit dieser Wertschriften gesorgt haben. Durch die Möglichkeit des Ankaufs durch die EZB hat diese nicht nur entsprechende Papiere, sondern auch diese Funktion von den Banken übernommen. Als zusätzlicher oder bei ausgetrockneten Märkten gar als einziger Nachfrager von nicht marktgängigen Staatsschuldtiteln greift sie direkt in das Marktgeschehen ein. Damit ist sie Regelsetzer und Marktakteur in einer Institution. Interessenkonflikte zwischen der Verfolgung des Ziels der Preisstabilität und der Vermeidung von Verlusten aus Anleihegeschäften durch eine inflationäre Politik liegen auf der Hand.²⁸

Zudem stellt sich die Frage der Legitimation. Hierbei gelten die Rechenschaft und die demokratische Kontrolle als strikt notwendige Bedingungen zur Wahrung der Unabhängigkeit, sollen die Reputation und die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank gewahrt bleiben.²⁹ Mit der Einführung der dritten Stufe muss die EZB sich in ihrer Politik erst beweisen, d.h. sie muss diesen Grundsatz besonders beachten, um sich eine Reputation zu schaffen. Zudem beinhaltet die Unabhängigkeit eine klare Regelbindung an das grundsätzliche, vertraglich vorgegebene Ziel der Preisstabilität (Art. 127 Abs. 1 AEUV). Die Position der Unabhängigkeit

28 Auch Bundesbankpräsident Weber äußerte Zweifel in einem Interview der Börsen-Zeitung. „Der Ankauf von Staatsanleihen birgt erhebliche stabilitätspolitische Risiken, und ich sehe diesen Teil des Beschlusses kritisch“ (A. Weber: Kaufprogramm birgt erhebliche Risiken, in: Börsen-Zeitung, Frankfurt, Interview, 11.5.2010, S. 1). Der entsprechende Beschluss fiel im Übrigen nicht einstimmig. Vgl. auch die kritische Stellungnahme von A. Weber: Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung des Haushaltsausschusses des Deutschen Bundestags zu dem Entwurf für ein Gesetz zur Übernahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus vom 19.5.2010, http://www.bundesbank.de/download/presse/presse-notizen/2010/20100519.stellungnahme_weber.php (Abrufdatum 26.5.2010).

29 Vgl. O. Issing: The Eurosystem: Transparent and Accountable or „Willem in Euroland“, in: Journal of Common Market Studies, Vol. 37 (1999), S. 508 f.; sowie L. Bini Smaghi: The Democratic Accountability of the European Central Bank, in: Quarterly Review Banca Nazionale del Lavoro, 51. Jg. (1998), S. 119 f. Die demokratische Kontrolle umfasst (derselbe, ebenda S. 120 f.) drei Bereiche: a) eine Ex-ante-Kontrolle im Sinne definierter und demokratisch legitimierter Regeln, Standards und Prinzipien, b) die Verantwortung bzw. Rechenschaft gegenüber demokratisch legitimierten Institutionen wie Parlament oder Regierung sowie c) eine Informationspflicht gegenüber der Öffentlichkeit. Die Unabhängigkeit einer Zentralbank sehen J. De Haan, S. C. W. Eijffinger: The Democratic Accountability of the European Central Bank: A Comment on Two Fairytales, in: Journal of Common Market Studies, Vol. 38 (2000), S. 394 f. durch a) die regierungsunabhängige Einsetzung des Personals, b) das Verbot einer Notenbank finanzierten Haushaltspolitik sowie c) eine von direkten Regierungsvorgaben unabhängige Geldpolitik der Zentralbank gegeben.

gestattet ihr umgekehrt zwar eine diskriminierungsfreie Regelsetzung gegenüber den Marktteilnehmern und eine Geldpolitik im Rahmen der vertraglichen Vorgaben. Eine von jeglichen Normen und Institutionen losgelöste Feststellung eines Versagens der Geld- und Kapitalmärkte sowie ein darauf gerichtetes diskriminierendes geldpolitische Handeln mit vertraglich zweifelhafter Legitimität gibt jedoch den Anschein des Willkürlichen.³⁰

In diesem Zusammenhang wird die satzungsbedingte, mangelnde Konnexität zwischen der Unabhängigkeit der EZB einerseits und der Notwendigkeit ihrer Rechenschaftslegung im Rahmen einer demokratischen Institutionenkontrolle gegenüber dem Parlament und der Öffentlichkeit andererseits sehr deutlich.³¹ Gerade in nicht routinemäßigen Ausnahmesituationen macht dieser Mangel die Entscheidungen der EZB angreifbar.

Selbst unter der Annahme einer durch Gegengeschäfte neutralisierten Geldmengenwirkung bewirkt der Markteingriff der EZB eine Verzerrung der Kapitalmarktrenditen. Die direkte Verbindung der Seriosität der Finanz- und Haushaltspolitik mit den Kosten der Refinanzierung entfällt. Speziell die marktliche Zinssanktion in Gestalt der marginalen Kosten einer zusätzlichen Schuldennahme wird egalisiert. Durch den Anleihenkauf erhöht sich nicht nur der Kreditpielraum hoch verschuldeter Staaten und verzögert deren Konsolidierung. Auch deren Zinskosten sinken und stellen eine Prämie für eine unsolide Haushaltspolitik dar.

Umgekehrt erleiden andere, solvente Schuldnergruppen bei der Liquiditätsabschöpfung einen Zinskos-

30 Zur generellen Frage der Legitimation und der Transparenz des EZB-Rates bezüglich seiner Zielvorgaben und -kontrolle sowie seiner Sitzungen vgl. den Disput zwischen W. H. Buiter: Alice in Euroland, in: Journal of Common Market Studies, 37. Jg. (1999), S. 181-209, und O. Issing: The Eurosystem ..., a.a.O., S. 503-519. Unter anderem spiegelt sich in den Differenzen die unterschiedliche Sichtweise hinsichtlich individueller Verantwortung und Prozesstransparenz einerseits und einem „Esprit de corps“ andererseits wider. Siehe auch L. Bini Smaghi, a.a.O., S. 133 und S. 139 f.

31 J. De Haan, S. C. W. Eijffinger, a.a.O., belegen anhand von verschiedenen internationalen Untersuchungen eine gegenüber anderen Zentralbanken der G7-Länder starke Unabhängigkeit der EZB. Demgegenüber ermitteln sie in einer eigenen Analyse eine vergleichsweise geringe institutionell verankerte Rechenschaftspflicht. Konkret benennen sie das vertraglich nur ungenau spezifizierte Ziel der Preisstabilität, dessen Operationalisierung bei der EZB liegt, sowie die Freiheit, weitere geldpolitische (Zwischen-)Ziele anzustreben. Hingegen spricht die klare Dominanz des Ziels der Preisstabilität für eine klare Regelbindung gegenüber möglichen anderen Zielen. Eine abweichende Ansicht zur demokratischen Kontrolle der EZB vertritt L. Bini Smaghi, a.a.O., S. 134 ff., der diese in vollem Umfang gewährleistet sieht.

tennachteil. Mittels dieser Quasi-Subventionierung auf der einen und der Besteuerung auf der anderen Seite werden Zinsdifferenzen eingeebnet. Es entstehen falsche Marktsignale, die zu Fehlallokationen führen. Über den Transmissionsmechanismus wirkt sich dieser Effekt bis zum „kurzen Ende“ des Geldmarktes hin aus. Die stark gesunkenen Renditen der Krisenstaaten spiegeln nur scheinbar real gesunkene Risiken und Vertrauen wider. Die Risikokosten werden vielmehr zu Lasten der Geberstaaten und deren Bevölkerung sozialisiert und den privaten Investoren entsprechender Anlagen abgenommen. Der Markteingriff der EZB erzeugt einen Nachfrageüberhang, bei dem insbesondere französische Geschäftsbanken griechische Wertschriften zu lukrativen Konditionen abstoßen, um ihre eigenen Bilanzen von Risiken freizumachen.³²

Mit dieser Maßnahme interveniert die EZB gegen den Markt und wirkt wettbewerbsverzerrend.³³ Die Schaffung „geordneter Marktverhältnisse“ entlastet Investoren ausfallgefährdeter Schuldtitel von Risiken auf Kosten der Steuerzahler und eröffnet den Zugang krisenbelasteter Staaten zu einer weiterhin günstigen Kapitalaufnahme.³⁴ Mit einer Mindestpreispolitik für „Ramschanleihen“ stemmt sich die EZB gegen eine fundamental wahrscheinliche Insolvenz dieser Emittenten. Dabei stellt sich den Marktteilnehmern und speziell den Spekulanten die Frage, wie lange kann die EZB diese Politik der Marktintervention durchhalten. Schließlich drohen bei einem Verkauf stark in die Höhe gehende Risikoprämien. Die Glaubwürdigkeit einer solchen Politik setzt voraus, dass den Marktteilnehmern der Wille zu einer langfristig ausgerichteten und alle Risikoländer umfassenden Ankaufpolitik vermittelt wird. Mit dieser Monetarisierung von Staatsschulden entsteht jedoch ein direkter Zielkonflikt zur Preisstabilität.

32 Inoffiziell scheint die Regel zu bestehen, dass die Anleihekurse vom 9. April 2010 als Referenz für die Ankaufaktivitäten der EZB genommen werden. Dieses Datum gilt als Schnittpunkt, ab dem die Zahlungsfähigkeit Griechenlands stark in Frage gestellt wurde und die Zinssätze entsprechend stiegen. Vgl. W. Reuter: „Schlimmer Verdacht“, in: Der Spiegel, Nr. 22/2010 vom 31.5.2010, S. 75 f. In einer Selbstverpflichtung haben deutsche Banken gegenüber Finanzminister Schäuble zugesagt, griechische Anleihen bis Mai 2013 zu halten.

33 Zugleich verstößt diese Wettbewerbsverfälschung gegen den Art. 3 Abs. 3 i.V. mit dem Protokoll Nr. 27 des EUV i.d.F. v. Lissabon. So wird im Protokoll Nr. 27 festgestellt, „dass der Binnenmarkt, wie er in Artikel 3 des Vertrags über die Europäische Union beschrieben wird, ein System umfasst, das den Wettbewerb vor Verfälschungen schützt.“

34 So auch H.-W. Sinn: Die Bedeutung des Gewährleistungsgesetzes für Deutschland und Europa, in: Ifo-Schnelldienst, 63. Jg. (2010), H. 10, S. 5.

Da der Markteingriff der EZB unter anderem mit fundamental nicht gerechtfertigten Renditeaufschlägen der Krisenstaaten begründet wird, bleibt außerdem die Frage unbeantwortet, wo denn bei zentralwirtschaftlicher Steuerung der „richtige“ Zinssatz für diese Staatsschulden liegen sollte. Eine Klärung abseits dezentraler Informationsbeschaffung seitens der Marktteilnehmer beruht entweder auf einer „Anmaßung von Wissen“ oder auf politisch bewusst falsch gesetzten Preisen.³⁵ Mit dem drohenden oder bereits eingetretenen Vertrauensverlust und einem hieraus resultierenden langfristigen Wertverlust des Euro hat sich die EZB von einem Problemlöser hin zu einem Bestandteil des Problems entwickelt.³⁶

Fazit

Die oben diskutierten EZB-Strategien und die Kreditfazilität der EFSF eint eine Reihe von Merkmalen, die auf eine dauerhafte Institutionalisierung von komplexer wirkenden Kriseninterventionsmechanismen hinauslaufen. Hierzu rechnen eine zeitliche Unbefristetheit bzw. Unbestimmtheit des Endes dieser Maßnahmen sowie die Errichtung eines möglicherweise langfristig angelegten Zinsangleichungsmechanismus. Darüber hinaus wirken die neuen Politiken sowohl geldpolitisch über die Änderung der Zinsstruktur als auch fiskalpolitisch über einen c.p. erleichterten Kreditzugang bzw. die Vermeidung einer ad hoc notwendigen Umschuldung. Hinzu tritt das Phänomen der sachlichen Unbestimmtheit, denn weder ist der Begriff der „Marktstörung“ operationalisiert, noch die Staatsinsolvenz bzw. ein insolvenznahe Zustand definiert. Stattdessen wird der Krisenfall diskretionär und fallweise durch den EZB-Rat bzw. den EU-Rat in seiner Auslegungshoheit bestimmt. Das schafft die Möglichkeit einer breiten und flexiblen Anwendung unabhängig jeglicher formeller Regelbindung und rechtstaatlicher Legitimation.

35 Siehe F. A. von Hayek: Die Anmaßung von Wissen, in: Ordo, Bd. 26 (1975), S. 12-21; sowie als Gegenposition J.-C. Trichet, a.a.O.; und J. M. D. Barroso: Manchmal haben Krisen auch ihr Gutes, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Interview vom 25.5.2010, S. 4. Vgl. A. Belke: Anleihekäufe und Solvenz von Notenbanken ..., a.a.O., S. 3 f.

36 Vgl. M. Erlei, a.a.O., S. 4.