

25/2016

Jörg Bibow

**DER VERSPÄTETE AKTIVISMUS
DER EZB: ZWISCHEN HOFFNUNG
UND VERZWEIFLUNG**

Die Friedrich-Ebert-Stiftung

Die Friedrich-Ebert-Stiftung (FES) wurde 1925 gegründet und ist die traditionsreichste politische Stiftung Deutschlands. Dem Vermächtnis ihres Namensgebers ist sie bis heute verpflichtet und setzt sich für die Grundwerte der Sozialen Demokratie ein: Freiheit, Gerechtigkeit und Solidarität. Ideell ist sie der Sozialdemokratie und den freien Gewerkschaften verbunden.

Die FES fördert die Soziale Demokratie vor allem durch:

- politische Bildungsarbeit zur Stärkung der Zivilgesellschaft;
- Politikberatung;
- internationale Zusammenarbeit mit Auslandsbüros in über 100 Ländern;
- Begabtenförderung;
- das kollektive Gedächtnis der Sozialen Demokratie mit u. a. Archiv und Bibliothek.

Die Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung

Die Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik verknüpft Analyse und Diskussion an der Schnittstelle von Wissenschaft, Politik, Praxis und Öffentlichkeit, um Antworten auf aktuelle und grundsätzliche Fragen der Wirtschafts- und Sozialpolitik zu geben. Wir bieten wirtschafts- und sozialpolitische Analysen und entwickeln Konzepte, die in einem von uns organisierten Dialog zwischen Wissenschaft, Politik, Praxis und Öffentlichkeit vermittelt werden.

WISO Diskurs

WISO Diskurse sind ausführlichere Expertisen und Studien, die Themen und politische Fragestellungen wissenschaftlich durchleuchten, fundierte politische Handlungsempfehlungen enthalten und einen Beitrag zur wissenschaftlich basierten Politikberatung leisten.

Über den Autor dieser Ausgabe

Prof. Dr. Jörg Bibow ist Professor für Internationale Finanzen, Internationalen Handel und Europäische Integration am Skidmore College, einem renommierten Liberal Arts College im Norden des US-Bundesstaates New York. Er ist zudem Research Associate am Levy Economics Institute und Mitglied des Bretton Woods Committee in Washington, D.C.

Für diese Publikation ist in der FES verantwortlich

Markus Schreyer, Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik, Leiter der Arbeitsbereiche Allgemeine Wirtschafts- und Finanzpolitik sowie Europäische Wirtschafts- und Sozialpolitik.

Jörg Bibow

DER VERSPÄTETE AKTIVISMUS DER EZB: ZWISCHEN HOFFNUNG UND VERZWEIFLUNG

2	VORWORT
3	ZUSAMMENFASSUNG
4	1. EINLEITUNG
6	2. EUROPÄISCHE WIRTSCHAFTS- UND WÄHRUNGSUNION UND DIE ROLLE DER EZB
6	2.1 Eine Wirtschaftsunion nur zum Schutz der Währungsunion
8	2.2 Die vermeintlich superstarke Hüterin der „de-nationalisierten“ (staatslosen) Währung
9	2.3 Wie selbst die fest verankerte „Unabhängigkeit“ der EZB Verwundbarkeit bedingt
13	2.4 Wann ist Geldpolitik eine „monetäre Finanzierung“?
15	2.5 Zuständig für Geld und Zahlungssystem, aber nicht für Banken
17	3. FUNKTIONSWEISE DER GELDPOLITIK IN EUROPAS WWU: IDEE UND WIRKLICHKEIT
17	3.1 Die Maastrichter Idealwelt: zahme Banken am Anker der EZB
19	3.2 WWU-Wirtschaftswirklichkeit: zockende Banken bei entmachteter Politik
21	4. FLICKWERK DER KRISENPOLITIK: REAKTIV, ORIENTIERUNGSLOS, BIS HEUTE FEHLGELEITET
21	4.1 EZB als Kreditgeber der letzten Instanz für Banken
23	4.2 Erst die Lehman-Brothers-Krise führt zum Erwachen
24	4.3 Die erste Griechenland-„Rettung“ und die Eurokrise als vermeintliche „Staatschuldenkrise“
25	4.4 Die irische Krise und der „Banken-Staat-Teufelskreislauf“
27	4.5 Das Projekt „Bankenunion“
28	4.6 Vom SMP zum OMT und Mario Draghi als Retter des Euro
30	5. AKTIVISMUS DER EZB SEIT SOMMER 2014
31	5.1 Das Maßnahmenpaket vom Juni 2014
32	5.2 Zur Geldpolitik des Negativzinses
34	5.3 Der Geist(-eswandel) von Jackson Hole und das Maßnahmenpaket vom September 2014
35	5.4 2015: QE erreicht die Eurozone doch noch
36	5.5 QE wird nachgebessert und um Ankäufe von Unternehmensanleihen erweitert
38	6. MÖGLICHKEITEN UND GRENZEN DER GELDPOLITIK DER EZB HEUTE
38	6.1 Situation zur Jahresmitte 2016
41	6.2 Hat die EZB noch (mehr von derselben) Munition?
43	6.3 Risiken der experimentellen Geldpolitik, die Herausforderung der „Normalisierung“
43	6.4 EZB-Schuldzertifikate
44	6.5 PADRES – ein Vorschlag zur Schuldenrestrukturierung
44	6.6 „Hubschraubergeld“ als vermeintliche Geldpolitik
46	6.7 Euro-Schatzamt, Fiskalpolitik und makroökonomischer Policy-Mix
47	6.8 Fiskalpolitik der Währungsunion bleibt kraftlos, Vorschläge für eine „Fiskalunion“ vage
49	7. ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK
51	Abkürzungsverzeichnis
51	Abbildungsverzeichnis
52	Literaturverzeichnis

VORWORT

Die Europäische Zentralbank (EZB) ist nach Auffassung vieler internationaler Expert_innen die zentrale europäische Institution, die in den letzten Jahren mit ihren konventionellen und unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen maßgeblich dazu beigetragen hat, dass die Eurozone im Zuge der Finanz-, Wirtschafts- und Staatsschuldenkrise nicht auseinandergebrochen ist. Besonders hervorgehoben wird in diesem Zusammenhang zum Beispiel immer wieder die Aussage von Mario Draghi, dem Präsidenten der EZB, aus dem Jahr 2012, wonach die Zentralbank alles tun werde, was auch immer notwendig ist, um den Euro zu bewahren, die Bekanntgabe des sogenannten OMT-Programms, ebenfalls aus dem Jahr 2012, oder auch das sogenannte QE-Programm (Quantitative Easing, QE), das die EZB im Jahr 2015 aufgelegt hat und über das sie bis weit ins Jahr 2017 hinein massiv Anleihen aufkaufen wird. Dagegen wird die Wirtschafts- und Finanzpolitik in Europa von vielen – trotz aller bisher getroffenen Stabilisierungsmaßnahmen – als unzureichend angesehen, um die Krise in der Eurozone zu überwinden.

Dennoch sieht sich die EZB von Anbeginn der Krise in der Eurozone auch heftiger Kritik ausgesetzt. Insbesondere in Deutschland stößt man bei Vertreter_innen aus der Politik, Wissenschaft und Gesellschaft immer wieder auf die Meinung, dass die EZB schon lange ihr geldpolitisches Mandat überschritten hätte, dass sie mit ihrer Nullzins- bzw. Negativzinspolitik die deutschen Sparer_innen enteignen und die Profitabilität von Banken und Versicherungen untergraben würde, oder auch dass sie mit ihren unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen, insbesondere mit dem Ankauf von Staatsanleihen, eine verbotene monetäre Staatsfinanzierung und eine fiskalische Umverteilungspolitik zugunsten der europäischen Krisenstaaten betreiben würde. In den Augen der Kritiker_innen der EZB ist es daher höchste Zeit, die expansive Geldpolitik zu beenden.

Vor diesem Hintergrund hat die Friedrich-Ebert-Stiftung einen Forschungsauftrag an Prof. Dr. Jörg Bibow vom Skidmore College im US-Bundesstaat New York vergeben. Das Ziel war es, zum einen die Funktionsweise der Geldpolitik und die Rolle der EZB in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion genauer darzustellen. Gerade in Deutschland existiert hierzu sowohl in der Politik als auch in der Gesellschaft immer noch eine große Unwissenheit, aus der viele Vorurteile und Fehleinschätzungen hinsichtlich der aktuellen

Geldpolitik der EZB resultieren und die daher dringend überwunden werden muss. Zum anderen sollten die konkreten geldpolitischen Maßnahmen, die die EZB in den letzten Jahren zur Krisenbewältigung getroffen hat, vor dem Hintergrund der ihr gegenüber immer wieder vorgebrachten Kritikpunkte näher beleuchtet und die weiteren Möglichkeiten und Grenzen der Geldpolitik der EZB zur Überwindung der Wachstumskrise und Deflationsgefahren in der Eurozone genauer analysiert werden.

Der Autor kommt im Rahmen seiner Studie zu dem Ergebnis, dass die EZB verspätet, dann aber durchaus problemadäquat und richtig auf die Wirtschaftslage, insbesondere auf das schon seit Längerem zu beobachtende Verfehlen der Zielinflationsrate (unter, aber nahe zwei Prozent) und auf die Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus in der Eurozone reagiert hat. Eine Verletzung ihres geldpolitischen Mandats sei nicht feststellbar, was im Übrigen in letzter Zeit auch durch eine Reihe von hochrangigen Gerichtsurteilen bestätigt wurde. Der Autor weist allerdings auch darauf hin, dass die EZB mittlerweile ihre geldpolitischen Grenzen erreicht habe. Auf sich alleine gestellt sei sie überfordert, die wirtschaftspolitischen Probleme, die der Krise in der Eurozone zugrunde liegen und die sich letztendlich aus den immer noch nicht überwundenen Konstruktionsfehlern der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion ergeben, zu lösen. Notwendig sei vor allem eine weitaus stärkere Unterstützung der Geldpolitik durch eine expansive Fiskalpolitik in Europa. Andernfalls werde es nicht gelingen, die Krise in der Eurozone zu überwinden und Europa wieder auf einen höheren und nachhaltigeren Wachstumspfad zurückzuführen.

Die vorliegende Studie will dazu beitragen, in der deutschen Politik und Öffentlichkeit das Verständnis hinsichtlich der Ziele und Funktionsweise sowie der Handlungsmöglichkeiten und Grenzen der Geldpolitik der EZB zu schärfen. Wir wünschen allen Leser_innen eine interessante und erkenntnisreiche Lektüre!

MARKUS SCHREYER

Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik
Friedrich-Ebert-Stiftung

ZUSAMMENFASSUNG

Diese Studie betrifft die Rolle der Europäischen Zentralbank (EZB) bei der Überwindung der herrschenden Krise in der Eurozone. Der Euroraum befindet sich seit der globalen Krise von 2008/09 in einer Dauerkrise, die durch Banken Krisen und Finanzmarktpaniken sowie Massenarbeitslosigkeit bei depressiver Wirtschaftslage gekennzeichnet ist. Man wandelt am Rande der Deflation. Politische und soziale Instabilitäten drohen, immer weiter zu eskalieren. Die Wirtschaftspolitik bleibt Flickwerk und hat den alten verfehlten Kurs bis heute nicht verlassen. Die Geldpolitik der EZB dagegen hat seit dem Sommer 2014 einen gravierenden Geisteswandel und Kurswechsel erfahren.

Die EZB stand von Beginn an im Mittelpunkt des Krisenmanagements der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU). Lange Zeit konzentrierten sich ihre Maßnahmen darauf, die krisenbedingt stark angestiegene Liquiditätsnachfrage der Banken und Bankensysteme im Euroraum zu befriedigen. So verhinderte sie die weitere Ausweitung der Banken- und Finanzkrise, sie betrieb Schadensbegrenzung, unterließ aber konstruktive Beiträge für eine Wirtschaftserholung. In besonders kritischen Phasen unterstützte sie Reformen des Euro-Regimes sowie Rettungsprogramme für von der Krise besonders stark betroffene WWU-Mitgliedstaaten durch spezielle Liquiditätsprogramme.

Die EZB ist bezüglich ihres Beitrags zum Krisenmanagement im Euroraum insbesondere in Deutschland vielfach öffentlicher Kritik sowie rechtlicher Klagen ausgesetzt gewesen. Ihr neuer Aktivismus seit dem Sommer 2014 löste in Deutschland eine neue Welle besonders scharfer Kritik aus. Dies ist für Deutschland, wo die Deutsche Bundesbank traditionell den Status politischer Unantastbarkeit und in der Öffentlichkeit vielfach eine Art Heiligsprechung genoss, eine besonders ungewöhnliche Situation.

Diese Studie zeigt, dass die deutsche öffentliche Kritik an der heutigen Geldpolitik der EZB die Sachlage missversteht und die Wirtschaftsrealität in der WWU verleugnet. Die Zinsen sind heute so niedrig, in der Tat negativ, weil dies der depressiven und äußerst fragilen Wirtschaftslage in der WWU entspricht. Der EZB ist daher nicht ihr heutiges Handeln vorzuwerfen, sondern ihr Nichthandeln in früheren Jahren.

Etwas verbleibende Spielräume der Geldpolitik, sei es für weitere Senkungen der Geldpolitikzinsen und/oder für eine Ausweitung bzw. Verlängerung ihres Quantitative Easing-Programms (QE-Programms), erscheinen dagegen heute

eher gering zu sein; nicht zuletzt, weil deutsche Haushaltsüberschüsse deutsche Staatsanleihen weiter verknappen. Die deutsche Wirtschaftspolitik verhindert hartnäckig die notwendige Anpassung in der WWU. In unserer Beurteilung drohen als Konsequenz dieser Politik letztlich das Auseinanderbrechen des Euroraums und der gemeinsame Ruin, den auch die neue Geldpolitik der EZB nicht verhindern können wird.

Nicht die zunehmend verzweifelte Geldpolitik der EZB ist heute zu kritisieren, sondern das Versagen der Wirtschaftspolitik, die Geldpolitik angemessen zu unterstützen. Lohnsenkungen und Sozialabbau sind keineswegs geeignet, die Beschäftigung zu erhöhen. Erforderlich ist vielmehr eine angemessen expansive Fiskalpolitik, insbesondere eine Rückkehr der öffentlichen Investitionen zur Normalität. Keineswegs der einzige, aber der vielleicht beste Weg hierfür wäre die Errichtung eines „Euro-Schatzamts“.

1

EINLEITUNG

Wenn ein Außerirdischer im Frühjahr 2016 Deutschland eine Stippvisite abgestattet hätte, wäre beim Fremdling vermutlich nicht der Eindruck entstanden, dass Deutschland gemeinhin als das Land der Welt angesehen wird, das Zentralbankunabhängigkeit als eine Art Heiligtum pflegt. Vielmehr schienen Öffentlichkeit, Medien und Politik ungebremst auf die in Frankfurt am Main ansässige Währungsbehörde mit dem Namen Europäische Zentralbank (EZB) einzudreschen. Allen voran Bundesfinanzminister Dr. Wolfgang Schäuble, Veteran der deutschen Politik seit Helmut Kohls Zeiten und nimmermüder Bewacher der „schwarzen Null“ im Bundeshaushalt (und anderer deutschen Stabilitätstugenden). Schäuble war bereits bei früheren Gelegenheiten als scharfer Kritiker der EZB in Erscheinung getreten. Mit seinen öffentlichen Attacken im April 2016 schien er derzeit in der deutschen Öffentlichkeit weit verbreitete Gefühle bestens zum Ausdruck zu bringen, als er betonte, er sei mit den niedrigen Zinsen unglücklich, würde höhere Zinsen präferieren. Erregt über die Stimmengewinne der eurokritischen Bewegung „Alternative für Deutschland“, machte Schäuble den Schuldigen hierfür prompt im Frankfurter Eurotower der EZB aus: „Zu Mario Draghi sagte ich: ‚Sei sehr stolz darauf: 50 Prozent der Stimmenergebnisse einer Partei, die in Deutschland neu und erfolgreich ist, gehen auf das Konto dieser [lies: Deiner] Geldpolitik.‘“¹

Damit noch nicht genug. Während der oberste deutsche Finanzhüter diese Geldpolitik als „sickerndes Gift“ (Shotter 2016) ausmachte, betitelte der Chefvolkswirt der Deutschen Bank die EZB sogar als die „größte Bedrohung der Eurozone“. Die expansive Geldpolitik der EZB würde der Politik den Anreiz zur Durchführung dringender Strukturreformen nehmen und noch dazu einen Teufelskreis losstreten: Sinkende Zinsen würden das Vertrauen untergraben, was zu immer weiter sinkenden Zinsen führen würde. David Folkerts-Landau (2016), Chefvolkswirt der Deutschen Bank, riet der EZB daher dazu, den roten Bereich negativer Zinsen schnell wieder zu verlassen: „Moving back into the black would raise confidence across

the Eurozone.“ Deutschlands konservative Tageszeitung *Die Welt* berichtete derweil von einer neuen Verfassungsklage gegen den „souveränen Diktator EZB“, die laut den Ankläger_innen jedes Maß für die „Verhältnismäßigkeit“ ihrer Maßnahmen aus den Augen verloren hätte (Ettel/Zschäpitz 2016).

Am Ende sprang sogar Bundesbankpräsident Jens Weidmann, selbst langjähriger Kritiker früherer Maßnahmen der EZB, für Mario Draghi in die Bresche und versuchte, seine Landsleute an die alte Tugend der Zentralbankunabhängigkeit zu erinnern, zumal die expansive Geldpolitik der EZB laut Weidmann der Wirtschaftslage durchaus angemessen sei. Mario Draghi selbst verteidigte die Geldpolitik der EZB in Interviews und Reden. Dabei bemerkte er mit implizitem Bezug auf die Kritik aus Berlin, dass die Forderung nach höheren Zinsen eine größere Rolle für die Fiskalpolitik implizieren würde (Draghi 2016b).

Dies sind nur einige Beispiele, die deutlich machen, wie hoch kontrovers die Geldpolitik der EZB zurzeit in Deutschland beurteilt wird. Im Heimatland der Zentralbankunabhängigkeit ist das wahrlich ungewöhnlich. Von „Strafzinsen“ und „Enteignung“ deutscher Sparer_innen durch die EZB ist dabei die Rede. Die EZB würde Staatsdefizite „monetär finanzieren“ und damit letztlich eine neue Hyperinflation riskieren. Es scheint fast, die EZB ist unfähig, auch nur einer Währungssünde aus dem Weg zu gehen.

Völlig aus den Augen verloren wird in diesen öffentlichen Auseinandersetzungen, wie brisant und fragil die Wirtschaftslage im Euroraum ist und voraussichtlich auch weiter bleibt und welche politischen Risiken für den Prozess der europäischen Integration daraus erwachsen. Die EZB geht mit ihrer neuen Geldpolitik gewiss auch Risiken ein, aber sie tut dies aus Verzweiflung. Die EZB scheint – mit jahrelanger Verspätung – erkannt zu haben, dass der Euro auf dem Spiel steht, die Währungsunion zu zerbrechen droht, wenn nicht bald eine wirkliche wirtschaftliche Erholung im Euroraum einsetzt. Das versucht sie heute zu unterstützen, mit allen ihr zur Verfügung stehenden Mitteln; scheinbar selbst dabei fürchtend, dass es nicht ausreichen könnte.

Diese Studie betrifft die Rolle der EZB bei der Überwindung der herrschenden Krise im Euroraum. Sie untersucht die Geldpolitik der EZB im Kontext des im Maastrichter Ver-

¹ Eigene Übersetzung, zitiert im Englischen von Hans Bentzien und Tom Fairless im *Wall Street Journal* vom 9.4.2016.

trag besiegelten Euro-Regimes. Sie identifiziert kritische Defizite dieses Regimes und versucht über die Hintergründe und Ursachen der ungelösten Krise im Euroraum aufzuklären. An der Geldpolitik der EZB gab es in der Vergangenheit sehr viel zu kritisieren. Heute ist Kritik, wie sie oben beispielhaft aufgezeigt wurde, unangebracht. Öffentliche Kritik sollte sich stattdessen insbesondere auf die gerade auch von der deutschen Bundesregierung für den Euroraum geforderten und weitgehend durchgesetzten Spar- bzw. Austeritätspolitik konzentrieren, deren dauerhafte Schäden an der Euro-Gemeinschaft die Geldpolitik der EZB nicht kompensieren können wird.

Die Studie gliedert sich dabei wie folgt: Abschnitt 2 arbeitet zunächst einige kritische Eigentümlichkeiten der WWU heraus, die zentrale Ursachen ihrer inhärenten Verwundbarkeit darstellen. Europa hat eine Währungsunion errichtet, die keine echte Wirtschaftsunion ist. De facto wurde die Wirtschaftspolitik entmachtet, die Märkte wurden dagegen „befreit“. Abschnitt 3 versucht sodann Licht zu werfen auf die Vorstellungen zur einheitlichen Geldpolitik in der integrierten Marktwirtschaft der WWU, welche die Designer_innen des Euro-Regimes inspiriert zu haben scheinen – die mit der Wirtschaftswirklichkeit allerdings eklatant aufeinanderprallen. Die Krise im Euroraum ist somit auch wenig überraschend. Abschnitt 4 untersucht sodann die Krisenpolitik der Jahre 2007 bis 2014, wobei das Hauptaugenmerk der Rolle der EZB als Krisenmanager gilt, während der folgende Abschnitt 5 sich auf die neuen geldpolitischen Maßnahmen der EZB seit dem Sommer 2014 konzentriert. Gegenstand des Abschnitts 6 ist die Beurteilung etwaiger verbleibender Spielräume der Geldpolitik. Dies schließt eine Diskussion verschiedener Vorschläge mit ein, die einen besonderen Beitrag der EZB vorsehen – oder aber die Grenzen der Geldpolitik betonen. Abschnitt 7 fasst die Untersuchung nochmal zusammen.

2

EUROPÄISCHE WIRTSCHAFTS- UND WÄHRUNGSUNION UND DIE ROLLE DER EZB

2.1 EINE WIRTSCHAFTSUNION NUR ZUM SCHUTZ DER WÄHRUNGSUNION

Die Idee eines möglichst vollständig integrierten europäischen Wirtschaftsraums, in dem die wirtschaftlichen „Grundfreiheiten“ der geografischen Mobilität gewährleistet sind, hatte die europäische Politik schon seit dem Beginn des europäischen Integrationsprozesses inspiriert. Mitte der 1980er Jahre konkretisierte sich dieses Leitmotiv mit dem Projekt der Vollendung des „Gemeinsamen Binnenmarktes“. Europa einigte sich in der „Einheitlichen Europäischen Akte“ darauf, etwaige Binnengrenzen und Mobilitätshindernisse bis Ende 1992 weitgehend zu beseitigen. Überhaupt galt es, Märkte aller Art zu liberalisieren und die Gestaltungskräfte der Marktkonkurrenz von jetzt ab auf europäischer statt nationaler Ebene frei walten zu lassen. Das sollte Europas Wirtschaft effizienter und global konkurrenzfähiger machen. Dies entsprach dem neoliberalen Zeitgeist, der in Brüssel und wichtigen europäischen Hauptstädten in den 1980er Jahren Einzug erhalten hatte.

Ergänzt wurde das Projekt Gemeinsamer Binnenmarkt dann überraschend schnell durch die zusätzliche Einigung, eine gemeinsame Währung einzuführen. Auch die Idee der gemeinsamen Währung reichte mindestens bis in die 1960er Jahre zurück. Sie wurde dann zum Ende der 1980er Jahre innerhalb nur weniger Jahre konkretisiert und im „Maastrichter Vertrag“ (über die Europäische Union) besiegelt. Europa beschloss damit noch vor Ende des Jahrtausends, in die Endstufe der in Maastricht ausgehandelten WWU einzutreten. Die vorbereitende Phase hierfür begann quasi sofort. Sie konzentrierte sich zunächst darauf, auch und besonders im Finanzsektor alle noch bestehenden Binnenmarktschranken zu beseitigen und Finanzmärkte und Finanztransaktionen zu liberalisieren. Im weiteren Verlauf galt es dann, die „Konvergenzkriterien“ des Maastrichter Vertrages zu erfüllen, die als Vorbedingung für die Mitgliedschaft in der (Endstufe der) WWU als „Stabilitätsgemeinschaft“ festgelegt worden waren (Bernholz 1998; Dyson/Featherstone 1999; Padoa-Schioppa 2004; James 2012).

Was bedeutete dieser Schritt für die Wirtschaftspolitik in der WWU? Worauf genau hatte sich Europa in Maastricht

eingelassen? Kurz gesagt, Europa initiierte damals ein in der Welt einzigartiges Experiment: Man schuf einen gemeinsamen Markt samt gemeinsamer Währung, beließ es aber weitestgehend bei nationaler Wirtschaftspolitik. Denn für die Wirtschaftspolitik legte der Maastrichter Vertrag nur einige vage formulierte gemeinsame Ziele und Prinzipien fest. Vorgesehen war daneben nur eine wenig spezifizierte „Koordinierung“ der nationalen Wirtschaftspolitiken. Ergänzt wurde das Ganze dann allerdings durch recht konkrete Beschränkungen der nationalen Fiskalpolitik: Den Mitgliedsländern werden „exzessive“ Haushaltsdefizite verboten und zwar bei Strafandrohung.

Im Ergebnis bedeutete dieser Schritt für jedes einzelne Mitgliedsland, dass es die Kontrolle über seine eigene Währung komplett verlor und mit der Liberalisierung und Integration der Märkte auch die Kontrolle über die eigene Volkswirtschaft in vielerlei Hinsicht zunehmend einbüßte, während mit den haushaltspolitischen Regeln des Maastrichter Vertrages auch das zweite wichtige makroökonomische Instrument, die Fiskalpolitik, stark beschränkt wurde.

Trotz dieses massiven Verlusts an wirtschaftspolitischer Souveränität blieb das einzelne Mitgliedsland aber letztlich weitestgehend für seine eigene Wirtschaft allein verantwortlich und hierfür auch im demokratisch politischen Prozess gegenüber seinen eigenen Bürger_innen rechenschaftspflichtig. Denn im Kern hat die „Wirtschaftsunion“ zwar die nationale Wirtschaftspolitik weitgehend impotent gemacht, aber eben nicht durch eine echte gemeinschaftliche europäische Wirtschaftspolitik (samt demokratischer Legitimation) ersetzt. Die sogenannte Wirtschaftsunion, die vorgibt, das zweite Standbein der WWU zu sein, ist eigentlich nur ein Mittel, die Währungsunion vor der nationalen, vermeintlich destabilisierenden Wirtschaftspolitik zu schützen – indem die nationale Wirtschaftspolitik, speziell die Fiskalpolitik, entmachtet wurde.

Was bedeutet es aber nun wiederum, wenn man die nationale Wirtschaftspolitik in wichtiger Hinsicht entmachtet, ohne gleichzeitig eine wahre europäische Wirtschaftspolitik zu etablieren, die das dadurch entstandene Vakuum füllen könnte? Wir werden im Folgenden aufzeigen, dass die in Maastricht gewählte Regimekonstruktion eine höchst fragile

WWU geschaffen hat, in der alle wichtigen wirtschaftspolitischen bzw. makroökonomischen Akteure – und zwar einschließlich der gemeinsamen Zentralbank! – durch Schwäche statt Stärke gekennzeichnet sind.

Vorab ist hier anzumerken, dass sich eine solche Regimekonstruktion letztlich nur rechtfertigen lässt, wenn man unbeschränkt an die sogenannten „Selbsteilungskräfte“ liberalisierter Märkte glaubt. Die Daueranweisung an die nationale Wirtschaftspolitik der EU-Mitgliedsländer reduziert sich in der Tat auf die Verpflichtung zur Liberalisierung der Märkte (Stichwort: „Strukturreformen“), die laut dieser Ideologie anscheinend jede andere Wirtschaftspolitik ersetzt und überflüssig macht. Befreiung der Märkte sorgt für Konkurrenzfähigkeit. Freie Märkte und die vor der (vermeintlich destabilisierenden) Wirtschaftspolitik geschützte stabile Währung sorgen dann für allgemeinen Wohlstand. So einfach scheinen sich die Designer_innen der Maastrichter WWU die Wirtschaftsentwicklung in einer Marktwirtschaft vorzustellen. All dies passt zum deutschen Leitbild einer „stabilitätsorientierten“ makroökonomischen Wirtschaftspolitik, also dem weitgehenden Verzicht auf aktive Stabilisierungspolitik. Im deutschen Ordoliberalismus ist dagegen eigentlich eine starke ordnende staatliche Hand vorgesehen (Rieter/Schmolz 1993; Starbatty 1994; Grosseckler 2003) – die in der WWU allerdings fehlt.

Auch eine auf dieser sehr eigentümlichen Marktideologie errichtete Währungsunion, die jedenfalls keine Wirtschaftsunion ist, wird sich letztlich an den Ergebnissen, an ihrer Wirtschaftperformance messen lassen müssen. Wir betonen daher nochmals, dass sich Europa auf ein in der Welt einzigartiges und eigentümliches Experiment eingelassen hat. Die De-facto-Entmachtung der Wirtschaftspolitik in der WWU scheint dabei gewollt zu sein, weil diese inszenierte Machtlosigkeit sowohl Stabilität der Währung als auch Prosperität der Wirtschaft garantieren würde.

Europas WWU ist eigentümlich im Vergleich zu den USA, die nach Wirtschaftsgröße und Population sowie vom Entwicklungsstand her am ehesten mit der WWU Europas vergleichbar sind. Die USA haben einen historischen Entwicklungsprozess durchlaufen und dabei Institutionen – einschließlich einer gemeinsamen Währung, den US-Dollar – erschaffen, die sich wesentlich von Europas „stabilitätsorientierter“ WWU nach deutscher Prägung unterscheiden. Die USA sind wirklich sowohl eine Wirtschafts- als auch eine Währungsunion. Innerhalb der föderalen Strukturen sind den 50 US-Bundesstaaten zwar gewisse wirtschafts- und haushaltspolitische Verantwortlichkeiten zugestanden. 49 der 50 Bundesstaaten operieren dazu noch unter gesetzlichen Regeln, ihren jeweiligen Haushalt ausgleichen zu müssen.

Aber die USA haben zusätzlich eben auch eine starke Bundesregierung, eine zentrale Regierungsgewalt mit vielerlei Befugnissen über den gemeinsamen US-amerikanischen Binnenmarkt, mit alleiniger Autorität über die gemeinsame Währung sowie mit souveräner Macht über einen Bundeshaushalt, der zurzeit gut 20 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) ausmacht und für den keine gesetzliche Pflicht zum Budgetausgleich besteht. Die Bundesregierung kann daraus u. a. auch Zuschüsse an die Bundesstaaten gewähren, so wie es etwa im Zuge der globalen Finanzkrise (als Teil des „American Recovery and Reinvestment Act of 2009“ genannt:

„Obama stimulus“) geschehen ist. Die Bundesregierung sichert im Fall schwerer Krisen auch letztlich die US-Arbeitslosenversicherung, die grundsätzlich zunächst aus Mitteln und nach Regeln der Bundesstaaten bestritten wird. Darüber hinaus sind auch die Grundsäulen des US-Sozialversicherungssystems auf Bundesebene geregelt und aus Bundesmitteln finanziert (Henning/Kessler 2012; Frieden 2016).

Tatsächlich ist die soziale Absicherung in den USA allerdings auf vergleichsweise niedrigem Niveau. Auch gilt die Marktwirtschaft der USA gemeinhin als „freier“ als jene der europäischen WWU. Amerikas Märkte gelten als „flexibel“, Europas dagegen als „rigide“. Diese Vorstellung wird seit Jahrzehnten im wirtschaftspolitischen Diskurs – sowohl auf politischer wie auch auf akademischer Ebene – auf beiden Seiten des Atlantiks gepflegt und gehegt. Für Europas WWU werden daher immer und beständig dringend notwendige „Strukturreformen“ eingefordert, um Europas rigide Märkte zu liberalisieren und sie so den flexibleren Märkten Amerikas ähnlicher zu machen.

Anzumerken ist an dieser Stelle allerdings, dass Amerika trotz seiner anscheinend lehrbuchmäßig flexiblen Märkte gerade nicht auf eine stabilitätsorientierte makroökonomische Wirtschaftspolitik verzichtet. Insbesondere die Geldpolitik der US-amerikanischen Zentralbank, der Federal Reserve, gilt gemeinhin sogar als besonders aktiv und aggressiv bei ihrem Kampf gegen Rezessionen und Krisen. Und auch die US-Bundesregierung hat z. B. in der Krise von 2008/09 recht schnell ein umfangreiches fiskalpolitisches Konjunkturprogramm sowie ein Programm zur Rekapitalisierung des Bankensystems aufgelegt. Die USA verbinden somit ihre flexible Marktwirtschaft einerseits mit einem eher knausrigen Wohlfahrtsstaat und andererseits mit einer aktiven stabilitätsorientierten makroökonomischen Wirtschaftspolitik.

In den WWU-Mitgliedsländern wurde in der Vergangenheit der im Vergleich zu den USA großzügigere europäische Wohlfahrtsstaat häufig als Errungenschaft gepriesen. Besonders Deutschland zeigt sich bis heute offiziell sehr stolz auf seine eigentümliche sogenannte „Soziale Marktwirtschaft“. Gleichzeitig lässt sich Deutschland aber auch international für die „Hartz“-Strukturreformen auf seinen Arbeitsmärkten feiern, also für den Abbau von Arbeitsplatzschutz und sozialer Absicherung. Diese Strukturreformen werden gemeinhin für die im Vergleich zum Rest der WWU positive Beschäftigungsentwicklung in den letzten zehn Jahren verantwortlich gemacht. Daher folgt der allgemeine Aufruf an die anderen Mitgliedsländer der WWU zu Strukturreformen heute nicht mehr allein dem Leitbild der USA mit ihren flexiblen Märkten, sondern zunehmend auch dem deutschen vermeintlichen Erfolgsmodell, mehr Beschäftigung durch Arbeitskostensenkung und verminderte soziale Absicherung zu erreichen. Wichtige politische Akteure der WWU werden nicht müde zu betonen, dass das „soziale“ Europa international zu teuer wäre und Europas Konkurrenzfähigkeit untergrabe.² Die bei

² Zum Beispiel verkündete Angela Merkel diese Botschaft in einem Interview mit der *Financial Times* im Dezember 2012, in dem sie behauptet, Europa würde 50 Prozent der sozialen Ausgaben der Welt tätigen (siehe Peel 2012). Bereits im Februar 2012 hatte der damals neue EZB-Präsident Mario Draghi in einem Interview mit dem *Wall Street Journal* erklärt, dass Europas Sozialmodell schon verloren sei (siehe Blackstone et al. 2012).

anderen WWU-Mitgliedsländern eingeforderten Struktur-reformen zielen daher sowohl auf flexiblere Märkte als auch auf den Abbau an sozialem Schutz.

Europa strebt anscheinend mit dem Euro eine ähnlich flexible Marktwirtschaft wie die in den USA an und will dabei seinen angeblich zu großzügigen Wohlfahrtsstaat zurückdrängen. Im Ergebnis läuft es in Europas WWU also neben der Entmachtung der nationalen Wirtschaftspolitik, die nationale Verwundbarkeit der integrierten Volkswirtschaften bedeutet, auch auf eine Zurückführung der sozialen Absicherung hinaus, die darüber hinaus auch noch die individuelle Verwundbarkeit der Arbeitnehmer_innen Europas erhöht.

Der Maastrichter Vertrag hat allerdings in der WWU keine stabilitätsorientierte makroökonomische Wirtschaftspolitik geschaffen, die diese gesteigerte nationale und individuelle Verwundbarkeit auffangen könnte. Hinter diesem Vakuum steht allein der Glaube, dass freie Märkte irgendwie alles richten würden. Dies könnte ein verheerender Irrglaube sein, bedenkt man etwa, dass die USA, also das Vorbild in Sachen Marktflexibilität, gerade nicht allein auf die Fantasiewelt freier flexibler Märkte vertrauen, sondern gezielt aktive makroökonomische Wirtschaftspolitik zur gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung betreiben.

Diese Studie konzentriert sich auf die makroökonomische Wirtschaftspolitik in der WWU, speziell auf die Geldpolitik der EZB. Institutionelle Hintergründe und der Vergleich zu den USA werden hier genannt, weil reale Geldpolitik nicht im Nichts der märchenhaften Modellwelt der Mainstream-Wirtschaftstheorie stattfindet. Der politische und gesellschaftliche Kontext ist wichtig. Er kann die Entscheidungsfindung der geldpolitischen Akteure prägen. Er kann aber auch die Wirkung der Geldpolitik auf die Wirtschaft und Gesellschaft maßgeblich beeinflussen. Institutionelle Gegebenheiten, wie sie speziell durch den Vergleich mit den USA gut veranschaulicht werden, sind ein für die Geldpolitik entscheidender Faktor. Rolle, Funktionsweise und konkrete Politik der EZB ließen sich sonst nicht fundiert begreifen. Werfen wir also einen ersten Blick auf die EZB als Hüterin des Euro.

2.2 DIE VERMEINTLICH SUPERSTARKE HÜTERIN DER „DE-NATIONALISIERTEN“ (STAATSLOSEN) WÄHRUNG

Die EZB ist keine gewöhnliche Zentralbank. Sie wurde 1998 mit dem primären Mandat errichtet, Preisstabilität in der Eurozone zu bewahren. Sie ist international heute zwar eine der einflussreichsten Zentralbanken, unterscheidet sich in wichtigen Aspekten aber grundlegend von anderen mächtigen Zentralbanken dieser Welt, wie beispielsweise der US-amerikanischen Federal Reserve, der Bank of England, der Bank of Japan oder der People's Bank of China. Die EZB hat die „alten“ Zentralbanken der Euro-Mitgliedsländer im Zuge des Übergangs zum Euro auch nicht ersetzt. Ersetzt hat nur der Euro die nationalen Währungen der Mitgliedsländer. Die nationalen Zentralbanken dagegen wurden zusammen mit der EZB zum „Eurosistem“³ verbunden, wobei der EZB im

Aufgabenbereich Geldpolitik die Rolle der Leitzentrale der gemeinsamen Geldpolitik des Euroraums zugestanden wurde (Padoa-Schioppa 2004).

Im Euroraum konzentriert sich die Geldpolitik auf die Sicherung von Preisstabilität als ihre primäre Aufgabe. Diese vage Zielvorgabe aus dem Maastrichter Vertrag hat die EZB selbst genauer definiert, nämlich in Form einer Zielinflationsrate „in der mittleren Frist“ von „unter, aber nahe zwei Prozent“ gegenüber dem Vorjahr in der Eurozone insgesamt (und zwar gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI)). Zusätzlich ist der EZB auferlegt, geldpolitisch die Ziele der allgemeinen Wirtschaftspolitik in der Eurozone mit zu unterstützen, zumindest unter Bedingungen, in denen sie keinen Konflikt zu ihrem Primärziel der Preisstabilitätssicherung sieht. Aufgrund dieser vagen vertraglichen Zielvorgabe und selbst gewählten Zieldefinition genießt die EZB erhebliche Ermessensspielräume bei der Bestimmung ihres geldpolitischen Kurses.⁴ Dies kann die EZB allerdings auch entsprechend leichter angreifbar machen.

Aber betrachten wir hier zunächst einmal, inwieweit sich die Rolle und das Tätigkeitsfeld der EZB von denen einer „normalen“ Zentralbank unterscheiden. Historisch betrachtet zeigt die Entwicklungsgeschichte dieser Institutionen, dass Zentralbanken vielfältige Funktionen, die drei Bereiche von Währung und Finanzen betreffen, erfüllt haben: (1) öffentliche Finanzen, (2) Banken- und Finanzsystemstabilität und (3) Geldpolitik. Diese drei traditionellen Zentralbankdomänen überschneiden sich teilweise, und die verschiedenen Zentralbankfunktionen sind von Natur aus auch häufig eng miteinander verwoben (Goodhart 1988, Capie et al. 1994).

⁴ Der Maastrichter Vertrag hatte eine Konkretisierung und Definition des Preisstabilitätsziels offengelassen. In heutiger Zeit ist dies als eher ungewöhnlich anzusehen. Vielen Zentralbanken wird heute von der Regierung oder dem Schatzamt ein klar definiertes Inflationsziel vorgegeben. Die EZB hatte ihr Preisstabilitätsziel ursprünglich als eine Inflationsrate von „unter zwei Prozent“ definiert. Diese Definition war gemeinhin von Forscher_innen und Finanzmarktakteuren als zu ungenau kritisiert worden. In der Tat deutete sie auf eine eigentümliche Asymmetrie im geldpolitischen Verständnis der EZB hin. Angedeutet wurde in der ursprünglichen Definition, dass ein Anstieg über zwei Prozent nicht toleriert würde, beim Absinken der Inflation unter diese Marke blieb dagegen unklar, wo genau für die EZB die Schmerzgrenze zum Handeln erreicht sein würde. Ist ein Prozent Inflation genauso akzeptabel oder inakzeptabel wie eine Inflationsrate von null? Oder ist vielleicht sogar eine negative Inflationsrate keine bedrohliche Zielverfehlung, die zum Handeln zwingen würde? Diese Frage ist auch im Hinblick auf die „sekundären“ Ziele der Geldpolitik kritisch, also der Verpflichtung der EZB zur Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik, sofern dies nicht im Konflikt mit ihrem Primärziel steht. Wie lange kann die EZB bei sinkender Inflationsrate unter zwei Prozent handlungsuntätig bleiben und eine Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik mit Hinweis auf ihr Primärziel verweigern? Aufgrund vielfacher Kritik hat die EZB ihre Definition von Preisstabilität dann im Zusammenhang mit der internen Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie im Jahr 2003 revidiert und sich auf die heute gültige Messlatte von „unter, aber nahe zwei Prozent“ festgelegt. Selbst diese Formulierung bleibt weniger präzise als bei anderen Zentralbanken üblich. Interpretationsbedürftig ist auch die „mittlere Frist“. Eine gebräuchliche Auslegung deutet auf eine Frist von zwei bis drei Jahren. Dies entspricht auch dem Zeithorizont der regelmäßigen makroökonomischen Projektionen der EZB-Expert_innen. Für diese und andere Eigentümlichkeiten der EZB hat die Deutsche Bundesbank Modell gestanden. Zu den zentralbankhistorischen Hintergründen siehe: Hentschel (1988); Holtfrerich (1988); Stern (1998); Buchheim (1998, 2001); Bibow (2009a, 2010) und Distel (2003).

³ Zur Vereinfachung werden wir im Folgenden EZB und Eurosistem (sowie seine Bestandteile) nur dann unterscheiden, wenn dies sachlich geboten ist.

Zum Beispiel kann eine Zentralbank mit dem geldpolitischen Auftrag der Preisstabilitätssicherung den Zustand des Finanzsystems schon deshalb nicht ignorieren, weil eine ernsthafte Dysfunktionalität des Finanzsystems letztlich akute Deflationsrisiken begünstigen kann, die dann wiederum eine Verfehlung des geldpolitischen Primärziels bedingen können. Die „Bank der Banken“ ist auf funktionsfähige Banken und Finanzmärkte angewiesen. Die Wirkungsweise der Geldpolitik beruht auf der Mitwirkung der Banken und Finanzmärkte. Die Übertragung der Geldpolitik auf die Wirtschaft kann durch Krisen im Finanzsystem blockiert werden. Banken- und Finanzkrisen können zusätzlich auch noch gravierende fiskalische Konsequenzen haben, was dann in der Folge wiederum auch Beschränkungen der geldpolitischen Spielräume und Wirkungskraft der Geldpolitik bedingen kann. Hohe Schulden und eine schwache Wirtschaft gestatten keine hohen Zinsen. Dies würde die Wirtschaft nur noch mehr erdrosseln und letztlich in den Bankrott führen.

Als geldpolitische Instanz steht die Zentralbank im Zentrum des Banken- und Finanzsystems. Als nationale Bank und traditionelle „Bank des Staates“ steht sie aber auch im engen Verbund mit den öffentlichen Finanzen. Überhaupt spricht vieles dafür, die enge Wechselbeziehung zwischen Geldpolitik und der Verwaltung der Staatsschulden nicht zu übersehen. Sowohl Geldpolitik als auch Schuldenmanagement zielen darauf ab, ein der Wirtschaftsentwicklung angemessenes Zinsniveau (und eine entsprechende Zinsstrukturkurve) zu etablieren. Zusätzliches Ziel des Schuldenmanagements ist dabei, die Zinslast des Staates und die laufende Refinanzierung seiner Schulden zu optimieren (Tily 2007; Goodhart 2012; Greenwood et al. 2014; Werner 2014a). Insbesondere nach schweren Finanz- und Wirtschaftskrisen kann eine geldpolitische Unterstützung zur Begrenzung des Schuldendienstes dringend geboten sein, um haushaltspolitische Spielräume zu bewahren – beziehungsweise um Finanzmarktpaniken aufgrund von Zweifeln bezüglich der staatlichen Zahlungsfähigkeit zu verhindern. Andernfalls könnten durch mangelnde zentralbankpolitische Unterstützung kontraproduktive öffentliche Sparmaßnahmen „erzwungen“ werden, die im Ergebnis wiederum auch akute Deflationsrisiken und geldpolitische Zielverfehlungen hervorrufen können.

Geld- und Fiskalpolitik sind dabei ganz zwangsläufig immer eng miteinander verbunden. Das beginnt allein schon damit, dass eine Zentralbank Gewinne macht (Hellwig 2014). Als staatliche Institution fließen die Gewinne der Zentralbank gewöhnlich in den Staatshaushalt. Diese Schnittstelle bleibt bestehen, selbst wenn man der Zentralbank andere traditionelle „Hausbankfunktionen“ wie etwa Kontoführung, Devisenverwaltung, Kreditvergabe an den Staat oder Marktbegebung und -pflege von Staatsanleihen abnimmt und anderen überlässt. Eine Zentralbank macht fast automatisch Gewinne, weil sie gewöhnlich Erträge auf ihre Aktiva erzielt, auf das von ihr emittierte Zentralbankgeld – Bargeld und Bankreserven –, dagegen gewöhnlich aber keine (oder nur niedrige) Zinsen zahlen muss. Die enge Verbindung zwischen Geld- und Fiskalpolitik reicht aber weiter als nur etwaige routinemäßige Zentralbankgewinne (auch: „Geldschöpfungsgewinne“, „Seigniorage“).

Viel gewichtiger ist gewöhnlich der Einfluss der Geldpolitik auf das Zinsniveau – und damit mittelbar auch auf

die staatliche Zinslast! Denn der Staat ist gewöhnlich der größte Schuldner in einer Volkswirtschaft, und der finanzpolitische Spielraum des Staates hängt nicht allein von seiner Macht zur Besteuerung und von seiner Möglichkeit zur Verschuldung ab, sondern eben auch von der Politik der Zentralbank. Eine Niedrigzinspolitik senkt unmittelbar die Zinslast des Staates. Sofern dadurch die Wirtschaftsentwicklung angeregt wird, verbessert sie mittelbar dadurch auch noch die Primärbudgetposition (die Haushaltsposition exklusive der Zinsverpflichtungen). Entsprechend erhöht eine Hochzinspolitik unmittelbar die Zinslast und, sofern dadurch die Wirtschaftsaktivität gedrosselt oder sogar eine Rezession erzwungen wird, verschlechtert sie noch dazu mittelbar auch die Primärbudgetposition. Der Staat hat daher zwangsläufig ein großes Interesse an der Zinspolitik seiner Zentralbank.

Hierin liegt auch ein Hauptgrund für die Vorstellung, die Zentralbank müsse „Unabhängigkeit“ vom Staat genießen, weil nur so die Währung gesichert werden könne. Eine von der demokratisch gewählten Regierung bestimmte Geldpolitik, so diese Unterstellung, würde notwendigerweise immer eine Wirtschaftspolitik präferieren, welche die Geldwertstabilität gefährdete (Bibow 2004).

In der Tat wurden im Maastrichter Vertrag vielerlei Anstrengungen unternommen, die „Unabhängigkeit“ der Zentralbank zu sichern und etwaige vermutete Gefährdungen von Währung und Zentralbank durch eine „undisziplinierte“ Fiskalpolitik zu unterbinden. Dabei verfolgte man das Ziel, die Geldpolitik möglichst vollständig von der Fiskalpolitik „abzuschotten“, also eine strikte Trennung von Geld- und Fiskalpolitik zu vollziehen. Genau das sollte die EZB schützen und superstark machen. Wir werden die relevanten Regelungen im Folgenden im Detail besprechen. Die Frage ist einerseits, inwieweit die angestrebte Trennung erreicht wurde oder überhaupt erreichbar ist. Andererseits stellt sich hier aber auch die Frage, ob durch eine solche Trennung nicht andere Risiken für die Wirtschaft und Währung erst entstehen könnten, ob die angestrebte Trennung also letztlich wirklich wünschenswert ist.

2.3 WIE SELBST DIE FEST VERANKERTE „UNABHÄNGIGKEIT“ DER EZB VERWUNDBARKEIT BEDINGT

Sinn und Zweck der sogenannten „Unabhängigkeit“ der Zentralbank ist es, die Geldpolitik und damit das Preisstabilitätsziel von tagespolitischen Einflüssen fernzuhalten und vor der (vermeintlich zwangsläufig destabilisierenden) Fiskalpolitik zu schützen. Während der Vorbereitung zur WWU hat das Europäische Währungsinstitut (EWI) in jährlichen Berichten überprüft, ob und wieweit die zukünftigen Mitgliedsländer für ihre jeweiligen nationalen Zentralbanken (NZBs) das erforderliche Maß an Unabhängigkeit rechtlich sichergestellt hatten. Sie unterschied dabei personelle, institutionelle, funktionelle und finanzielle Unabhängigkeit als Kriterien ihrer Bewertung (EWI 1996).

Das Erfordernis langer Arbeitsvertragslaufzeiten – allerdings verbunden mit dem Ausschluss der Wiederernennung – ist der Kern der rechtlichen Regelung personeller Unabhängigkeit der Zentralbankler_innen der WWU. Es liegt natürlich

eine gewisse Ironie in der Tatsache, dass Europas Zentralbanker_innen ständig den Nutzen flexibler Arbeitsmärkte betonen, selbst aber extremen Arbeitsplatzschutz genießen. Anders als gewählte Politiker_innen kann man Europas Zentralbanker_innen im Grunde nicht vorzeitig entlassen. Diese Regelung bezeugt also ein extremes Vertrauen in die Kompetenz und Arbeitsmoral von Zentralbanker_innen. Inkompetenz ließe sich vor Gericht aber auch schon deshalb kaum beweisen, weil die EZB keine Protokolle ihrer Sitzungen samt namentlicher Stimmenabgabe veröffentlicht. Daher können sich die Zentralbanker_innen der WWU de facto wohl nur selbst disqualifizieren und rechtlich angreifbar machen, indem sie öffentlich allzu offensichtlich nationale Interessen vertreten. Denn sie sind allesamt auf das Ziel Preisstabilität (sowie auf die Unterstützung etwaiger anderer wirtschaftspolitischer Ziele) im Euroraum als Ganzes verpflichtet. Etwaige nationale (oder andere spezifische) Belange und Interessen in den Vordergrund zu stellen wäre widerrechtlich.

Der Kern der institutionellen Unabhängigkeit der EZB ist der rechtliche Ausschluss jeglicher Einflussnahme seitens der Politik auf die Zentralbank. Die politischen Behörden der EU und der Mitgliedsländer dürfen keinerlei Weisungen an sie abgeben. Und die Zentralbanker_innen dürfen auch keinerlei Weisungen von den politischen Behörden anstreben oder annehmen. Damit scheint die Unabhängigkeit der EZB als geldpolitische Institution sicher geregelt zu sein. Ist sie aber nicht.

Denn Europas WWU basiert auf einer wichtigen juristischen Fiktion, welche die strikte Trennbarkeit von Geld- und Wirtschaftspolitik unterstellt. Auch dies steht übrigens im engen Zusammenhang mit der Tatsache, dass Europas WWU eine Währungsunion, aber eben keine Wirtschaftsunion ist. Die EZB hat EU-rechtlich die „ausschließliche Zuständigkeit“ für die Geldpolitik, aber die Wirtschaftspolitik, einschließlich der wichtigen Fiskalpolitik, liegt weiterhin überwiegend in nationaler Zuständigkeit. Das mag juristisch so vielleicht vordergründig Sinn ergeben, ökonomisch ist diese vermeintliche Trennung der Sachgebiete und Verantwortlichkeiten allerdings höchst fragwürdig: Geldpolitik ist zwangsläufig ein Bestandteil der Wirtschaftspolitik. Geldpolitik kann ihr primäres Preisstabilitätsziel auch nur dann überhaupt beeinflussen, wenn sie durch ihre Maßnahmen zunächst entsprechende Anpassungen im Finanzsystem und in der Wirtschaft auslöst. Diese für die geldpolitische Zielerreichung notwendigen Anpassungen können oftmals aber auch durch andere wirtschaftspolitische Instrumente beeinflusst werden, genauso wie auch die Wirtschaftspolitik im allgemeinen Einfluss auf das primäre geldpolitische Ziel der Preisstabilität hat. In der Sache sind Geld- und Wirtschaftspolitik untrennbar miteinander verbunden. Alles andere ist reine Fiktion. Weil diese EU-rechtliche Fiktion an der Wirtschaftswirklichkeit krass vorbeigeht, sind aus ihr rechtliche Unsicherheiten und auch Angriffe gegen die EZB entstanden (Bibow 2015a).

Zunächst gab es den Versuch, gewisse wirtschaftspolitische Maßnahmen mit der Begründung zu verhindern, sie würden einen Übergriff in den geldpolitischen Zuständigkeitsbereich der EZB darstellen. Im sogenannten „Pringle“-Fall aus dem Jahr 2012 hatte der Europäische Gerichtshof (EuGH) im Hinblick auf den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) sowohl die Frage der Abgrenzung zur Geldpolitik als auch die Frage

der Vereinbarkeit des ESM mit der Nichtbeistands-/Nichthaftungsklausel („No-Bailout“-Klausel; Artikel 125 TFEU) zu klären. Beschränken wir uns hier erst einmal auf die erste Frage.

Der EuGH (2012) untersuchte hierzu zunächst, ob der ESM vom Ziel und Zweck her die Preisstabilität betreffe – was er mit der Begründung verneinte, das Ziel des ESM wäre es, den Finanzbedarf des öffentlichen Sektors des betroffenen Mitgliedstaates zu decken. Das sei laut EuGH ein wirtschaftspolitisches und kein geldpolitisches Ziel. Im zweiten Schritt wendete sich der EuGH dann der Frage zu, ob etwaige indirekte Wirkungen des ESM auf die Preisstabilität dieser Einschätzung widersprächen, was er mit der Begründung ablehnte, der ESM sei – anders als die Geldpolitik – kein direktes Mittel zur Sicherung der Preisstabilität (Deutsche Bundesbank 2012; BVerfG 2014b; Fisahn 2014).

Dieses EuGH-Urteil war für den Weiterbestand des ESM sehr hilfreich. Für die Geldpolitik schuf (oder bestätigte) es aber auch ein rechtliches Problem: Geldpolitik selbst ist nämlich auch kein „direktes Mittel“ zur Sicherung der Preisstabilität. Auch die Geldpolitik betrifft die Preisentwicklung immer nur indirekt, indem sie gewisse Anpassungen im Finanzsystem und in der Wirtschaft auslöst. Die dem Maastrichter Vertrag und auch dem „Pringle“-Urteil zugrundeliegende rechtliche Fiktion, Geldpolitik sei ein irgendwie direktes Mittel zur Sicherung der Preisstabilität, wird für die EZB zum Problem, wenn etwaige Wirkungen ihrer Maßnahmen im Finanzsystem und in der Wirtschaft zum rechtlichen Angriff gegen die EZB – weil sie damit vermeintlich ihren Zuständigkeitsbereich überschreiten würde – ausgeschlachtet werden können.

Einen konkreten Fall dieser Art lieferte die Verfassungsbeschwerde beim deutschen Bundesverfassungsgericht (BVerfG) zum EZB-Programm der Outright Monetary Transactions (OMT), welches das Bundesverfassungsgericht dann zur weiteren Klärung an den EuGH weiterverwies. Während es beim „Pringle“-Fall darum ging, ob eine bestimmte wirtschaftspolitische Maßnahme wirklich Wirtschaftspolitik darstellte und nicht Geldpolitik, geht es beim OMT-Fall darum, ob eine bestimmte geldpolitische Maßnahme wirklich Geldpolitik und nicht Wirtschaftspolitik darstellt (Siekman/Wieland 2013; BVerfG 2014a).

Am 14.1.2015 nahm der Generalanwalt Pedro Cruz Villalón hierzu wie folgt Stellung:

„Although it may appear self-evident, it is important to make the point that monetary policy forms part of general economic policy. The division that EU law makes between those policies is a requirement imposed by the structure of the Treaties and by the horizontal and vertical distribution of powers within the Union, but in economic terms it may be stated that any monetary policy measure is ultimately encompassed by the broader category of general economic policy. That connection between the two policies was highlighted by the Court of Justice itself, and by Advocate General Kokott in her View, in Pringle, when it was stated that an economic policy measure cannot be treated as equivalent to a monetary policy measure for the sole reason that it may have indirect effects on the euro. That reasoning is entirely valid if

turned around, as has been pointed out by the ECB, the Commission and the majority of the Member States that have participated in these proceedings, since a monetary policy measure does not become an economic policy measure merely because it may have indirect effects on the economic policy of the Union and the Member States“ (EuGH 2015a, Paragraf 129).

In der Fortführung dieses Arguments entwickelte der Generalanwalt dann eine Art Bedingungskatalog dafür, eine bestimmte Maßnahme der EZB als Geldpolitik zu akzeptieren, nämlich:

„ (...) in order for a measure of the ECB actually to form part of monetary policy, it must specifically serve the primary objective of maintaining price stability and it must also take the form of one of the monetary policy instruments expressly provided for in the Treaties and not be contrary to the requirement for fiscal discipline and the principle that there is no shared financial liability. If there are isolated economic-policy aspects to the measure at issue, the latter will be compatible with the ECB’s mandate only as long as it serves to ‚support‘ economic policy measures and is subordinate to the ECB’s overriding objective“ (EuGH 2015a, Paragraf 132).

Diese Stellungnahme des Generalanwalts⁵ hat in Sachen Zuständigkeit der EZB und damit auch hinsichtlich ihrer institutionellen Unabhängigkeit in mancher Hinsicht Klärung gebracht. Die EZB muss ihre Maßnahmen danach allgemein strikt als Geldpolitik und im Hinblick auf die Verfolgung ihres primären Preisstabilitätsziels erklären und begründen. Eine wirtschaftspolitische Begründung taugt nur, sofern gewisse Aspekte der Geldpolitik zur Unterstützung wirtschaftspolitischer Maßnahmen (also im Hinblick auf die „Sekundärziele“ der EZB) geschehen und nicht dem vorrangigen Preisstabilitätsziel untergeordnet werden. Wichtig ist aber auch die Forderung, dass die Geldpolitik Instrumente einsetzen muss, die explizit im Maastrichter Vertrag vorgesehen sind und die nicht mit den Anforderungen der Haushaltsdisziplin und dem Prinzip der nichtgemeinschaftlichen Haftung im Widerspruch stehen dürfen.

Das Prinzip, dass die Mitgliedsländer grundsätzlich nur für ihre eigenen Schulden haften, steht auch im engen Zusammenhang mit den Kriterien der funktionellen und finanziellen Unabhängigkeit der EZB und NZBs. Funktionelle Unabhängigkeit betrifft die im Maastrichter Vertrag für das Eurosystem verankerten gemeinsamen Ziele und Funktionen. Zugelassen ist laut dem Vertrag aber auch, dass die NZBs andere Funktionen erfüllen dürfen, sofern diese Aktivitäten nicht die gemeinsamen Ziele und Funktionen des Eurosystems beeinträchtigen, worüber im Zweifel der EZB-Rat zu befinden hat.

⁵ Der EuGH bestätigte diese Bewertung im Juni 2015: „The Court finds that the OMT programme, in view of its objectives and the instruments provided for achieving them, falls within monetary policy and therefore within the powers of the ESCB“ (EuGH 2015b; Hervorhebung im Original; siehe auch BVerfG 2016).

Hintergrund für diese Regelung ist einerseits die Tatsache, dass die NZBs traditionell teilweise unterschiedliche Funktionen und Verantwortlichkeiten in den jeweiligen Mitgliedsländern erfüllt haben, die im Zuge der WWU nicht – als von nun ab gemeinsame Politik – auf die EZB übertragen worden sind. Die NZBs dürfen etwaige traditionelle Zentralbankfunktionen, die nicht vergemeinschaftet wurden, grundsätzlich auch weiterhin erfüllen. Weiterer Hintergrund hierfür ist aber erneut auch die Tatsache, dass die WWU keine Wirtschafts-, speziell keine Fiskalunion ist. Die Regelung nennt daher explizit, dass die Verantwortung und Haftung für die Ausübung etwaiger anderer Zentralbankfunktionen bei den Mitgliedstaaten liegen. Entsprechend gehen etwaige Gewinne oder Verluste aus diesen nicht vergemeinschafteten Zentralbankfunktionen also auch allein zu ihren Gunsten bzw. Lasten.

Wie bereits weiter oben erwähnt wurde, erzielen Zentralbanken gewöhnlich „Geldschöpfungsgewinne“. Sie emittieren ihr Zentralbankgeld, indem sie Aktiva (Vermögenswerte) kaufen. Diese Aktiva werfen gewöhnlich Erträge ab. Zentralbankgeld selbst ist dagegen gewöhnlich zinslos und die Grenzkosten der Produktion von Zentralbankgeld sind auch quasi null. Unter normalen Bedingungen machen Zentralbanken daher automatisch Gewinne: Sie erzielen Erträge, die ihre eigenen Betriebskosten übersteigen. Letztere bestehen in erster Linie aus Personalkosten, welche wiederum vom Umfang der konkreten Zentralbankfunktionen abhängen.

In der Interpretation des EWI erfordert das Kriterium finanzieller Unabhängigkeit, dass Zentralbanken über eine hinreichende finanzielle Ausstattung verfügen, um ihre Funktionen ausüben zu können, ohne dabei politisch erpressbar zu werden. In der Praxis bedeutet dies, dass Zentralbanken über weitreichende Freiheiten bezüglich ihrer eigenen Betriebskosten sowie bei der Bestimmung etwaiger (an den Staatshaushalt zu überweisender) Gewinne verfügen. In Europas WWU werden die Geldschöpfungsgewinne (Monetary Income) der NZBs und etwaige Gewinne bzw. Verluste der EZB gemäß dem Kapitalschlüssel der EZB unter den Euro-Mitgliedstaaten (bzw. deren NZBs) aufgeteilt.⁶

Soweit der Normalfall. Interessant ist auch der Fall möglicher Verluste. Zentralbanken sind gewöhnlich sehr risikofreudig. Kredite vergeben sie nur an auserkorene Kreditnehmer (bestimmte Geschäftsbanken) und auch nur gegen gute Sicherheiten; wobei sie die Mindeststandards für akzeptable Sicherheiten selber festlegen. Staatsanleihen gelten als besonders sicher und sind auf Finanzmärkten besonders beliebte Sicherheiten, sowohl bei Zentralbankkrediten als auch für gesicherte Kreditgeschäfte unter Banken. Das geschieht

⁶ Der Kapitalschlüssel der EZB basiert auf den Anteilen der Mitgliedstaaten an der Bevölkerung und dem Bruttoinlandsprodukt der EU. Zurzeit beträgt der deutsche Anteil (bzw. Anteil der Deutschen Bundesbank) knapp 18 Prozent (siehe <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.en.html>). Allein die Mitgliedstaaten der WWU müssen allerdings ihr Kapital voll einzahlen (rund 7,6 Milliarden Euro oder 70 Prozent des Gesamtkapitals der EZB in Höhe von knapp 11 Milliarden Euro) und nehmen an den Gewinnen und Verlusten der EZB teil. Diese werden genauso wie die Zinseinkommen aus den geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems entsprechend der eingezahlten Kapitalanteile unter den NZBs aufgeteilt. Deutschlands Anteil am voll eingezahlten EZB-Kapital beträgt zurzeit knapp 26 Prozent (siehe https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Topics/2014/2014_01_16_und-derstanding_the_capital_key.html).

über sogenannte Repos (Repurchase Agreement, Rückkaufvereinbarung), die für die Geldpolitik und das Finanzsystem heute von ganz zentraler Bedeutung sind. Bei einer Rückkaufvereinbarung verpflichtet sich der/die Verkäufer_in des Wertpapiers beim Verkauf gleichzeitig, dieses Wertpapier zu einem späteren Termin zu einem bestimmten Kurs wieder zurückzukaufen.

Die Zentralbank kann aber auch Staatsanleihen, Devisen oder andere Aktiva direkt am Markt kaufen (Outright). Ganz gleich ob sie Kredite vergibt oder andere Vermögenswerte (Aktiva) kauft, sie zahlt mit ihrem eigenen (Zentralbank-)Geld, das dabei „geschöpft“ wird. Wird ein Kredit von einer Bank an die Zentralbank zurückgezahlt oder Aktiva von der Zentralbank verkauft, so wird dabei entsprechend Zentralbankgeld „vernichtet“. Verluste werden realisiert, wenn Kreditnehmer Kredite nicht zurückzahlen (und etwaige Sicherheiten nicht den vollen Kreditbetrag decken), oder wenn Aktiva unter Einstandspreis wiederverkauft werden.

Historisch betrachtet bildeten Devisenmarktinterventionen zur Währungsstützung eine wichtige mögliche Verlustquelle für Zentralbanken. Verluste treten hier bei Misserfolg auf, wenn etwa eine Zentralbank einen Kredit in ausländischer Währung (zwecks Devisenbeschaffung) aufgenommen hat, diesen dann aber später mittels abgewerteter Währung begleichen muss. Rettungsaktionen für angeschlagene Banken – mit der Zentralbank in der Rolle als „Retter der letzten Instanz“ (Lender of Last Resort, LOLR) – sind eine andere mögliche Verlustquelle.⁷ Verluste treten auch in diesem Fall auf, wenn die Maßnahme erfolglos bleibt, also die mit Notkrediten versorgte Bank trotzdem Konkurs geht (und etwaige Sicherheiten nicht ausreichende Deckung bieten).

Es lohnt sich hier, diesen zweiten Fall kurz etwas näher im Detail zu betrachten, um dabei auch die besonderen Gegebenheiten der WWU weiter zu veranschaulichen. Es geht hier konkret weiterhin sowohl um das Kriterium der finanziellen Unabhängigkeit als auch um das Nichtbeistands-/Nichthaftungsprinzip sowie um das Verbot der sogenannten „monetären Finanzierung“. Dieser in Deutschland historisch belastete Begriff (Stichwort: Weimarer Hyperinflation!) soll den Umstand erfassen, dass die Zentralbank den Staat durch Geldschöpfung finanzieren kann.

Um es nochmals zu betonen, die Besonderheit der WWU ist, dass sie keine Wirtschafts- und keine Haftungsunion ist. In Europas WWU soll der Fall der monetären Finanzierung durch Artikel 123 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union ausgeschlossen werden, der jegliche Kreditvergabe der Zentralbank an den Staat verbietet. Er soll dabei nicht nur unmittelbare Kredite der Zentralbank verhindern, sondern auch Fälle, in denen die Zentralbank quasi für den Staat eintritt und an seiner Stelle eine Rechnung begleicht oder Verluste erleidet; was letztlich auf eine Art Zentralbankkredit (und daher auf monetäre Finanzierung) hinausläuft.

Betrachten wir hierzu zunächst den einfachen (Normal-) Fall eines einzelnen Landes mit eigener Währung. Die Zentralbank hat einen Notkredit an eine Bank vergeben, der dann nicht zurückgezahlt wird. Zwei Dinge sind hier wichtig. Erstens hat die Zentralbank bei der Rettungsaktion Zentralbankgeld geschaffen. Zweitens bedeutet der Kreditausfall, dass auf der Aktivseite der Zentralbankbilanz ein entsprechendes „Loch“ entsteht. Anders ausgedrückt: Das Eigenkapital der Zentralbank sinkt um den erlittenen Verlust oder das Eigenkapital wird – da Zentralbanken gewöhnlich nur geringes Eigenkapital aufweisen – sogar negativ.

Im Prinzip kann das Loch auf der Aktivseite der Bilanz der Zentralbank sehr einfach wieder geschlossen werden, indem der Staat ihr Staatsanleihen in entsprechender Höhe übergibt. Das entspricht einer staatlichen Rekapitalisierung und ist (scheinbar) kostenlos, da der Staat die Zinsen auf die Schuld an die Zentralbank zahlt, die sie dann als Gewinn an den Staat zurücküberweist. Die Rekapitalisierung ist aber nur scheinbar kostenlos, weil bei der Rettungsaktion auch Zentralbankgeld geschaffen wurde (das zugunsten irgendwelcher Gläubiger der notleidenden Bank geflossen ist). Diese Zentralbankgeldschöpfung kann dadurch kompensiert werden, dass die Zentralbank einen anderen Vermögenswert verkauft. Ihre zukünftigen Erträge sinken dadurch dann allerdings entsprechend.

Unter dem Strich wurden durch die verlustreiche Rettungsaktion also zukünftige Zentralbankgewinne in die Gegenwart verlagert, indem die Zentralbank bei der Rettungsaktion anstelle des Staates Verluste erlitten hat. Hätte der Staat die Bankenrettung selber durchgeführt und dabei die Verluste unmittelbar erlitten, hätte er zwecks Geldbeschaffung zuvor dazu am Markt Anleihen emittieren müssen. Auf diese würde er dann in der Zukunft Schuldendienst leisten müssen. Dieser zusätzliche Schuldendienst entspricht den verminderten Zentralbankgewinnen, die alternativ entstehen würden, wenn die Zentralbank Aktiva verkaufen muss, um das bei der Rettungsaktion geschaffene Zentralbankgeld wieder zu vernichten. Der entscheidende Vorteil der monetären Finanzierung über die Zentralbank kann genau darin liegen, dass die Marktlage zur Zeit der Bankenrettung möglicherweise derart ist, dass eine Marktfinanzierung für den Staat akut sehr teuer oder dem Staat überhaupt nicht möglich wäre.

Im Fall eines einzelnen souveränen Staates betrifft diese Entscheidung die intertemporale Nutzung oder Verteilung der Zentralbankgewinne – und dabei allein die Steuerzahler_innen des betroffenen Staates. Eine monetäre Finanzierung wie hier im Fall einer Bankenrettung kann im akuten Krisenfall ausgesprochen hilfreich oder sogar „lebensrettend“ sein und muss auch keinesfalls eine Hyperinflation bedingen. Dieser Vorteil beschreibt vielmehr ein wichtiges historisches Motiv zur Gründung von Zentralbanken. Ein grundsätzliches Verbot monetärer Finanzierung kann den Staat und das Finanzsystem vielmehr sehr verwundbar machen.

Überträgt man nun diesen Fall der verlustreichen Bankenrettung auf Europas WWU, so ist die Situation sofort um Dimensionen komplexer. Handelt es sich zum Beispiel um die verlustreiche Rettung einer Bank eines bestimmten Mitgliedslandes, dann stellen sich die Fragen, wie dieser Verlust zu verteilen ist und an welcher Stelle im Eurosystem gegebenenfalls eine kompensierende Zentralbankgeldver-

⁷ Zur Rolle der Zentralbank als „Lender of Last Resort“ siehe: Bagehot ([1873] 1999); Goodhart (1988, 1999, 2000); Capie et al. (1994); Freixas et al. (1999); Goodhart/Illing (2002); Schinasi/Teixeira (2006).

nichtung stattzufinden hat. Die Antwort auf die erste Frage hat man darin gesucht, Bankenrettungen nicht durch das Eurosystem auf Rechnung aller Mitgliedsländer durchzuführen, sondern der jeweiligen NZB zu überlassen, die dann auch durch den jeweiligen Mitgliedstaat zu rekapitalisieren wäre. Was die rettungsbedingte und landesspezifische Zentralbankgeldschöpfung betrifft, so wird diese entweder „endogen“ im System oder durch konkrete Auflagen zum Verkauf von Vermögenswerten an die betroffene NZB kompensiert. Oder, sofern der EZB-Rat darin eine Bedrohung der Geldpolitik des Eurosystems ausmacht, kann er sie auch von vornherein untersagen.

Der entscheidende Punkt ist, dass in Europas WWU die Nationalstaaten allein für ihre jeweiligen Banken in der Haftung stehen. Eine Gesamthaftung gibt es nicht, weil es keine europäische Wirtschafts- und Haftungsunion gibt. Gleichzeitig haben die Mitgliedstaaten mit dem Verbot der monetären Finanzierung und der finanziellen Unabhängigkeit der Zentralbanken aber auch das traditionell souveränen Staaten zur Verfügung stehende Mittel des „Retters der letzten Instanz“ verloren. Die Kombination dieser beiden Faktoren, welche zum Schutz der Zentralbanken, ihrer Unabhängigkeit und der Stabilität des Euro eingerichtet wurden, macht die Mitgliedstaaten höchst verwundbar. Das hat sich im Verlauf der Krise im Euroraum deutlich gezeigt.

Doch nicht nur die Mitgliedstaaten wurden dadurch verwundbar. Auch die EZB selbst ist durch ihre scheinbar wasserdichte Unabhängigkeit und das Vakuum der fehlenden Wirtschaftsunion in prekärer Position. Einerseits erhöht die Verwundbarkeit und Schwäche der anderen wirtschaftspolitischen Akteure den Druck auf ihren Beitrag zur Stabilisierung des Euro entsprechend. Andererseits setzt sie sich rechtlichen Unsicherheiten und Angriffen aus, sobald sie diesen erhöhten Ansprüchen gerecht zu werden versucht. Käufe der EZB von Staatsanleihen am Markt haben diesen Konflikt besonders deutlich gemacht. Wir werden auf die verschiedenen Programme später noch im Detail näher eingehen. An dieser Stelle wurde zunächst nur die heikle Verbindung dieser Programme zum Verbot der monetären Finanzierung und dem Nichthaftungsprinzip dargestellt.

2.4 WANN IST GELDPOLITIK EINE „MONETÄRE FINANZIERUNG“?

Der letzte Abschnitt nannte zwei traditionell wichtige (potenzielle) Verlustquellen von Zentralbankpolitik, wobei Verluste jeweils bei Misserfolg eintreten würden. Keynes (1930, 1936) identifizierte noch eine dritte mögliche Verlustquelle, die im Zuge der Geldpolitik unter Krisenbedingungen relevant werden kann, nämlich wenn eine Zentralbank zwecks Wirtschaftsstimulierung Wertpapiere zu extrem hohen Kursen am Markt ankauft, dank Erfolg ihrer Politik beim späteren Verkauf dann allerdings Verluste auf diese Papiere realisiert (Bibow 2009b).

Hintergrund für Keynes' Überlegungen war die Große Depression. Zwei Faktoren sind dabei wichtig. Erstens war der kurzfristige Zins, das traditionelle Instrument der Geldpolitik, bereits nahezu null. Zweitens identifizierte Keynes langfristige Zinsen als die für Investitionspläne wichtigere Variable. Laut Keynes muss sich die Zentralbank nicht auf

eine Geldpolitik beschränken, die allein über den kurzfristigen Zins mittelbaren Einfluss auf die langfristigen Zinsen nimmt, diese also allein über die Erwartungen der Finanzmarktakteure zur zukünftigen Geldpolitik beeinflusst. Heute nennt man diesen Einflusskanal „Erwartungsmanagement“ und betont hierzu die Bedeutung der Kommunikation der Geldpolitik – deren Bedeutung Keynes ebenfalls hervorhob. Keynes schlug allerdings auch vor, dass die Zentralbank langfristige Zinsen direkt steuern könne, indem sie selbst (Ver-)Käufe von Wertpapieren am offenen Markt ausführt. Das würde die kommunizierten Intentionen der Geldpolitik verstärken und könne im Ergebnis deutlich mehr Wirkungskraft auf die Investitionen, private und öffentliche, entfalten.

In der Tat betonte Keynes hierbei die Rolle der Finanzmarkterwartungen. Unter normalen Bedingungen wird die Zentralbank bei erfolgreicher Erwartungssteuerung vom Verhalten der Banken unterstützt. Hat sie die Banken überzeugt, werden die Wertpapierkäufe der Banken ihr die Arbeit abnehmen, während die notwendigen Anleihekäufe der Zentralbank selbst dagegen im Umfang begrenzt bleiben. Schwierig wird es, wenn die Zinsen auf ein sehr niedriges Niveau gesunken sind und Markterwartungen nur noch sehr begrenzte weitere Kurssteigerungen zulassen, das Risiko zukünftiger Kursverluste bei Richtungswechsel der Zinsentwicklung dagegen größer wird. Sobald erwartete Kursverluste die immer niedrigere laufende Rendite dieser Wertpapiere übersteigen, lohnt es sich, liquide zu bleiben, statt Anleihen zu halten. Erwarten die Banken eine Zinswende, verweigern sie so, um drohende Kursverluste zu vermeiden, der Zentralbank die Unterstützung.

Die Zentralbank kann so gewissermaßen zum Opfer ihres eigenen Erfolges werden. Denn die Erwartung einer Zinswende kann auf optimistischeren Hoffnungen zur Konjunkturentwicklung basieren. Im Ergebnis wächst dann durch die Wertpapierkäufe vor allem oder ganz allein die Bilanz der Zentralbank selbst, und zwar den Umständen entsprechend vielleicht gewaltig. Den Käufen der Zentralbank entsprechen zum einen Verkäufe der Nichtbanken (private Haushalte und Unternehmen sowie nicht monetäre Finanzinstitutionen), die aufgrund erwarteter Kursverluste Liquidität vorziehen. Das bedeutet, dass die Bankeinlagen der Nichtbanken sowie die Einlagen der Banken bei der Zentralbank (sogenannte Überschussreserven) entsprechend dem Volumen der Wertpapierkäufe der Zentralbank ansteigen. Zum anderen können aber auch die Banken selbst als Verkäufer am Markt auftreten und die Bemühungen der Zentralbank zunichtemachen, sodass die Zinsen nicht weiter sinken. Diese Situation entspricht der in der Literatur mitunter missverständlich diskutierten „Liquiditätsfalle“.

Keynes betonte, dass die Wirtschaftspolitik die Zentralbank unter Umständen zu einer solchen heute als „quantitative Lockerung“ (Quantitative Easing, QE) bezeichneten Geldpolitik verpflichten müsste, weil sie für sich allein vielleicht davon Abstand nehmen würde, um – ähnlich wie die Geschäftsbanken – Verluste zu vermeiden. Für private Banken ist ein solches Verhalten verständlich, für eine Zentralbank, die ihrem Mandat gemäß kein Gewinnmotiv, sondern das Gemeinwohl verfolgt, dagegen nicht. Zumal die Rechnung für den Staat insgesamt auch bei Zentralbankverlusten aufgehen wird, und zwar nicht nur, weil die Zinslast auf die öffentliche Schuld

vorübergehend niedriger ausfällt. Wichtiger ist: Ist die verlustreiche Geldpolitik erfolgreich und die Konjunktur springt an, dann steigen auch die Beschäftigung und die Steuereinnahmen entsprechend und verbessern die Primärbudgetlage im Staatshaushalt.

Geradeso wie bei der zuvor diskutierten verlustreichen Bankenrettung handelt es sich im Ergebnis auch in diesem Fall um eine Verlagerung von Geldschöpfungsgewinnen aus der Zukunft in die Gegenwart. In der ersten Phase (der Phase sinkender Zinsen) steigen die Gewinne der Zentralbank zusammen mit ihren Anleihekäufen und ihrer Bilanzverlängerung. Der Gewinnanstieg hängt vom Umfang der Bilanzverlängerung und der Dauer der QE-Geldpolitik ab. In der zweiten Phase (der Phase steigender Zinsen) kann es dann allerdings für die Zentralbank zu Verlusten oder zumindest reduzierten Gewinnen kommen.

Der Punkt ist, dass die Zentralbankbilanz und die sogenannte Geldbasis vorübergehend über das Niveau ihres langfristigen Wachstumstrends ansteigen werden. Je größer diese Divergenz in der ersten Phase wird und je tiefer die Geldpolitik dabei die Zinsen unter das längerfristige Niveau senken muss, umso höher die Wahrscheinlichkeit, dass die Zentralbank in der zweiten Phase Liquidität vom Markt wird abschöpfen (Zentralbankgeld vernichten) müssen, um wieder eine Zinspolitik über dem Nullniveau durchführen zu können. Dazu wird sie entweder Anleihen verkaufen und entsprechende Kursverluste realisieren. Oder sie wird den Banken zinstragende Zentralbanktitel anbieten, um deren Überschussreserven wieder auf ein Normalniveau (von null) zurückzuführen. In beiden Fällen mindern sich ihre laufenden Gewinne in der Zukunft entsprechend (oder diese werden zu Verlusten).

All dies ist für die praktische Geldpolitik gänzlich unproblematisch und auch die Ausschüttung der Zentralbankgewinne an das Finanzministerium kann im Zeitablauf geglättet werden, weil das Eigenkapitalniveau der Zentralbank kein bestimmtes Niveau haben muss (Bindseil et al. 2004; Bunea et al. 2016) – jedenfalls sofern es sich um ein souveränes Land mit eigener Währung handelt. Überträgt man diese Überlegungen dagegen auf Europas WWU, die aus 19 Mitgliedsländern besteht, die keine Wirtschafts- und Haftungsunion miteinander teilen, so ist die Situation wiederum um Dimensionen komplexer. Dann macht es einen Unterschied aus, welche NZB nationale Anleihen von welchem Mitgliedsland zu welchen Konditionen kauft – und später womöglich bei Verlustrealisierung wieder verkauft.

Kauft zum Beispiel die Deutsche Bundesbank griechische Staatsanleihen unter Krisenbedingungen, so wird sie darauf deutlich höhere Renditen erzielen als dies beim alternativen Erwerb von deutschen Staatsanleihen möglich wäre. Sollten die entsprechend höheren „Geldschöpfungsgewinne“ der Deutschen Bundesbank dann in den Bundeshaushalt fließen? Oder mit den Euro-Partnern geteilt werden? Oder vielleicht an den griechischen Schuldner zurückgezahlt werden?

Nur im letzten Fall würde Griechenland den vollen Vorteil, den der Ankauf von Staatsschulden durch die eigene Zentralbank eines souveränen Staates mit eigener Währung gewöhnlich mit sich bringt, erhalten. Wie oben beschrieben bezahlt der Staat dann Zinsen auf von der Zentralbank erworbene Anleihen an die Zentralbank, um sie im Gegenzug von ihr in Form von Zentralbankgewinnen zurücküberwiesen

zu bekommen. An dieser Stelle könnte man dann allerdings noch einwenden, dass der höheren Rendite auf griechische Staatsanleihen auch ein höheres Kreditrisiko entspräche, das von der erwerbenden Zentralbank, hier der Deutschen Bundesbank, übernommen würde. Dieses Risiko würde allerdings nur eintreten, wenn es tatsächlich später zu einem Staatsbankrott (oder zu einer Schuldenumstrukturierung), vielleicht verbunden mit dem Euroaustritt Griechenlands, kommt. Innerhalb der WWU könnte man hier der Versuchung unterliegen, aus diesen Verstrickungen implizite Transfers und eine gemeinsame Haftung zu konstruieren. Man könnte auch noch Fragen darüber stellen, wo konkret im Eurosystem Geldschöpfung seitens einer Zentralbank stattfindet und ob dadurch vielleicht anderswo irgendwelche Verdrängungseffekte auftreten könnten.

Tatsächlich ist die eigentliche Problematik innerhalb der WWU Europas aber noch vertrackter und beginnt schon mit dem Ankauf von Staatsanleihen der Mitgliedsländer der WWU durch das Eurosystem an sich. Denn schon dieser Akt steht automatisch unter dem Verdacht der sogenannten monetären Finanzierung, also der Kreditgewährung an den Staat durch die Zentralbank, die laut Artikel 123 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union grundsätzlich und ausnahmslos verboten ist. Und so gibt es auch entsprechend viele Beobachter_innen, die den Kauf von Staatsanleihen seitens der Zentralbank nicht als Geldpolitik betrachten, sondern eben als eine – strikt verbotene – Kreditgewährung an den Staat.

Diese Interpretation basiert allerdings auf einem völligen Unverständnis von Geldpolitik. Um Zentralbankgeld zu schöpfen, also der Wirtschaft und dem Finanzsystem bereitzustellen, muss die Zentralbank irgendetwas kaufen – und dafür mit ihrem eigenen Geld bezahlen. Anders ausgedrückt, sie muss irgendetwas „monetisieren“, damit es überhaupt Zentralbankgeld geben kann. Allerdings kaufen Zentralbanken zu diesem Zweck nicht irgendetwas, sie kaufen auch keine Güter und Dienstleistungen, wodurch die Wirtschaft direkt und unmittelbar berührt würde. Vielmehr beschränken sie sich auf den Kauf von Finanztiteln mit niedrigem Kreditrisiko. In der WWU sind das in erster Linie Kredite an die Geschäftsbanken („Kreditinstitute“), die häufig durch Staatsanleihen gesichert sind; weil die als sicher gelten und daher dafür bestens geeignet sind. In anderen Ländern wie etwa den USA geschieht die Zentralbankgeldbereitstellung dagegen in erster Linie durch den Kauf von Staatsanleihen der Bundesregierung, um Kreditrisiken vollständig zu vermeiden. Selbst die Deutsche Bundesbank hat in der Zeit vor dem Euro gelegentlich Staatsanleihen erworben (Deutsche Bundesbank 1994). In diesem Sinne ist die „Monetisierung von Staatsanleihen“ als normaler Bestandteil der Geldpolitik anzusehen.

So ist auch zu betonen, dass der Erwerb von Staatsanleihen am Markt grundsätzlich als geldpolitisches Instrument durch den Maastrichter Vertrag abgedeckt wird. Der Kauf darf nur nicht direkt bei der Emission (am „Primärmarkt“) stattfinden, sondern muss bereits am „Sekundärmarkt“ gehandelte Titel betreffen. Der Unterschied ist hier, ob die Zentralbank beim Kauf direkt Geld an den Staat als Emittenten gibt oder aber dem Verkäufer der Staatsanleihe, der irgendwann zuvor der Gläubiger war, durch den sich der Staat

am Markt Geld beschafft hatte. Die Disziplin des Marktes soll also nicht umgangen werden.

Aus historischen Gründen bzw. weil die deutsche Öffentlichkeit in diesen Fragen unaufgeklärt und systematisch fehlinformiert ist, ist die notorische Verdächtigung, monetäre Finanzierung zu betreiben, speziell in Deutschland immer ein Thema. Die Klage vor dem Bundesverfassungsgericht zum OMT-Programm betraf daher auch die Frage der monetären Finanzierung. Der EuGH, vom Bundesverfassungsgericht hierzu um Klärung gebeten, hat diese Vermutung abgelehnt und ist in seiner Begründung den Erklärungen der EZB weitestgehend gefolgt. Aber rechtliche Unsicherheiten und mögliche neue Klagen bleiben für die EZB eine Gefahr. Auch enthalten die Urteile gewisse „Auflagen“, die den Spielraum der EZB einschränken. Wir werden hierauf später zurückkommen.

Ihre so allumfassend geregelte Unabhängigkeit sollte die EZB schützen und superstark machen. Aber eine Zentralbank, die bei ihrer Geldpolitik immer befürchten muss, Rechtsklagen zu provozieren, weil Verdachtsmomente entstehen könnten im Hinblick auf eine mögliche Überschreitung ihrer exklusiven geldpolitischen Zuständigkeit, im Hinblick auf mögliche implizite Transfers oder im Hinblick auf eine mögliche gemeinsame Haftung bei Markttransaktionen, die ist nicht sehr stark. Sie kann vielmehr in ihrem Mitteleinsatz und hinsichtlich der Wirkungskraft ihrer Mittel unerwünscht stark beschnitten sein. Das zeigt sich nirgends deutlicher als beim Kauf von Staatsanleihen von WWU-Mitgliedstaaten durch die EZB. Der Verdacht der monetären Finanzierung betrifft aber gleichsam auch Fragen der Liquiditätsversorgung von Banken in Krisensituationen, wie wir gleich noch sehen werden. Ursache dieser ganzen Problematik, wir müssen immer wieder auf diesen Punkt zurückkommen, ist die Tatsache, dass Europas WWU eben keine wirkliche Wirtschaftsunion ist. Dies erklärt u. a. auch, warum die Zuständigkeiten der EZB im Finanzsystem zunächst nur sehr eng zugeschnitten waren.

2.5 ZUSTÄNDIG FÜR GELD UND ZAHLUNGSSYSTEM, ABER NICHT FÜR BANKEN

Zentralbanken haben traditionell vielfältige Funktionen und Aufgaben zur Sicherung der Stabilität des Banken- und Finanzsystems erfüllt. Einige Zentralbanken wie die Federal Reserve waren sogar vornehmlich aus diesem Grund geschaffen worden. Der Aufgabenbereich der EZB dagegen war ursprünglich in dieser Hinsicht ungewöhnlich eng ausgelegt. Unter den Grundaufgaben der EZB nennt Artikel 127 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union allein die Pflicht, das reibungslose Funktionieren des Zahlungssystems zu fördern. Darüber hinaus steht dort nur, dass die EZB die jeweiligen für die Bankenaufsicht und die Stabilität des Finanzsystems zuständigen Behörden in ihrer Politik „unterstützen soll“.

Bei den somit eigentlich verantwortlichen Behörden handelt es sich um nationale Behörden und zwar einschließlich der NZBs, die Teil des Eurosystems sind und gleichzeitig in ihren jeweiligen nationalen Finanzsystemen unterschiedliche Aufgaben und Verantwortlichkeiten auf dem Gebiet der Finanzsystempolitik erfüllt haben. Europa hatte also eine gemeinsame Währung, den Euro, geschaffen und eine gemeinsame Zentralbank, die EZB, errichtet. Aber weder die

gemeinsame Zentralbank noch eine andere gemeinsame Institution waren für die Beaufsichtigung der wichtigsten Geldproduzenten, der Banken, zuständig. Als Teil der nationalen Wirtschaftspolitik war das unter nationaler Kontrolle geblieben.

Für das Euro-Zahlungssystem aber war die EZB verantwortlich gemacht worden. Sie soll danach sicherstellen, dass der Euro als Zahlungsmittel ungehindert und gleichermaßen effizient überall in der WWU eingesetzt werden kann. Marktwirtschaften brauchen ein funktionierendes Zahlungssystem. Transaktionen in Gütern und Produktionsfaktoren sowie Finanztransaktionen in Vermögenswerten stehen jeweils Zahlungen in Geld gegenüber. Das muss reibungsfrei funktionieren, weil es sonst zu Störungen der Wirtschaftsaktivität kommen kann. Kosten und Effizienz sollten dabei innerhalb der WWU möglichst einheitlich sein, weil es sonst zu Diskriminierung kommen kann, was dem Sinn und Zweck des gemeinsamen Marktes mit gemeinsamer Währung widersprechen würde.

Auch für die einheitliche Geldpolitik in der WWU ist das Zahlungssystem von zentraler Bedeutung. Das von den Zentralbanken emittierte Bargeld ist heute von nur noch untergeordneter Rolle, dient in erster Linie für Zahlungen von Kleinbeträgen. Um ein Vielfaches wichtiger sind die auf Bankkonten gehaltenen Geldguthaben. Haushalte sowie kleinere und mittlere Unternehmen unterhalten dazu gewöhnlich Bankkonten in der Nähe ihres Lebens- und Wirtschaftsschwerpunktes. Das Zahlungssystem stellt die Vernetzung der Bankkonten her, ermöglicht dadurch den bargeldlosen Zahlungsverkehr, der innerhalb der WWU reibungslos und nichtdiskriminierend funktionieren muss. Banken erfüllen damit zwei eng miteinander verbundene Leistungen. Die eine Leistung besteht aus der „sicheren Lagerung“ von Geldguthaben. Die andere Leistung ist der Zugang zum bargeldlosen Zahlungsverkehr. Aus Nichtbankensicht ist Bankengeld normalerweise sicher gelagert und „liquide“, es hat einen bestimmten Geldwert und kann jederzeit zur Zahlung eingesetzt werden. Es kann auch als Bargeld abgehoben werden, aber das ist im Normalfall eher nebensächlich; außer für Situationen eines plötzlichen und allgemeinen Vertrauensschwunds des Kleinkundenpublikums bei fehlender Einlagensicherung.

Zahlungen zwischen Kund_innen derselben Bank sind dabei eine rein bankinterne Angelegenheit: Ein Konto wird belastet, während der Betrag dem anderen Konto bei derselben Bank gutgeschrieben wird. Verwenden Sender_innen und Empfänger_innen der Zahlung Bankkonten bei verschiedenen Banken, so ist neben den Zahlungsbuchungen auf den Konten dieser beiden Parteien auch ein Ausgleich unter den Banken notwendig. Zu diesem Zweck unterhalten Banken ein Konto mit gewissen „Arbeitsguthaben“ bei der Zentralbank. Um die Zahlung zwischen den Bankkund_innen zu begleiten, wird das Zentralbankkonto der Senderbank belastet und der Betrag dem Zentralbankkonto der Empfängerbank gutgeschrieben. Sowohl Nettozahlungsströme der Bankkundschaft als auch Geschäftstransaktionen der Bank selbst (z. B. An- und Verkauf von Wertpapieren) können dazu führen, dass das Arbeitsguthaben einer Bank bei der Zentralbank unter den angestrebten Wert sinkt oder drüber steigt. Dieser angestrebte Wert kann – muss aber nicht – von der Zentralbank als sogenannte

„gesetzliche Mindestreserve“ festgelegt sein. Um diesen Wert zu erfüllen, werden Banken am sogenannten „Geldmarkt“ tätig.

Der Geldmarkt ist hauptsächlich ein „Interbanken“-Markt, auf dem die Banken untereinander in Guthaben bei der Zentralbank handeln und zwar mit Kreditlaufzeiten von bis zu einem Jahr. Traditionell wurden diese Geschäfte vielfach ohne Sicherheiten getätigt, also allein auf dem Vertrauen basierend, dass der/die Geschäftspartner_in, mit dem/der man tagtäglich handelt, solvent ist und auch morgen noch solvent sein wird. Auch im Interbankenhandel hat die Bedeutung von Sicherheiten mit dem Wachstum der sogenannten Repo-Geschäfte und speziell seit der globalen Krise stark zugenommen. Staatsanleihen gelten konventionell als sicher und sind daher als Sicherheiten besonders tauglich.

Die besondere Bedeutung des Geldmarkts liegt darin, dass er sowohl den Banken im Recyclingprozess des Zahlungsverkehrs und zum Liquiditätsausgleich allgemein dient als auch operationeller Angelpunkt der Geldpolitik ist. Wie weiter unten noch im Detail behandelt wird, setzt die Zentralbank ihre Geldpolitik konventionell am Geldmarkt um, indem sie für den Handel in Zentralbankgeld mit den Banken bestimmte Konditionen bestimmt.

Für die Umsetzung der gemeinsamen Geldpolitik der EZB ist es daher entscheidend, dass es einen voll integrierten, reibungslos funktionierenden Euro-Geldmarkt gibt. Sonst wäre eine einheitliche Geldpolitik für die Eurozone nicht möglich. So betrachtet stellen das WWU-weite Euro-Zahlungssystem und die einheitliche Geldpolitik zwei Seiten einer Medaille dar. Die EZB ist für beides verantwortlich. Funktionieren kann Geldpolitik nur, wenn auch der Geldmarkt funktioniert. Der Verbund der ursprünglich nationalen Zahlungssysteme der WWU wurde durch das sogenannte TARGET2-System (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System, zweite Generation) als kritischer Baustein der Euro-Zahlungsverkehrsinfrastruktur hergestellt (EZB 2011a). TARGET2 ermöglicht das einheitliche Euro-Zahlungssystem, den voll integrierten Euro-Geldmarkt, und die einheitliche Geldpolitik der EZB.

Dabei ist hier die Eigentümlichkeit des Eurosystems als zweistufiges Zentralbanksystem hervorzuheben. Gäbe es nur die EZB als einzige gemeinsame Zentralbank der Eurozone, so würden sich etwaige Nettozahlungsströme zwischen den Banken zweier Mitgliedsländer unmittelbar in Form sinkender und steigender Guthaben der Banken bei der EZB niederschlagen. Unter normalen Umständen, also bei funktionierendem Geldmarkt, würden die Banken dies quasi-automatisch untereinander durch Interbankengeschäfte auf dem Geldmarkt ausgleichen. Durch diesen Liquiditätsaustausch steuern die einzelnen Banken ihre jeweiligen Zentralbankguthaben („Bankenreserven“) auf das gewünschte Niveau.

Im zweistufigen Eurosystem unterhalten nun allerdings z. B. die spanischen Banken ihre Zentralbankguthaben bei der Banco de España, während die deutschen Banken ihre Zentralbankguthaben bei der Deutschen Bundesbank unterhalten. Etwaige Salden gegenüber dem Eurosystem, quasi aus dem multilateralen Clearing aller Zahlungsströme innerhalb der WWU (sowie bestimmter externer Zahlungsströme), ergeben sich als positive bzw. negative Guthaben bei der

EZB, die auch als TARGET2-Salden bezeichnet werden. Unter normalen Bedingungen sind diese TARGET2-Salden gering, weil die Banken auf dem Geldmarkt etwaige Positionen routinemäßig untereinander ausgleichen. Wie wir später sehen werden, sind diese Salden unter Krisenbedingungen – als Symptom von Funktionsstörungen auf dem Geldmarkt – dagegen sehr stark angestiegen. An dieser Stelle halten wir nur fest, dass ein Aussetzen von TARGET2 dem Aussetzen der einheitlichen Geldpolitik der EZB und der Disintegration der Euro-WWU gleichkäme. Eine Währungsunion kann es ohne ein voll integriertes und reibungslos funktionierendes Zahlungssystem nicht geben. So gesehen scheint es auch vollkommen Sinn zu machen, dass der EZB sowohl die Verantwortung für die einheitliche Geldpolitik als auch für das Euro-Zahlungssystem übertragen wurde.

Nicht übertragen wurde der EZB (oder einer anderen gemeinsamen Institution) dagegen die Beaufsichtigung der wichtigsten Geldproduzenten, der Banken. Diese Verantwortung blieb national, wobei die jeweiligen NZBs traditionell zumindest an dieser Verantwortung beteiligt sind. Und wieder liegt der entscheidende Grund für diese Regelung in der Tatsache, dass die WWU keine echte Wirtschaftsunion ist. Denn sobald es um die Rettung von Banken geht, bedeutet dies, dass fiskalische Risiken vorliegen und fiskalische Kosten entstehen können.

Da die WWU keine Fiskalunion ist, müssen etwaige fiskalische Kosten von Bankenrettungen national getragen werden. Daraus folgt nun aber wiederum, dass die nationalen Behörden, die für die fiskalischen Kosten etwaiger Bankenrettungen verantwortlich bleiben, auch auf ihre eigene Verantwortung für die Beaufsichtigung ihrer Banken bestehen werden. Wer die Rechnung bezahlen soll, wird das Kommando nicht so leicht aus der Hand geben wollen (Goodhart/Schoenmaker 1995, 2006; Schoenmaker 1997, 2000).

All das macht Sinn, solange Banken allein national aktiv sind und allein nationale Risiken eingehen. Der gemeinsame Markt sollte allerdings zu mehr Integration und Wettbewerb führen. In der WWU sollte Finanzmarktintegration dann zu einer Art Versicherung auf Gegenseitigkeit durch Diversifikation und Risikoteilung über Märkte beitragen. Da ist er also wieder, der Widerspruch zwischen Marktintegration und fehlender Politikintegration. Europas Banken wurden, inspiriert durch den gemeinsamen Markt mit gemeinsamer Währung regional (und global!) sehr aktiv und risikosuchend. Die fiskalische Verantwortung ihres transnationalen Treibens aber blieb allein bei den Nationalstaaten.

Im Verlauf der Krise im Euroraum sollte sich genau dieser Faktor, die nationale fiskalische Verantwortung für Banken Krisen, als Quelle frapperanter Verwundbarkeit für die Funktions- und Überlebensfähigkeit der WWU als besonders kritisch erweisen. Diese Erfahrung führte dann zur Initiative für eine sogenannte Bankenunion. Was genau aber machen Banken überhaupt und wie haben sich die Designer_innen der Maastrichter WWU Bankenverhalten vorgestellt?

3

FUNKTIONSWEISE DER GELDPOLITIK IN EUROPAS WWU: IDEE UND WIRKLICHKEIT

In der Wirtschaftstheorie gibt es eine lange und mannigfaltige Tradition von Ansätzen, die sich auf den Versuch konzentrieren, Banken wirksam in ihrer Macht zur Geldschöpfung und damit in ihrem Einfluss auf die Wirtschaftsaktivität zu beschränken. Die Designer_innen der Maastrichter WWU dagegen konzentrierten sich in all ihren Bemühungen darauf, den Einfluss des Staates auf die Wirtschaftsaktivität weitestgehend einzudämmen. Was die Aktivität von Banken und ihre Freizügigkeit bei der Geldschöpfung angeht, wurden dagegen höchst blauäugige Annahmen gemacht. Bildlich gesprochen hat man in der Maastrichter WWU im Ergebnis die Banken an die sehr lange (und elastische) Leine genommen, den Staat dagegen an die kurze Kette gelegt. Der Ausgang dieses Experiments, freie Märkte gepaart mit impotenter Politik, war kein guter.

3.1 DIE MAASTRICHTER IDEALWELT: ZAHME BANKEN AM ANKER DER EZB

Will man Europas gemeinsame Währung und die Rolle des Banken- und Finanzsystems begreifen, und zwar zunächst so, wie die Designer_innen sich das für den Idealfall wohl vorgestellt hatten, so bietet die post-keynesianische Theorie des endogenen Geldes (TEG) einen guten Einstieg (Chick 1983, 1992; Dow 1996, 1997, 2006; Moore 1988, 1991; Lavoie 1992, 1996). Diese Theorie stimmt in wichtigen Aspekten mit der praktischen Geldpolitik und dem in der Wirtschaftswirklichkeit ganz überwiegend von Geschäftsbanken betriebenen Geldschöpfungsprozess überein.

Die TEG betont, dass Geld als Produkt der Kreditgewährung durch Geschäftsbanken entsteht. Wenn eine Geschäftsbank einen Kredit gewährt, wodurch ein neuer Posten auf der Aktivseite der Bankbilanz entsteht, so entsteht gleichzeitig mit der Gutschrift auf dem Konto des/der Kreditnehmer_in ein entsprechender neuer Posten auf der Passivseite der Bankbilanz: eine Bankeinlage (Geld). Kredit und Bankeinlage entsprechen sich dabei im Geldbetrag. Die Bank benötigt hierbei keinerlei Zentralbankgeldreserven – wie es in Lehrbüchern immer als Vorbedingung für den „Geldmultiplikator“

dargestellt wird.⁸ Reserven kann sich die geldschöpfende Bank jederzeit bei Bedarf entweder am Geldmarkt von anderen Banken oder direkt bei der Zentralbank besorgen, und zwar zum von der Zinspolitik der Zentralbank bestimmten Preis.

Zentralbankgeld ist somit vollständig endogen: Die Zentralbank bestimmt den Preis, um dann die Marktnachfrage (der Banken) nach Zentralbankgeld zu diesem Preis zu befriedigen. Würde sie die Nachfrage nicht befriedigen, könnte sie den Zins auch nicht bestimmen. Und das will sie. Konventionelle Geldpolitik unter normalen Bedingungen ist Zinspolitik: Die Zentralbank setzt einfach einen kurzfristigen Zins als ihren „Leitzins“ und Ausdruck des geldpolitischen Kurses.⁹

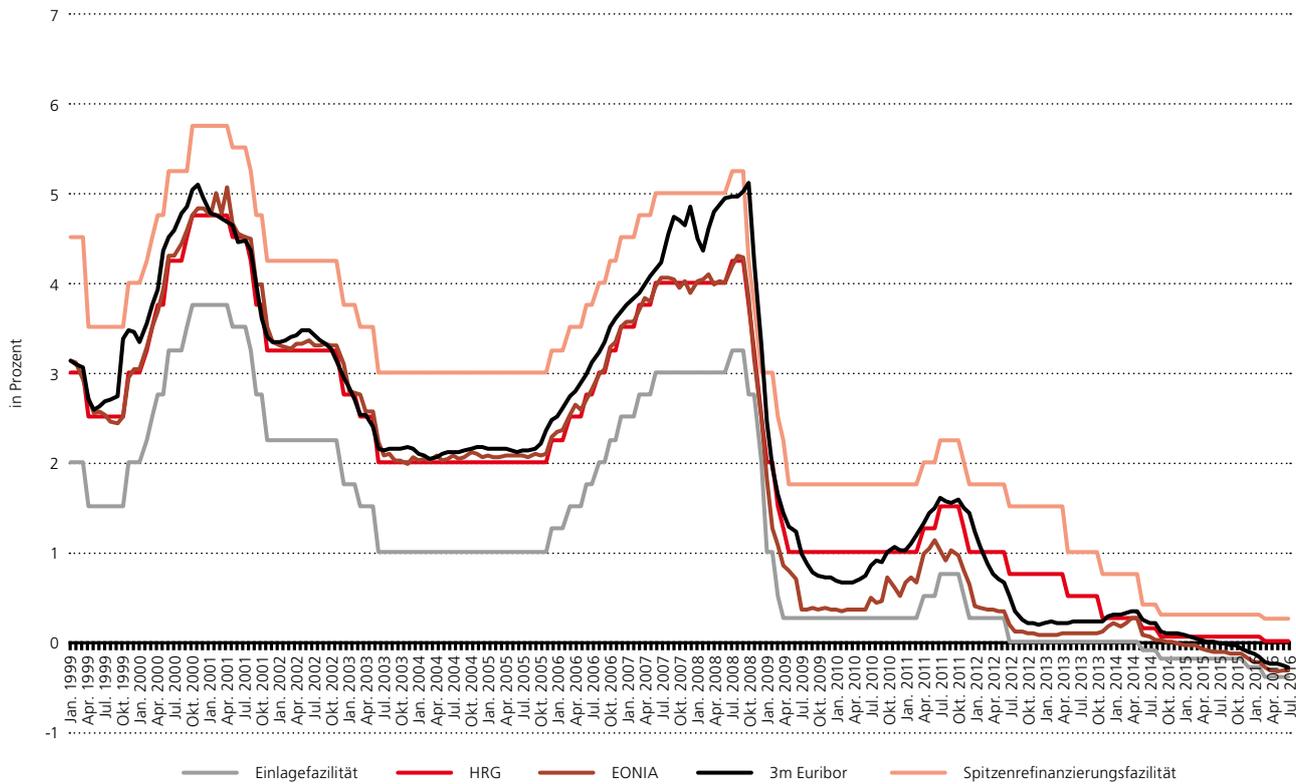
Der Leitzins der EZB ist traditionell der Zins, zu dem sie den Banken Liquidität in ihren (wöchentlichen) Hauptrefinanzierungsgeschäften (HRGs) anbietet. Dieser geldpolitisch gesetzte Leitzins ist ihr Zielniveau für den Tagesgeldsatz (Overnight-Zins) und dieser liegt, wie Abbildung 1 zeigt, (gemessen durch den Euro OverNight Index Average, EONIA) unter normalen Bedingungen in der Tat sehr nahe beim Zins der HRGs.

Zusätzlich zu diesem (Haupt-)Leitzins legt die EZB zwei weitere Zinssätze fest, die einen „Zinskorridor“ um den Zins der HRGs schaffen. Der Zins der Spitzenrefinanzierungsfazilität ist der Zins, zu dem sich die Banken jederzeit (gegen Sicherheiten) auf ihre eigene Initiative kurzfristige Liquidität bei der EZB leihen können. Der Zins der Einlagefazilität ist dagegen der Zins, zu dem die Banken jederzeit auf ihre eigene Initiative Einlagen bei der EZB machen können. Unter normalen Bedingungen und vorausgesetzt, die EZB zeigt sich

⁸ Kritisch zum Geldmultiplikator sind neben der post-keynesianischen Literatur der letzten 40 Jahre zum Beispiel auch: Carpenter/Demiralp (2010); Goodhart (2010); McLeay et al. (2014); Osborne/Sim (2015); Werner (2014b, 2015).

⁹ „Once the ECB has set its key interest rates, it implements its monetary policy by allotting the amount of liquidity needed by the banking sector to meet the demand resulting from so-called autonomous factors and to fulfill the reserve requirements“ (EZB 2010: 61; siehe auch EZB 2011c).

Abbildung 1
Zinszyklus der EZB und Geldmarktzinsen (1999–2016)



Quelle: EZB.

in der Steuerung der Liquidität des Bankensystems treffsicher, werden die Banken diese beiden Fazilitäten nicht verwenden wollen, weil es für sie profitabler ist, Geschäfte mit anderen Banken zum herrschenden Geldmarktzins, d. h. nahe dem Zins der HRGs und EONIA-Zins, abzuschließen. Der Zinskorridor ist also eine Art „Bid-Ask Spread“ der Zentralbank als Dealer, welcher der Zinsbildung am Markt wirksam Grenzen setzt, wobei die Geldmarktumsätze gewöhnlich aber nahe ihres Zinsziels für EONIA getätigt werden.

Abbildung 1 zeigt die Entwicklung der EZB-Geldpolitikzinsen (oder Leitzinsen) seit 1999. Man erkennt hier den Zyklus der Geldpolitik und die mittels der Geldpolitikzinsen eng gesteuerte Entwicklung der Geldmarktzinsen. Neben dem Tagesgeldzins zeigt Abbildung 1 auch den Dreimonatsgeldmarktzins „Euribor“ (Euro Interbank Offered Rate), der kurzfristige Markterwartungen zur Geldpolitik miterfasst.¹⁰

Die Nachfrage nach Zentralbankgeld ergibt sich in erster Linie aus der Entwicklung der Bargeldnachfrage und der Bankenbilanzen, wobei die EZB eine Mindestreservspflicht auf bestimmte Bankeinlagen festgelegt hat. Mindestreserven sind Einlagen der Banken bei der Zentralbank. Unter nor-

malen Bedingungen versuchen Banken nur das verlangte Minimum zu erfüllen, „Überschussreserven“ aber zu vermeiden. Die EZB kann Schwankungen der Zentralbankgeldnachfrage unter normalen Bedingungen daher relativ sicher abschätzen und den Marktzins auch ohne ständige Marktinterventionen auf dem gewünschten Zielniveau stabilisieren.¹¹

Der (bzw. die) Leitzins(en) der Geldpolitik setzt (bzw. setzen) damit ein Datum für das Finanzsystem, das als Orientierungspunkt von Zinsen allgemein und Vermögenspreisen dient. Über seine Ausstrahlung auf die vom Finanzsystem der Wirtschaft gestellten Finanzierungsbedingungen fungiert der (bzw. funktionieren die) Leitzins(en) der Geldpolitik als Anker von Währung und Geldwesen. Über den Einfluss auf Risiko- und Laufzeitprämien ist die Geldpolitik auch für das Bankgeschäft von zentraler Bedeutung. Nicht etwaige ge-

¹⁰ Nach der Lehman-Krise im Herbst 2008 hat die EZB ihr Standardumsetzungsverfahren der Geldpolitik an die krisenhaften Marktbedingungen angepasst. Bei stark ansteigenden „Überschussreserven“ der Banken ist der Tagesgeldzins dabei in die Nähe des Zinses der Einlagefazilität gefallen, der dadurch de facto immer mehr zum Hauptleitzins der Geldpolitik wurde. Die Krisenpolitik der EZB wird weiter unten im Text im Detail diskutiert.

¹¹ Der Mindestreservesatz betrug ursprünglich zwei Prozent, wurde aber ab Januar 2012 auf ein Prozent gesenkt. Traditionell waren Mindestreserven unverzinslich, was sie zu einer Art Steuer auf Banken machte. Heute werden Mindestreserven mit dem Zins der HRGs verzinst (zurzeit also null). Überschüssige Guthaben der Banken auf Girokonten der EZB („Überschussreserven“) werden – genauso wie Guthaben der Kreditinstitute, die auf der Einlagefazilität der EZB gehalten werden – zum Zins der Einlagefazilität verzinst (zurzeit also negativ mit –0,40 Prozent). Die Banken müssen ihr Mindestreservesoll dabei nur im Durchschnitt der monatlichen Mindestreserveerfüllungsperiode erfüllen, was eine glättende Wirkung auf die Zentralbankgeldnachfrage und Zinsbildung hat. Zum Ende der Erfüllungsperiode wird gewöhnlich ein kurzfristiger Anstieg der Zinsvolatilität beobachtet. Im Prinzip kann die EZB dies durch gezielte Feinsteuerungsoperationen verhindern.

setzliche Mindestreserven, sondern die Eigenkapitalposition und die Profitabilität des Bankgeschäfts bestimmen das Bankenverhalten (Gambacorta/Shin 2016).

Banken emittieren ihre Bankeinlagen (Geld), indem sie Vermögenswerte kaufen oder Kredite vergeben. Ihre Aktiva sind riskant und häufig längerfristig. Der monetäre Teil ihrer Verbindlichkeiten dagegen ist sehr liquide (aus Sicht des Bankpublikums allzeit verfügbar) und entspricht einem konstanten Geldbetrag. Die Profitabilität des Bank- bzw. Geldschöpfungsgeschäfts ist daher stark von den „Zinsspannen“ ihrer Aktiva und Passiva bestimmt. Einen sehr wichtigen Einflusskanal der Geldpolitik bildet somit die (Neigung der) Zinsstrukturkurve, weil Laufzeitprämien ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Bankenprofitabilität sind.

Im Ergebnis findet der größte Teil der Geldschöpfung durch die Geschäftsbanken statt, die dabei auch den größten Teil der Geldschöpfungsgewinne erzielen. Der staatliche Anteil an der Geldschöpfung ist dagegen klein und rein passiv, abhängig vom Bankgeschäft und der daraus abgeleiteten – endogenen – Zentralbankgeldnachfrage. Auch die Zentralbankgewinne sind entsprechend klein in Relation zu den Gewinnen der Banken. (Allerdings erzielt der Staat aus der Besteuerung der Banken auch mittelbar Einnahmen aus ihrer Geldschöpfung.)

Diese Art von Arbeitsteilung reflektiert erneut auch die „marktfreundliche“ Philosophie der Wirtschaftspolitik, die dem gemeinsamen Markt und der Maastrichter WWU zugrunde liegt: Der Staat überlässt dem Markt das Feld. Allein über den Leitzins der unabhängigen Zentralbank nimmt der Staat mittelbar und scheinbar neutral auf das Wirtschaftsgeschehen Einfluss. Er will weniger steuern und lenken, sondern nur als eine Art Anker von Währung und Wirtschaft dienen, der „unsichtbaren Hand“ des Marktes aber sonst nicht im Wege stehen.

Unterstellt wird hierbei, dass der Markt für sich allein gelassen eine ausgewogene Wirtschaftsentwicklung innerhalb der gesamten WWU hervorbringen wird. Die Banken müssten hierzu ihren Teil beitragen, indem sie flächendeckend eine ausgewogene Kreditversorgung gewährleisten, wie es für eine ausgewogene Wirtschaftsentwicklung Voraussetzung ist. Denn über das Kreditgeschäft wird Geld geschaffen und zum Wirtschaften bereitgestellt. All das soll über den einheitlichen, von der EZB gesetzten Leitzins als Anker sichergestellt werden. Denn andere gemeinsame Instrumente gibt es nicht, und die Mitgliedstaaten sind in ihren nationalen Mitteln, speziell der Fiskalpolitik, durch den Maastrichter Vertrag stark eingeschränkt worden.¹²

3.2 WWU-WIRTSCHAFTSWIRKLICHKEIT: ZOCKENDE BANKEN BEI ENTMÄCHTETER POLITIK

Das zum Ende des letzten Abschnitts geschilderte Modell kommt meines Erachtens der Maastrichter Modellwelt recht nahe. Der Staat entfesselt die Märkte und hält sich selbst

zurück. Auch was die Beaufsichtigung der Banken angeht, hält er sich sehr zurück. Banken sind zwar gewinnstrebend, aber man nimmt an, sie wären dabei in ihrem Verhalten auch zahm, klug und gutmütig

Die Wirklichkeit des Bankenverhaltens in der WWU stellte sich als keineswegs zahm, die regionale Entwicklung als alles andere als ausgewogen heraus. Der Staat hatte sie entfesselt, die Banken haben munter gezockt. Es ist hier also sinnvoll, sich theoretischen Ansätzen mit explizit aktivem Bankenverhalten zu öffnen. Joseph Schumpeter ist hierzu ein guter Startpunkt, der Banken als „Ephor der Verkehrswirtschaft“ begriff, die im Namen der Volkswirtschaften Vollmachten ausstellen:

„Der Bankier ist also nicht so sehr und nicht in erster Linie Zwischenhändler mit der Ware ‚Kaufkraft‘, sondern vor allem Produzent der Ware. Da aber heute normalerweise auch alle Rücklagen und Sparfonds bei ihm zusammenströmen und sich das Gesamtangebot an sei es vorhandener, sei es zu schaffender freier Kaufkraft bei ihm konzentriert, so hat er gleichsam den privaten Kapitalisten ersetzt oder entmündigt, ist er selbst der Kapitalist geworden. (...) Er ermöglicht die Durchsetzung der neuen Kombinationen, stellt gleichsam im Namen der Volkswirtschaft die Vollmacht aus, sie durchzuführen. Er ist der Ephor der Verkehrswirtschaft“ (Schumpeter 1911: 110).

Das Ausstellen von Vollmachten für die Volkswirtschaft gestaltende Maßnahmen ist eine wichtige Funktion. Schumpeter verbindet diese Macht der Banken direkt mit ihrer Macht der Kreditgeldschöpfung. Die Macht, im Namen der Volkswirtschaft zu handeln, bedeutet aber auch Verantwortung. Allerdings sah auch Schumpeter Wirtschaftskrisen als gewöhnlich durch Bankenversagen verursacht (Schumpeter 1939).

Ähnlich hat auch Keynes (1930, 1936) in seiner Liquiditätspräferenztheorie Banken als aktive Marktteilnehmer und Gestalter der Wirtschaft verstanden, wobei sein Hauptaugenmerk der makroökonomischen Bedeutung des Bankensystems für die Beschäftigungs- und Wirtschaftsentwicklung galt. Wir haben weiter oben bereits die Rolle des Bankenverhaltens bei der Übertragung von Geldpolitik, speziell für den QE-Fall besprochen. Aktives Bankenverhalten prägt aber auch den Konjunkturverlauf sowie die sektorale Entwicklung. Denn die Richtung der Kreditvergabe bestimmt, wo Wachstum stattfindet und wo nicht (Chick/Dow 1988, Dow 2016). Diese Prozesse sind selbstverstärkend und beinhalten auch Rückkopplungseffekte der Kreditnachfrage. In einer stagnierenden Region wird tendenziell auch die Kreditnachfrage schwach sein.

Hyman Minsky (1975) hat solche Prozesse in seiner Keynes-Interpretation sehr treffend herausgearbeitet. Er beschreibt endogene Verschuldungszyklen, die systemische Instabilitäten und Verwundbarkeiten erzeugen. Unternehmerische Investoren stellen den einen gestaltenden Akteur, Banken (und sonstige „Financiers“) den zweiten. Ohne Finanzierung, ohne Geld, geschaffen durch Kredit, läuft in der kapitalistischen Wirtschaft schließlich nichts. Minskys „Financial Instability Hypothesis“ beschreibt dabei, wie eine Epoche vermeintlicher Stabilität und Prosperität aufgrund inhärenter Prozesse im Finanzsystem in Instabilität und eine Krise mündet: Stabilität brütet laut Minsky Instabilität aus. Man kann hierbei die

¹² Eine gewisse ausgleichende Rolle ist für die gemeinschaftlichen struktur- und entwicklungspolitischen Instrumente der EU vorgesehen, speziell für die Strukturfonds und die Europäische Investitionsbank.

unternehmerischen Investoren, die bei Keynes und Minsky im Mittelpunkt stehen, übrigens auch durch private Haushalte ergänzen oder ersetzen, die in Wohnimmobilien investieren (bzw. spekulieren) und gleichzeitig einen Konsumboom erleben, ermöglicht durch die freizügige Vergabe von Hypotheken und Konsumentenkrediten.

Unter den wichtigen internationalen Finanzbehörden hatten diese theoretischen Erkenntnisse allein bei der Bank für Internationalen Zahlungsverkehr (BIZ) Eingang in die Analyse und Überwachung internationaler Entwicklungen gefunden. Inspiration fand die BIZ dabei auch bei bestimmten Vertretern der österreichischen Schule – neben Schumpeter sind hier Ludwig von Mises (1912) und Friedrich August von Hayek (1929, 1931) zu nennen, deren Theorien durchaus gewisse Parallelen zu den gerade besprochenen Theorien von Keynes und Minsky aufweisen. Für diese Österreicher bezeichnend ist allerdings die Unterstellung von Vollbeschäftigung. Ein kreditfinanzierter Investitionsboom (oder Boom bestimmter Sektoren) muss dann mit schrumpfendem Konsum (oder dem Schrumpfen anderer Sektoren) einhergehen. Besteht dagegen Unterbeschäftigung im Ausgangspunkt, können Investitionen und Konsum auch gemeinsam boomen.

Minsky hat Veränderungen der Finanzstrukturen und bilanzieller Verwundbarkeit, Vernetzung und Ansteckung zusätzliche Aufmerksamkeit gewidmet. Das Problem der Überschuldung, das schon von Irving Fisher als kritisch identifiziert worden war, steht bei ihm ebenfalls im Mittelpunkt. Gemeinsam gilt für Keynes und Minsky und die Österreicher, dass gravierende Strukturverwerfungen und nachhaltige Krisen auftreten können. Die wirtschaftspolitischen Behörden müssen die Entwicklungen im Finanzsystem sehr wachsam beobachten. Straffe Finanzregulierung ist notwendig, um Exzesse zu verhindern; starke Politikmittel sind erforderlich, um etwaige Konsequenzen nichtverhinderter Krisen wirksam einzudämmen.

Bei den Forschern der BIZ waren diese Einsichten ernst genommen worden. Die europäischen wirtschaftspolitischen Behörden dagegen schiefen gewissermaßen am Steuer. Die EZB, die zwar nur eine unterstützende Rolle bei der Sicherung der Stabilität des Finanzsystems spielte, hatte in ihren periodischen Publikationen gewisse Fehlentwicklungen durchaus zur Kenntnis genommen, stufte diese aber insgesamt als wenig alarmierend ein. EU-Kommissar für Wirtschaft und Finanzen Joaquín Almunia stimmte anlässlich des zehnjährigen Jubiläums der WWU im Frühjahr 2008, also rund ein dreiviertel Jahr nach dem Ausbruch der ersten Unruhen auf den Euro-Geldmärkten, sogar folgenden Lobgesang an:

„A full decade after Europe’s leaders took the decision to launch the euro, we have good reason to be proud of our single currency. The Economic and Monetary Union (EMU) and the euro are a major success. For its member countries, EMU has anchored macroeconomic stability, and increased cross border trade, financial integration and investment. For the EU as a whole, the euro is a keystone of further economic integration and a potent symbol of our growing political unity. And for the world, the euro is a major new pillar in the international monetary system and a pole of stability for the global economy. As the euro area enlarges in the coming years, its bene-

fits will increasingly spread to the new EU members that joined in 2004 and 2007“ (Almunia 2008; siehe auch Trichet 2006, 2008).

So traf die globale Finanzkrise, die im Sommer 2007 begonnen hatte und im Herbst 2008 mit voller Wucht auch Europa erfasste, auf eine institutionell sehr verwundbare WWU mit wirtschaftspolitisch Verantwortlichen, die noch dazu weitestgehend unvorbereitet waren. Man hatte die Banken entfesselt, die Wirtschaftspolitik dagegen entmachtet; basierend auf der naiven Vorstellung, dass freie Märkte am besten funktionieren und befreite Banken zahm und klug in ihrer Kreditgewähr handeln würden. Auf frühere Generationen liberaler und ordoliberaler Denker_innen hatte man dabei überhaupt nicht gehört. Auf keynesianische Warnungen, dass eine gesamtwirtschaftliche Steuerung der WWU unbedingt notwendig wäre, sowieso nicht.

4

FLICKWERK DER KRISENPOLITIK: REAKTIV, ORIENTIERUNGSLOS, BIS HEUTE FEHLGELEITET

Die Krise kam nicht wirklich plötzlich, sondern mit Ansage und in zunehmend zerstörerischen Phasen. Im Jahr 2006 mehrten sich immer deutlichere Anzeichen dafür, dass der Immobilienmarkt auf beiden Seiten des Atlantiks seinen Höhepunkt erreicht hatte und zu kippen drohte. In der ersten Jahreshälfte 2007 bestätigten sich dann eskalierende Probleme im „Subprime“-Segment des US-amerikanischen Hypothekenmarktes. Sofort wurde dabei deutlich, dass europäische Finanzinstitutionen beträchtliche Risikopositionen im US-amerikanischen Immobiliengeschäft eingegangen waren. Deutschlands IKB Deutsche Industriebank (im Juli) und Frankreichs BNP Paribas (im August) zählten zu den ersten akuten Problemerkandidaten, die auf Schwierigkeiten stießen, die kurzfristige Refinanzierung ihrer zunehmend illiquiden und riskanten US-Engagements zu verlängern.

Der 9.8.2007 markiert den offiziellen Beginn der Liquiditätskrise am Euro-Geldmarkt, und die EZB betrat als erste der großen Zentralbanken die Bühne, um den plötzlichen Anstieg der Liquiditätsnachfrage am Markt zu befriedigen. Die Politik der flexiblen Liquiditätsbereitstellung im Krisenfall ist im Wesentlichen eine erweiterte Form konventioneller Geldpolitik, die sich passiv an akute Marktengpässe und Notlagen anpasst. Dieser Ansatz kennzeichnete die Politik der EZB bis 2014 (EZB 2009a, 2009b; Trichet 2009, 2010; Bibow 2012b, 2015a; Claeys 2014). Sie trug zwar zur Stabilisierung der Bankensysteme der Eurozone bei, aber viel mehr auch nicht. Auch die politisch Verantwortlichen reagierten lange planlos und ließen eine klare Orientierung bei der Bekämpfung der Krise vermissen. Die offizielle Fehldiagnose der Krise motivierte dann Reformen und Wirtschaftspolitiken, die zur Sicherung von Stabilität und Wachstum in der Eurozone ungeeignet sind.

4.1 EZB ALS KREDITGEBER DER LETZTEN INSTANZ FÜR BANKEN

Wie weiter oben beschrieben, besteht die Umsetzung der Geldpolitik darin, den Preis für Zentralbankgeldkredite zu verkünden und dann die bei diesem „Leitzins“ bestehende Nachfrage nach Zentralbankgeld zu erfüllen. Die EZB handelt

dabei nicht mit jedermann, sondern nur mit auserkorenen Marktpartnern (Banken). Sie vergibt Kredite auch nur gegen Sicherheiten, deren Qualitätsstandard sie selbst bestimmt.

Hat die EZB zu einem bestimmten Zeitpunkt die Liquiditätsversorgung des Marktes zum herrschenden Leitzins erfüllt, dann führt ein unvorhergesehener akuter Anstieg der Zentralbankgeldnachfrage bei gegebenen Zentralbankguthaben der Banken zu einem Anstieg der Geldmarktzinsen über das gewünschte Leitzinsniveau hinaus. Will die Zentralbank ihren Leitzins auf dem geldpolitisch gesetzten Niveau halten, muss sie dem Markt schnell und flexibel durch außerordentliche Maßnahmen (Feinststeuerungsoperationen, FSOs) zusätzliche Liquidität bereitstellen. Im Prinzip kann sie durch direkte Käufe von Vermögenswerten am Markt sofort und unmittelbar die Marktliquidität entsprechend erhöhen. Die EZB bevorzugt es aber, durch flexible außerplanmäßige Kreditangebote an die Banken vorzugehen. Die Liquiditätsversorgung im Notfall entspricht den Prinzipien ihrer konventionellen Geldpolitik.

Sofern die EZB die unter normalen Bedingungen herrschende Liquiditätsnachfrage des Marktes richtig eingeschätzt hat, deutet der akute Liquiditätsengpass am Markt darauf hin, dass bestimmten Marktakteuren eine Refinanzierung am Markt zum herrschenden Zins verweigert wird. Während einige Marktakteure Probleme haben, sich Liquidität zu verschaffen, ziehen andere es vor, Kredite an sie nicht zu vergeben. Unter normalen Bedingungen passiert das nicht. Sofern Vertrauen in die Marktgegenseite besteht, gibt eine Bank lieber einen verzinslichen Kredit, statt auf unverzinslichen (bzw. niedriger verzinsten) Überschussreserven sitzen zu bleiben.

Die Zentralbank, als potenzieller Kreditgeber der letzten Instanz, muss in dieser Situation also einzuschätzen versuchen, ob es sich um eine nur temporäre Liquiditätsnotlage oder um eine mögliche Insolvenz handelt. Eine Bank, die am Markt keinen Kredit bekommen kann, wird selber im Gegenzug eigene Kredite nicht bedienen können. Banken sind mit anderen Banken untereinander sehr eng vernetzt. Die Zentralbank muss also möglichst schnell handeln, um eine mögliche Ansteckung und Ausbreitung der Vertrauenskrise im Keim zu ersticken.

Die EZB hat als potenzielle Retterin der letzten Instanz das eigentümliche Problem, dass ihr kein Finanzministerium zur Seite steht, das fiskalische Rückendeckung bei Eintritt von Kreditverlusten gewähren könnte. Fallen Verluste bei Banken eines bestimmten Mitgliedslandes an, so würden diese bei einem Rettungseinsatz der EZB vergemeinschaftet, was bei fehlender Haftungsunion ein Potenzial für rechtlichen Konfliktstoff liefert. Die EZB wird diese Problematik durch eher reichhaltige Liquiditätsbereitstellung an das Bankensystem insgesamt zu entschärfen versuchen, potenzielle einzelne Insolvenz- bzw. Rettungskandidaten dagegen lieber den jeweiligen nationalen Behörden überlassen.

Der kritische Faktor sind die Mindeststandards und die Bewertung potenzieller Kreditsicherheiten. Sowohl für die einzelne Bank als auch für die Bankensysteme der WWU insgesamt gilt, dass nur die Menge des verfügbaren Materials an Sicherheiten die potenzielle Liquiditätsversorgung durch die Zentralbank begrenzt. Allerdings kann die EZB ihre Mindestanforderungen und Bewertung den sich wandelnden Marktbedingungen anpassen (EZB 2013a; Maharaj et al. 2012; Wolff 2014). Anders formuliert, die Liquiditätsnachfrage des WWU-Bankensystems bestimmt, wie weit die EZB ihre Mindestanforderungen senken muss, um diese Liquiditätsnachfrage jeweils erfüllen zu können. Dabei kann ein frühzeitiges Handeln der Zentralbank geeignet sein, eine Ansteckung und Krisenausbreitung einzudämmen und so die Liquiditätsnachfrage des Systems insgesamt letztlich niedriger zu halten.

Eine krisenbedingte Illiquidität von Vermögenstiteln, die potenzielle Sicherheiten sind, bedeutet, dass eine realistische marktnahe Bewertung der Vermögenstitel die Verschuldungsmöglichkeiten entsprechend beschneiden würde. Geht die Zentralbank dagegen von einer Marktberuhigung und Preiserholung aus, ist ihr Rahmen zur Kreditgewährung entsprechend höher. Man bemerke hier das Element sich selbst erfüllender Erwartungen. Denn das überzeugende Handeln der Zentralbank selbst kann eine solche Marktberuhigung und Preiserholung auslösen. Im Prinzip kann die Zentralbank jedenfalls immer kaufen bzw. Kredit gewähren, solange nicht ihr Geld selbst – bzw. der Staat, der hinter dem Geld steht – einen akuten Vertrauensverlust erleidet. Das wiederum hängt von Wahrnehmungen der Finanzmarktakteure zur Höhe möglicher, durch das Handeln der Zentralbank bedingter Verluste ab.

Die Besonderheit von Europas WWU ist: Hinter der EZB steht kein Staat. Eine Rekapitalisierung der EZB zum Ausgleich realisierter Verluste über die NZBs und nationalen Finanzministerien ist grundsätzlich möglich, wäre aber vermutlich politisch heikel. Die EZB wird daher grundsätzlich nennenswerte Verluste vermeiden wollen, und zwar insbesondere, wenn diese bei bestimmten Mitgliedsländern konzentriert zu befürchten wären. Andererseits ist die EZB die einzige europäische Institution, die einer allgemeinen Panik auf den Finanzmärkten der WWU wirksam durch ihre im Prinzip unbegrenzte Liquidität – oder auch nur deren „Androhung“ – entgegen kann.

So muss die EZB jeweils im Einzelfall abwägen, inwieweit sie selbst die WWU-weite Liquiditätsversorgung, verbunden mit gewissen (gemeinschaftlichen) Verlustrisiken, sicherstellen sollte oder inwieweit dies besser durch bestimmte NZBs auf dem Wege nationaler „Emergency Liquidity Assistance“-Programme (ELA) geschehen sollte. ELA zählt also zu jenen nicht geldpolitischen Geschäften, die die NZBs grundsätzlich

weiterhin auf eigenes Risiko und eigene Rechnung erfüllen dürfen, sofern der EZB-Rat sie nicht als mit der gemeinsamen Geldpolitik im Konflikt stehend ansieht und mit Zweidrittelmehrheit untersagt. Im Übrigen gelten für ELA auch die sonstigen Regeln der Liquiditätsbereitstellung, insbesondere das Verbot monetärer Finanzierung. Es dürfen also nur solvente Banken mit Liquidität versorgt werden (EZB 2013b).

Wenn eine NZB als Retterin der letzten Instanz für (eine) bestimmte Bank(en) des jeweiligen Mitgliedslandes tätig wird, so erhöht sich die vom Eurosystem insgesamt bereitgestellte Zentralbankliquidität im Prinzip genauso wie bei konventionellen geldpolitischen Operationen, nur tendenziell stärker konzentriert auf das spezifische Mitgliedsland, das ELA bereitstellt; die Zentralbankgeldversorgung insgesamt passt sich weiterhin endogen der Nachfrage im System an. Allerdings kann es auch bei gemeinsamen Liquiditätsprogrammen der EZB zu einer innerhalb der WWU ähnlich ungleichmäßigen Versorgung entsprechend der Nachfrage der nationalen Bankensysteme kommen. Der entscheidende Unterschied ist also letztlich, ob etwaige Risiken national (über ELA) oder gemeinschaftlich (über die Geldpolitik der EZB) getragen werden.

Tatsächlich hat die EZB in der frühen Phase der sich aufbauenden globalen Finanzkrise ihre Liquiditätsversorgung der steigenden Nachfrage bei zunehmend volatilen Marktbedingungen flexibel angepasst. Dies geschah zum einen durch den Einsatz von (außerplanmäßigen) liquiditätsbereitstellenden FSOs. Zum anderen hat sie auch früh begonnen, ihre planmäßigen Kreditprogramme im Volumen von den kurzfristigen (wöchentlichen) Hauptrefinanzierungsgeschäften (HRGs) hin zu den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (LRGs), die ursprünglich eine dreimonatige Laufzeit hatten, umzuschichten, um so auch stärkeren direkten (stabilisierenden) Einfluss auf längerfristige Geldmarktzinsen zu nehmen. Anzahl, Volumen und Laufzeit dieser Zentralbankkreditgeschäfte mit Banken wurden dann in der Folgezeit mit den Marktentwicklungen weiter angepasst. Im Februar 2008 startete die EZB zum Beispiel ihr erstes LRG mit sechs Monaten Laufzeit.

Eine weitere wichtige Maßnahme bestand darin, Europas Banken auch mit US-Dollar zu versorgen. Die akuten Probleme der global engagierten Banken der WWU hatten zunächst schwerpunktmäßig ihre Ursache in US-Dollar-Kreditrisiken, die zu Engpässen in der US-Dollar-Refinanzierung führten (McCauley/Peter 2009, McGuire/Peter 2009). Die EZB kann zwar Euros unbegrenzt produzieren, sie kann aber keine US-Dollars produzieren. Um US-Dollar-Engpässe der Banken zu befriedigen, war sie daher selbst auf US-Dollar-Kredite angewiesen. Bereits im Dezember 2007 ging die EZB ein reziprokes Devisenabkommen mit der Federal Reserve ein. Sie versorgte sich so über (Devisen-)„Swaps“ (befristete Tauschgeschäfte) mit der Federal Reserve mit US-Dollars, die sie an die Banken in der WWU weiterleiten konnte.¹³

¹³ Die Vereinbarung mit der Federal Reserve war zunächst nur sehr kurzfristig. Sie wurde in den Folgejahren dann wiederholt erneuert bzw. wiederaufgelegt und dabei auch im Volumen erhöht. Während sie in den Swaps mit der Federal Reserve US-Dollars gegen Euros eintauschte (die dann am Ende der Swap-Laufzeit zurückgetauscht werden), ging die EZB im Verlauf der Krise auch entsprechende Abkommen mit anderen Zentralbanken ein, um sich so zum Beispiel auch Schweizer Franken zu besorgen oder andere Zentralbanken mit Euros zu versorgen.

4.2 ERST DIE LEHMAN-BROTHERS-KRISE FÜHRT ZUM ERWACHEN

Die zunehmenden Finanzmarktunruhen, die sich immer deutlicher abzeichnende drohende Rezession in den USA und nicht einmal die Abkühlung der Binnennachfragekonjunktur in Europa hielten die EZB davon ab, ihren geldpolitischen Kurs weiter zu straffen. Die EZB erhöhte im März und im Juni 2007 ihren Leitzins um jeweils 25 Basispunkte. Und ihre Kommunikation deutete auf weitere Schritte hin. Das Wachstum der Schwellenländer wurde als hinreichend robust eingeschätzt, um auch eine US-Rezession zu überstehen. Angeheizt durch Finanzmarktspekulation stiegen die Rohstoffpreise dann bis Mitte 2008 weiter sehr kräftig, und so stieg auch die („Headline“-)Inflationsrate in der Eurozone in der Spitze kurzfristig auf vier Prozent. Die EZB erhöhte daher tatsächlich ihren Leitzins im Juli 2008 erneut um weitere 25 Basispunkte auf 4,25 Prozent. Und ihre Kommunikation deutete abermals auf weitere geplante Zinserhöhungen hin.

Ihr rückblickend betrachtet unbesonnenes Handeln war allein durch ihre eigentümliche Inflationsfixierung begründet. Denn auch in der Eurozone mehrten sich damals die Anzeichen für einen Wirtschaftseinbruch deutlich. Zur Jahresmitte 2008 stagnierte die Eurozone bereits. Doch die eigentümliche Haltung der EZB, die einseitige Fixierung auf die Inflation, die ihre Definition von Preisstabilität zumindest kurzfristig spürbar übertraf, war typisch. Auch in den zehn Jahren zuvor hatte die EZB eine sonderbare Asymmetrie im Hinblick auf die Inflationsentwicklung bewiesen: Sie reagierte grundsätzlich aggressiv auf (vermutete) Inflationsrisiken, handelte dagegen beim „Unterschießen“ der Zwei-Prozent-Marke nur gemächlich, da ihr Radarschirm für Deflationsrisiken blind zu sein schien (Bibow 2006a, 2007b).

Zur Jahresmitte 2008 waren die Zentralbankler_innen der EZB dagegen außergewöhnlich optimistisch hinsichtlich der weiteren Wirtschaftsentwicklung. Axel Weber (2008), damals Präsident der Deutschen Bundesbank, zum Beispiel betonte „solide Fundamentaldaten“. Es war daher merkwürdig, dass die EZB in den Folgejahren beständig allein „Strukturprobleme“, insbesondere vermeintlich zu rigide Arbeitsmärkte, für die schlechte Wirtschaftsentwicklung in der WWU verantwortlich machen würde.

Aber zunächst einmal brachte der Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers am 15.9.2008 eine gänzlich neue Situation mit sich. Die Vertrauenskrise auf den globalen Finanzmärkten und speziell unter den Banken war plötzlich allgegenwärtig und allumfassend. Das internationale Finanzsystem, mit den USA im Zentrum, drohte buchstäblich zu kollabieren.

Die Bedrohlichkeit der Situation war zu dieser Zeit zu offensichtlich, um Kontroversen darüber entstehen zu lassen, was zu tun war. Die Federal Reserve hatte ihren Leitzins beginnend im Januar 2008 bereits in mehreren Schritten gesenkt. Am 8.10.2008 erfolgte eine international unter den wichtigen Zentralbanken koordinierte Zinssenkung, an der auch die EZB teilnahm. Im November und Dezember folgten weitere Zinssenkungen der EZB. Der Leitzins der EZB stand zum Jahresende bei 2,5 Prozent. Bereits im Oktober hatte die EZB ihre Operationen auf Mengentender mit Vollzuteilung (Fixed Rate Full Allotment) umgestellt, ein Verfahren,

das bis heute gilt und besonders deutlich macht, dass die Zentralbank jede Liquiditätsnachfrage der Banken zu dem von ihr gesetzten Preis erfüllt, sofern die Banken ihr hinreichende Sicherheiten anbieten können. Dabei lockerte die EZB ihre Mindeststandards für Kreditsicherheiten auf „BBB“ (das Minimum für Investment Grade).

Die Banken nutzten jetzt die Einlagefazilität der EZB im starken Umfang, hielten also entsprechend hohe Überschussreserven. Die EZB verengte daher auch die Breite ihres Zinskorridors, um die Kosten der Banken aus der Haltung der Überschussreserven zu reduzieren. Schließlich bedeutete die herrschende Situation, dass sich Banken zum Zins der HRGs oder sogar zum Zins der Spitzenrefinanzierungsfazilität Geld von der EZB liehen, aber zum niedrigeren Zinssatz der Einlagefazilität bei der EZB Guthaben hielten. Dieses Verhalten signalisiert die herrschende Vertrauenskrise: Statt an andere Banken Kredite zu geben, die nunmehr als zu riskant eingeschätzt wurden, parkten die Banken Liquidität lieber schlechtverzinst, aber sicher bei der EZB.

Die EZB senkte ihren Leitzins bis Mai 2009 dann in vier weiteren Schritten auf ein Prozent. Im Mai kündigte sie auch drei LRGs mit jeweils einjähriger Laufzeit an. Das sollte die längerfristigen Geldmarktzinsen stabilisieren und den Banken entsprechende Planungssicherheit bei garantiert billigen Refinanzierungsbedingungen geben. Außerdem startete die EZB im Rahmen ihres „Ansatzes zur verstärkten Kreditunterstützung“ auch ihr erstes Liquiditätsprogramm, das von ihrem üblichen Umsetzungsverfahren abwich: das „Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen“ (Covered Bond Purchase Programme, CBPP).

Die im Rahmen dieses Programms von der EZB aufgekauften „Pfandbriefe“ sind traditionell (und insbesondere auch in Deutschland) ein wichtiges Refinanzierungsinstrument der Banken mit längeren Laufzeiten als am Geldmarkt. Der allgemeine Vertrauensschwund in die Solidität der Banken hatte auch diesen Markt unter Druck gebracht. Die EZB wollte ihn wiederbeleben, um so die Banken und ihr Kreditangebot zu unterstützen. Bis Mitte 2010 wollte sie Pfandbriefe im Volumen von bis zu 60 Milliarden Euro kaufen. Bis Ende des Jahres 2009 hatte sie bereits knapp die Hälfte der Käufe getätigt, und zwar etwa drei Viertel als Käufer am Sekundärmarkt und ein Viertel als direkter Käufer am Primärmarkt.

Pfandbriefkäufe der EZB erhöhen die Zentralbankgeldmenge und die Bankenliquidität entsprechend. Da die EZB in dieser Phase die Liquiditätsnachfrage der Banken passiv und ohnehin im vollen Umfang befriedigte, reduzierte sich so das Volumen der anderen Programme entsprechend. Sinn des Pfandbriefprogramms war es, direkt die Bedingungen auf diesem spezifischen Markt zu verbessern.

Die allgemeine Situation auf den Finanzmärkten beruhigte sich auch tatsächlich im weiteren Verlauf des Jahres 2009 etwas. Die Devisenswap-Vereinbarungen mit den anderen Zentralbanken wurden aufgekündigt und die EZB plante schon bald wieder, zu ihren normalen LRGs mit nur dreimonatiger Laufzeit zurückzukehren. Die Banken erhöhten zwar einerseits ihre Kreditanforderungen und das Kreditangebot an die private Wirtschaft verknappte sich so. Andererseits hatten die Banken aber einen großen Anreiz, ihre Gewinne durch den Erwerb von Staatsanleihen zu erhöhen. Staatsanleihen

waren als Kreditsicherheiten tauglich; ihre billige Refinanzierung durch Zentralbankkredite wussten die Banken so garantiert.

Doch dann kam alles anders. Die Griechenlandkrise eskalierte und sollte den weiteren Verlauf der Krisenbekämpfung prägen. Die WWU würde sich nachhaltig in eine Sackgasse verrennen.

4.3 DIE ERSTE GRIECHENLAND-„RETTUNG“ UND DIE EUROKRISE ALS VERMEINTLICHE „STAATSSCHULDENKRISE“

Griechenland hatte im Herbst 2009 eine neue Regierung gewählt und die hatte unmittelbar nach der Wahl offengelegt, dass der Zustand der griechischen öffentlichen Finanzen deutlich schlechter war, als die veröffentlichten Statistiken bezeugt hatten. Die Kreditrisikoprämien für den griechischen Staat und damit die Zinsspanne im Vergleich zu deutschen Staatsanleihen, die vom Markt konventionell als besonders sicher beurteilt werden, stiegen in der Folgezeit immer weiter an. Im April/Mai 2010 eskalierte die Situation. Die griechischen Anleihezinsen stiegen auf ein Niveau an, das es offensichtlich machte, dass Griechenland de facto bankrott war, sich am Markt also nicht mehr bzw. nur unter exorbitant hohen Anleihezinsen refinanzieren konnte.

Die Regierungen der WWU beschlossen, Griechenland durch ein Hilfspaket zu „retten“, wozu man irgendwie auch die Nichtbeistands-/Nichthaftungsklausel des Maastrichter Vertrages umschiffen musste. Am 7.5.2010 verkündeten die Regierungen in einer gemeinsamen Erklärung mit den Institutionen der WWU (Europäischer Rat, Europäische Kommission, EZB), dass man alles tun würde, um die WWU zu stabilisieren. Sogar einen „Sünder“ wie Griechenland, so wurde die Aktion speziell von den deutschen Medien aufgegriffen, würde man dazu retten. Bereits am 2.5.2010 hatte man ein Rettungspaket in Höhe von 110 Milliarden Euro verkündet. Zwei Drittel der Mittel wurden durch bilaterale Kredite der Mitgliedstaaten aufgebracht, ein Drittel durch den Internationalen Währungsfonds (IWF), den man zur Teilnahme gewonnen hatte (Blustein 2015). Am 9.5.2010 wurde dann auch noch die Errichtung der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) bekannt gegeben, die als ein befristeter Mechanismus zur gegenseitigen Unterstützung, basierend auf einer multilateralen Finanzierung innerhalb der WWU, in zukünftigen Fällen dienen würde.

Diese politischen Schritte ebneten dann auch der EZB den Weg, für unterstützende Maßnahmen zur Bewältigung der Krise anzutreten. Ihr „Programm für die Wertpapiermärkte“ (Securities Markets Programme, SMP) sollte sich jedoch, und wiederum speziell in Deutschland, als höchst kontrovers erweisen. Der damalige Präsident der Deutschen Bundesbank, Axel Weber, wurde in diesem Zusammenhang zur tragischen Figur. Bastasin (2015) berichtet nämlich, dass ausgerechnet Weber das Programm ursprünglich vorgeschlagen hatte. Die akuten Finanzmarktunruhen waren für den Bundesbankpräsidenten zunächst gravierend genug, um den Kauf von griechischen Staatsanleihen durch das Eurosystem für unabdingbar zu erachten. Der Zentralbankrat hatte das kontroverse

Programm dann kaum beschlossen, um zu erfahren, dass Weber kurzerhand eine 180-Grad-Wendung vollzogen hatte und sich in Deutschland nunmehr öffentlich gegen das EZB-Programm stellte.

Webers Popularität und Standing unter den Kolleg_innen litt entsprechend. Er war Realist genug, seine Chancen, die Nachfolge Trichets im Jahr 2012 anzutreten, neu einzuschätzen, und trat im nächsten Jahr als Bundesbankpräsident zurück. Auch sein ehemaliger Bundesbankkollege Jürgen Stark zog es vor, noch im selben Jahr „aus persönlichen Gründen“ aus dem EZB-Direktorium zurückzutreten. Der Druck der deutschen Medien und öffentlichen Meinung, die natürlich hinter dem Programm eine monetäre Finanzierung griechischer Sünden witterte, war wohl persönlich genug.

Dabei versuchte die EZB diesen Verdacht sogar dadurch zu entkräften, indem sie etwaige Käufe von Staatsanleihen der Krisenländer ausschließlich am Sekundärmarkt tätigte und noch dazu den Liquiditätseffekt vollständig „sterilisierte“; was sie durch Liquiditätsabschöpfende FSOs (Verkauf von Termineinlagen an die Banken) im selben Umfang vollzog. Damit sollte ein Einfluss des Programms auf die Bankenliquidität und den geldpolitischen Kurs in der Eurozone vermieden werden – was allerdings ohnehin schon dadurch weitgehend gewährleistet war, dass die EZB in dieser Phase die Liquiditätsnachfrage der Banken rein passiv befriedigte.

Der springende Punkt war, dass die Ankäufe selbst ungeachtet ihrer liquiditätsmäßigen Sterilisierung den Verdacht der monetären Finanzierung Griechenlands erweckten. Die Federal Reserve mag zwar ihre Liquidität konventionell fast ausschließlich über den Kauf von US-Staatsanleihen bereitstellen, eben weil man Geldpolitik auf diese Weise betreiben kann und dieses Vorgehen sogar gewisse Vorzüge hat. Aber in Deutschland ist das grundsätzlich suspekt und der Kauf ausgerechnet und allein griechischer Staatsanleihen sowieso. Dabei hatte die EZB eine ausgezeichnete Rechtfertigung für ihre Politik aufzubieten. Das erklärte Ziel des SMP war es, „Störungen in bestimmten Segmenten des Wertpapiermarkts im Euroraum zu beheben und einen angemessenen geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu gewährleisten“ (EZB 2011b: 111).

Die EZB weist in dieser Begründung auf einen weitreichenden Defekt in Europas WWU hin: Das Setzen eines gemeinsamen und einheitlichen Leitzinses allein garantiert keineswegs, dass die Geldpolitik der EZB im gesamten Währungsraum wirklich „einheitlich“ ist. Die gemeinsame Geldpolitik kann nur einheitlich innerhalb der WWU sein, wenn sie auch zu einheitlichen Finanzierungsbedingungen innerhalb der WWU führt. Und genau das war seit Beginn der Krise immer weniger der Fall; und am wenigsten in Griechenland.

Der Anstieg der Zinsen auf griechische Staatsanleihen bedeutete, dass auch Zinsen auf private Kreditrisiken entsprechend stiegen. Gewöhnlich als gutes Kreditrisiko geltend, erfüllen Staatsanleihen gemeinhin die Funktion als „Benchmark“ für die Zinsbildung allgemein. In Griechenland (und anderen WWU-Ländern) stiegen bedingt durch die Finanzmarktunruhen nicht nur die Zinsen auf Staatsanleihen, sondern auch die Zinsen, die private Unternehmen und Haushalte auf Kredite zu zahlen hatten (BIZ 2011; EZB 2014; Öztürk/Mrkaic 2014; Pianeselli/Zaghini 2014; Augustin et al. 2016).

Im Ergebnis musste also z. B. ein griechisches Unternehmen, weil es griechisch ist, einen höheren Zins zahlen (oder erhielt überhaupt keinen Kredit mehr) als ein – abgesehen von der Nationalität – vergleichbares deutsches Unternehmen.

Diese Situation widerspricht dem Diskriminierungsverbot der EU. Es widerspricht dem Leitbild des gemeinsamen Marktes, einheitliche Wettbewerbsbedingungen zu gewähren. Und es widerspricht auch den Erfordernissen einer einheitlichen Geldpolitik innerhalb der WWU. Eine solche Situation ist also völlig inakzeptabel und sogar widerrechtlich. Sie ist Ausdruck einer fehlerhaften Währungsunion. So betrachtet ist das SMP der EZB im Kern ein Versuch, diesen Defekt zumindest bezüglich der Übertragung der Geldpolitik teilweise zu kompensieren. Weil nämlich die EZB sonst das Erfordernis und ihren Auftrag zu einer einheitlichen Geldpolitik gar nicht erfüllen kann.

Die politisch Verantwortlichen haben jedoch das eigentliche Problem weder damals erkannt noch bis heute behoben. Stattdessen wurde mit der Griechenlandkrise der Mythos einer „Staatsschuldenkrise“ ins Leben gerufen. Das war insbesondere der deutschen Politik ein Anliegen. Auf internationaler Ebene versuchte man, so schnell wie nur irgend möglich die Kurswende von der keynesianischen Stimulierung hin zur Spar- bzw. Austeritätspolitik zu erreichen. Eine Folge war die Spaltung der G20 auf dem Toronto-Gipfel im Juni 2010. Eine andere der Beginn gemeinsamer bedingungsloser Sparpolitik im Euroraum. Innerhalb der EU und speziell der WWU galt es, alle Partner Deutschlands dauerhaft und mit allen Mitteln auf das deutsche wirtschaftspolitische Märchen einzuschwören, wonach Sparpolitik Wachstum erzeuge.

Die Eurozone trat also völlig verfrüht bereits im Jahr 2010 fiskalpolitisch auf die Bremse, besonders drastisch in Griechenland und anderen Eurokrisenländern, aber selbst auch in Deutschland ein Jahr später, wo das Argument vermeintlicher Marktzwänge geradezu absurd war (Pisani-Ferry 2014; Bastasin 2015). Auch in Bezug auf institutionelle Reformen der WWU lag das Hauptaugenmerk der Reformer_innen nunmehr darauf, ewige Spar- bzw. Austeritätspolitik mit entsprechender Überwachung und Bestrafung noch wirksamer und sicherer zu institutionalisieren. Das waren keineswegs konstruktive Reformen. Sie haben die WWU im Ergebnis nur noch schwächer gemacht. Die fiskalpolitische Wende im Jahr 2010 war eine der Hauptursachen für die zweite Rezession mit anschließender Dauerstagnation im Euroraum. Europas WWU scherte aus dem internationalen Konjunkturverbund aus, nahm an der wirtschaftlichen Erholung nicht mehr teil, wurde vielmehr zum Bremsklotz und akuten Unsicherheitsherd für die Weltwirtschaft.

Für die EZB bedeutete all dies, dass eine noch größere Last und Verantwortung auf ihren Schultern landete. Das krasse Versagen der Wirtschaftspolitik, insbesondere auch der Fiskalpolitik, stellte die Geldpolitik vor eine neue Herausforderung. Aber die EZB hatte weiterhin auch mit ihrem eigenen intellektuellen Ballast – dem Erbe der Deutschen Bundesbank – schwer zu tragen und blieb institutionell gehandicapt. Die Krise in Irland sollte dies sehr deutlich ans Tageslicht bringen.

4.4 DIE IRISCHE KRISE UND DER „BANKEN-STAAAT-TEUFELSKREISLAUF“

Bereits lange vor Ausbruch der Griechenlandkrise war Irland zum ersten Mal ins Visier der Finanzmärkte geraten. Irlands Immobilienpreisblase war fast zeitgleich mit der US-amerikanischen geplatzt. Die Märkte sorgten sich um möglicherweise gravierende Auswirkungen auf die Banken Irlands, deren Bilanzen insgesamt das BIP des kleinen Landes um rund das Sechsfache übertrafen. Irland war daher das erste Land, das im Oktober 2008 als Reaktion auf den Bankrott von Lehman Brothers eine staatliche Garantie für Bankeinzlagen und Bankschuldverschreibungen irischer Banken aussprach. Deutschland war insbesondere über die Hypo-Real-Estate-Tochter Depfa besonders stark gegenüber irischen Risiken exponiert und erteilte als zweites Land kurz danach ebenfalls eine weitreichende Staatsgarantie an Bankengläubiger. Kurz nachdem Deutschland seine Commerzbank gerettet hatte, war Irland dann an der Reihe: Am 15.1.2009 verstaatlichte das Land die Anglo Irish Bank, was neue Panik an den Finanzmärkten auslöste (Bastasin 2015).

Dabei sollen staatliche Bankenrettungsaktionen Marktpanik eigentlich stoppen. Gewöhnlich bedeuten sie, dass ein Teil der privaten Bankverluste „sozialisiert“ wird. Das begrenzt private Verluste, schont bestimmte Gläubiger und hilft, Risiken kalkulierbar zu machen. Aber es verlagert die Last der Verluste auf die Schultern des Staates bzw. der Steuerzahler_innen. Schwierig wird diese Übung, wenn ein kleines Land eine große Bank zu retten versucht. Was Gläubiger der Bank beruhigen soll, beunruhigt die Gläubiger des Staates dann umso mehr. Auch der damalige deutsche Finanzminister Peer Steinbrück machte sich Sorgen, wenngleich vermutlich weniger um Irland als um damit verbundene deutsche Bankrisiken. Im Februar 2009 hatte Peer Steinbrück jedenfalls verkündet: „the euro-region treaties don't foresee any help for insolvent countries, but in reality the other states would have to rescue those running into difficulty“ (zitiert in: Benoit/Barber 2009).

Der Fall Irlands veranschaulichte den „Banken-Staat-Teufelskreislauf“ (Merler/Pisani-Ferry 2012), eine weitere Problematik, die ihre Ursache in der fehlenden Wirtschaftsunion der WWU hat. Zentralbanken können Banken retten, die kurzfristige Liquiditätsprobleme haben. Wenn jedoch das Problem nicht Illiquidität, sondern Insolvenz ist, dann ist der Finanzminister gefordert. Die Unterscheidung zwischen Illiquidität und Insolvenz ist in Europas WWU besonders kritisch, weil es zwar eine gemeinsame Zentralbank, aber kein gemeinsames Finanzministerium gibt. Gibt ein kleines Land wie Irland weitreichende Staatsgarantien für Bankschulden und versucht es am Ende, seine Banken zu retten, so kann aus der Bankenpleite eine Staatspleite werden. Der Staat selbst kann im Pleitefall seine Schuldtitel nicht mehr am Markt verkaufen, kann seine Banken also auch nicht mehr retten. Andersherum helfen auch die selbst notleidenden Banken ihrem Staat nicht mehr, geben ihm keine Kredite, kaufen seine Anleihen nicht mehr. Und die NZB darf nicht kaufen, wenn die Schuldner nicht (mit hoher Wahrscheinlichkeit) solvent sind, weil es in der WWU das Verbot der monetären Finanzierung gibt. Hierüber befindet letztlich der EZB-Rat, der

ELA ablehnen kann. Kurz gesagt, der Teufelskreis erwächst, weil die beiden Parteien, die Banken und ihr Staat, in Bezug auf ihren Liquiditäts- und Solvenzstatus sehr eng miteinander verwoben sind. Banken in Not können den Staat mit in den Abgrund reißen – und umgekehrt, vor allem, wenn der Staat von seiner Zentralbank entkoppelt wurde.¹⁴

Die Situation der Mitgliedsländer der WWU ähnelt im Ergebnis daher der von Entwicklungsländern, die sich in einer Fremdwährung verschuldet haben. Ein souveränes Land mit eigener Währung kann seine Schulden in der eigenen Währung immer begleichen. Der Euro ist dagegen für die WWU-Mitgliedsländer eine Fremdwährung. Kein einzelnes Mitgliedsland hat Kontrolle über den Euro, sondern nur die EZB, und zwar ohne Rückendeckung durch ein gemeinsames Finanzministerium bzw. Schatzamt (und sie handelt dabei auch ohne wirksame demokratische Kontrolle).

So wurde Irland der zweite Rettungsfall der WWU. Mit einer eigentlichen Staatsschuldenkrise hatte das allerdings überhaupt nichts zu tun. Es war eine teure Bankenkrise, die sich für Irland als zu teuer erwies, weil Irland keine eigene Währung mehr hatte und sich in einer Fremdwährung am Markt verschuldet hatte – bis der Markt Irland per Anleihekaufverweigerung für bankrott erklärte.

Entwicklungsländer, die in Not geraten und vom IWF gerettet werden, erhalten etwaige Hilfskredite nur unter Bedingungen. Hierin liegt kein Unterschied zur Rolle der sogenannten Troika (bestehend aus Europäischer Kommission, EZB und IWF) im Fall der Eurokrisenländer, die Kredite auch nur freigibt, sofern die geforderten Bedingungen vom Krisenland erfüllt wurden. Der entscheidende Unterschied zu normalen IWF-Anpassungsprogrammen ist jedoch, dass die Anpassung des Krisenlandes gewöhnlich mit einer Währungsabwertung und einem Schuldenschnitt beginnt. Dadurch soll zunächst die Solvenz und preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Krisenlandes wiederhergestellt werden, bevor der IWF überhaupt einen Kredit vergibt. Der IWF darf nämlich überhaupt keine Kredite an Länder vergeben, die nicht mit hoher Wahrscheinlichkeit solvent sind.

Die Währungsabwertung ist jedoch innerhalb der WWU nicht möglich. Zudem wurde ein Schuldenschnitt den WWU-Krisenländern strikt verweigert. Die Gläubigerpartner der Eurokrisenländer wussten, dass ein solcher Schuldenschnitt auch ihre eigenen Banken stark negativ treffen würde. Daraus hätten dann wiederum direkte Bedrohungen für die eigenen öffentlichen Finanzen erwachsen können. So erschien es opportun, lieber neue Kredite an ein insolventes Land zu vergeben, das dadurch zumindest zunächst seine alten Schulden bedienen konnte und somit der akute Schaden für Finanzinstitute der Gläubigerländer begrenzt blieb.

Der IWF sollte sich später zu krassen Fehlern beim ersten „Bailout“ Griechenlands bekennen. Ein zweites Hilfsprogramm für Griechenland (im Umfang von 136 Milliarden Euro) wurde dann auch schnell notwendig und eine Einigung darauf schließlich Anfang 2012 erzielt. In diesem Zusammenhang wurde tatsächlich ein gewisser Schuldenerlass vollzogen, der die Forderungen privater Gläubiger reduzierte (genannt: Private Sector Involvement, PSI). Öffentliche Gläubiger dagegen, und die EZB mit ihren Beständen griechischer Staatsanleihen aus dem SMP eingeschlossen, blieben verschont. Das Argument der öffentlichen Gläubiger, dass ein Schuldenschnitt auf die öffentlichen Forderungen Transfers gleichkäme, solche Transfers in der WWU aber rechtlich ausgeschlossen wären, ist fragwürdig. Zumal diese Problematik in der ursprünglichen Konstellation mit privaten Gläubigern überhaupt nicht bestanden hatte. Sie entstand erst, nachdem man die privaten Verluste und Schulden in öffentliche Kredite verwandelt hatte, um dadurch die eigene Haut zulasten der Krisenländer zu schützen (kritisch hierzu siehe insbesondere: Zettelmeyer et al. 2012; Orphanides 2015; Blustein 2015; Rocholl/Stahmer 2016; IWF 2015).

Die anhaltende Depression Griechenlands ist das krassste Beispiel verfehelter Krisenpolitik der WWU. Ein drittes Kreditprogramm im Volumen von 86 Milliarden Euro wurde schließlich im Juli 2015 nach heftigen Auseinandersetzungen vereinbart. Die von den öffentlichen Gläubigern gewünschte weitere Beteiligung des IWF bleibt allerdings weiterhin strittig, weil der IWF heute stärker auf eine spürbare Schuldnerentlastung beharrt. Zur Rolle der EZB bleibt in diesem Zusammenhang zu erwähnen, dass der EZB-Rat sich darauf einigte, etwaige Zentralbankgewinne auf griechische Anleihen im SMP-Portfolio der EZB an die griechische Zentralbank zu überweisen, von wo aus sie unter bestimmten Bedingungen in den griechischen Staatshaushalt fließen dürfen. Andererseits war das Verhalten der EZB von vielfachen Kontroversen begleitet, weil die EZB zeitweise griechische Staatsanleihen nicht als Kreditsicherheiten akzeptierte. Ohnehin stark angeschlagene griechische Banken waren dadurch auf teurere ELA-Kredite durch die griechische Zentralbank angewiesen.

Die Rolle der EZB im Zusammenhang mit der „Rettung“ Irlands ist ebenfalls höchst kontrovers (Mody 2009; Whelan 2012, 2013; Legrain 2014; Chopra 2015). Die Finanzmärkte beruhigten sich nach der ersten Rettung Griechenlands nur wenig und auch nur vorübergehend. Im Fokus stand vielmehr die Frage, welches Land wohl der nächste Krisenfall sein würde. Und so musste die irische Regierung schon bald begreifen, dass die Blanko-Staatsgarantie für irische Bankverbindlichkeiten ein bedrohlicher Fehler gewesen war. Ein Kurswechsel wurde erwogen. Dem widersprachen allerdings die wirtschaftspolitisch Verantwortlichen der WWU, allen voran der damalige EZB-Präsident Jean-Claude Trichet. Aus Sicht einiger Beobachter_innen folgte eine „Erpressung“ Irlands. Die EZB drohte damit, das irische Bankensystem nicht mehr mit Liquidität zu versorgen, wenn die irische Regierung ihr Versprechen an die Bankengläubiger widerrief. Die Befürchtung der EZB war, dass dadurch eine unkontrollierbare Finanzmarktpanik ausbrechen und wie ein Flächenbrand die ganze Eurozone erfassen würde.

¹⁴ Tiefere Ursache des Teufelskreislaufs ist die Entkopplung der staatlichen Institutionen Zentralbank und Schatzamt in Europas WWU. Siehe hierzu: Goodhart (1997, 1998, 2005, 2007) und Bibow (2013b, 2015b). De Grauwe (2011, 2013, 2014) sowie Buiter/Rahbari (2012) betonen in diesem Zusammenhang die Rolle der EZB als Retterin der letzten Instanz für Staaten.

Eine bessere Erklärung für den Druck auf Irland seitens der EZB ist meines Erachtens darin zu sehen, dass die EZB zu diesem Zeitpunkt bereits außergewöhnlich hohe Kredite an das irische Bankensystem vergeben hatte.¹⁵ Bei einem Rückzieher der EZB, wie von ihr angedroht, hätte sie wahrscheinlich beträchtliche Verluste realisiert. Das hätte vermutlich auch einen irischen Staatsbankrott und/oder einen irischen Euro-Austritt besiegelt. Die Alternative einer weiteren Ausweitung von Krediten an die irischen Banken war allerdings für die EZB auch sehr bedrohlich, weil die irischen Banken ohne ein irisches Troika-Programm im Grunde keine staatliche Deckung mehr hatten. Daher drängte die EZB Irland in die Arme der Troika, um sich aus der eigenen Zwickmühle herauszumanövrieren und die eigene Haut zu retten – und die irischen Steuerzahler_innen würden so das Opfer für den Euro alleine bezahlen müssen.

Die irische Krise machte zumindest eines sehr deutlich. Die Krise im Euroraum war im Wesen keine Staatsschuldenkrise. Die Ursache der Krise waren vielmehr zu hohe Bankenschulden und private Schulden. Der Anstieg der öffentlichen Schulden war nur Konsequenz und Ausdruck der Schwere der Krise der privaten Verschuldung. Die irische Krise unterstrich auch nochmals die Defizite der WWU, die keine echte Wirtschaftsunion ist. Die Gemeinschaft hatte die Banken liberalisiert und ihnen einen Freifahrtschein zur zügellosen Expansion gegeben. Für etwaige Schäden blieben aber allein die Nationalstaaten zuständig. Die waren allerdings durch die gemeinsame Währung sowohl geld- als auch fiskalpolitisch entmachtet worden.

Und so musste dann die Gemeinschaft, die keine Haftungsunion sein wollte, am Ende offiziell auch ein Rettungspaket für Irland schnüren, um die Steuerzahler_innen der Gläubigerländer vor Verlusten ihrer Banken zu schonen und die Last der Krise allein den Iren aufzubürden. Die EZB, die im Fall Griechenlands einerseits mit dem SMP Defekte der WWU zu kompensieren versucht hatte, andererseits aber in Sachen (Nicht-)Akzeptanz griechischer Sicherheiten in die politische Schusslinie geraten war, sah sich im Fall Irlands nunmehr selbst von großen Verlusten bedroht. Um diese abzuwenden, setzte sie sich dem Verdacht politischer Erpressung aus. Auch diese Situation geht auf die Fehlkonstruktion der WWU zurück und hat mit einer Staatsschuldenkrise – wie es der deutschen Öffentlichkeit von Medien und Politik verkauft wurde – herzlich wenig zu tun.

4.5 DAS PROJEKT „BANKENUNION“

Die Krise im Euroraum blieb offiziell eine Staatsschuldenkrise, und unter deutscher Führung wurde beständiger politischer Druck für eine vermeintlich unabdingbare Sparpolitik auf

alle WWU-Mitgliedsländer, insbesondere auf die WWU-Krisenländer ausgeübt. Aber selbst den deutschen Verantwortlichen war nicht gänzlich entgangen, dass der Teufelskreis zwischen Banken und Staaten eine der Währungsunion eigentümliche Problematik war, die man wohl besser nicht länger ignorieren sollte. So rief man das Projekt der „Bankenunion“ ins Leben. Das wichtigste Ziel der Bankenunion war es, diesen Teufelskreis zu brechen und dadurch die Währungsunion stabiler und widerstandsfähiger zu machen. Die Bezeichnung „Bankenunion“ deutet dabei auf eine Vergemeinschaftung auf diesem Gebiet, auf gemeinsame Institutionen und Politiken hin, und zwar, um den Nationalstaaten die alleinige Verantwortung und Haftung für ihre nationalen Banken abzunehmen.

Der Brüsseler Gipfel vom 29.6.2010 beauftragte hierzu die EU-Kommission, zunächst Vorschläge für einen „einheitlichen Aufsichtsmechanismus“ (Single Supervisory Mechanism, SSM) zu entwickeln. Der so in Gang gekommene Prozess führte dazu, dass ein solcher Mechanismus im November 2014 in Betrieb genommen wurde und der EZB die Verantwortung als oberste Aufsichtsbehörde für die Banken der Eurozone übertragen wurde. (Dieser Verantwortungsübernahme war seit 2013 ein umfangreicher Prozess zur Risikobestandsaufnahme in den Bankbilanzen seitens der EZB vorausgegangen.) Dies war ein wichtiger erster Schritt, dem gemeinsamen Markt auch eine gemeinsame Politik an die Seite zu stellen. Es war eine Abkehr vom ursprünglichen Ansatz des Maastrichter Vertrages, der allein die Mitgliedsländer in der Verantwortung beließ, der EZB nur eine unterstützende Funktion zubilligte (Veron 2007, 2015; Constâncio 2013; Deutsche Bundesbank 2014; Schoenmaker/Veron 2016).

Allein durch die einheitliche Aufsicht war das eigentliche Problem jedoch nicht behoben: die alleinige fiskalische Haftung der Nationalstaaten für notleidende Banken und Bankpleiten. Man einigte sich zwar auf einen gemeinschaftlichen Abwicklungsmechanismus, der eine gemeinsame Behörde und ein einheitliches Verfahren für die Abwicklung von Problembanken bereitstellen würde. Dieser Abwicklungsmechanismus ist Anfang des Jahres 2016 auch in Kraft getreten. Doch was die kritische Frage der Haftung angeht, hat man sich eines Tricks bedient. Man entschied einfach, dass man zukünftig keine „Bailouts“ der Banken zugunsten der Bankengläubiger und zulasten der Steuerzahler_innen mehr machen wolle. Stattdessen solle in Zukunft das „Bail-in“-Prinzip gelten: Die Gläubiger der Banken selbst sollten eine insolvente Bank rekapitalisieren, nämlich durch automatische Forderungsverzicht (Schuldenschnitt).

Die Steuerzahler_innen dagegen würden in Zukunft geschützt sein. Als zusätzlichen Schutzwall sollen die Banken selbst einen einheitlichen Abwicklungsfonds (Single Resolution Fund, SRF) finanzieren, der nach acht Jahren ein Volumen von 55 Milliarden Euro erreichen soll und zusätzlich bei Bedarf auch noch Mittel am Markt aufnehmen kann. Der Aufbau dieses privaten Schutz- bzw. Abwicklungsfonds geschieht dabei zunächst auf nationaler Ebene, während die Vergemeinschaftung bzw. Zusammenführung der nationalen Abwicklungsfonds zu einem länderübergreifenden Abwicklungsfonds progressiv in den nächsten acht Jahren erfolgen soll.

¹⁵ J.-C. Trichet sagte hierzu vor einem parlamentarischen Untersuchungsausschuss in Irland im April 2015 aus, dass die EZB das irische Bankensystem mit Liquidität in Höhe von rund 100 Prozent des irischen BIP versorgt hatte: „That was one quarter of the ECB's total lending at the time and was totally unprecedented. (...) We helped Ireland more than any country; more than any central bank did for any country“ (zitiert von Boland 2015; siehe auch Draghi 2015a).

Eine Vergemeinschaftung der Haftungsrisiken bzw. eine Bankenrettung mithilfe von Steuerzahlermitteln ist letztlich nur im Ausnahmefall vorgesehen, und zwar über den Europäischen Stabilitätsmechanismus (European Stability Mechanism, ESM). Grundsätzlich vergibt der ESM etwaige Notkredite nur an nationale Regierungen, die solche Mittel dann in eigener Verantwortung u. a. zur Rekapitalisierung ihrer Banken verwenden können. Nur wenn ein solcher ESM-Kredit die Schuldenquote eines Mitgliedslandes auf ein nicht nachhaltiges Niveau heben würde, ist im Ausnahmefall eine direkte Rekapitalisierung von Banken durch den ESM (in maximaler Höhe von 60 Milliarden Euro) vorgesehen.

Ähnlich sieht die Situation auch bei der Einlagensicherung aus. Einheitliche Mindeststandards für nationale Einlagensicherungssysteme wurden eingeführt. Die Finanzierung erfolgt über Abgaben der Banken. Aber die privaten Sicherheitsfonds, die man so in den nächsten zehn Jahren aufbauen will, bleiben nationale Angelegenheit. Eine Vergemeinschaftung gibt es nicht – nicht einmal für zukünftige Banken Krisen. Und Europas Bankenunion ist allein auf die Zukunft ausgerichtet. Der Schaden aus der letzten Krise, die Altlasten, bleiben ohnehin nationale Angelegenheit, Joch und Bürde der Krisenländer allein.

Das Bail-in-Prinzip klingt dabei auf dem Papier ganz wunderbar: Die Steuerzahler_innen werden per Federstrich geschützt. Bail-in bleibt aber weitgehend unerprobt. Es mag sich bei Problemen einzelner Banken, die nicht zu groß sind, als praktikabel erweisen. Meines Erachtens ist es für den Fall echter Finanzkrisen gänzlich unrealistisch. Bail-in scheint Verluste von den Steuerzahler_innen fernzuhalten, aber es lässt etwaige Verluste nicht verschwinden. Diese würden nur anders und nicht notwendigerweise gerechter verteilt werden. Treffen diese Verluste systemisch wichtige Finanzakteure, wird auch die Gefahr der Ansteckung und Verbreitung sofort wieder akut werden. Und damit ist man letztlich doch wieder beim Staat und den Steuerzahler_innen als letztem Schutzwall angelangt (Avgouleas/Goodhart 2014; Persaud 2014).

Wenn man Fragilität und Verwundbarkeit des Finanzsystems nicht durch Regulierung verhindert, also wirksam vorbeugt, so wird man bei der Bekämpfung von Finanzkrisen auch weiterhin auf die Zusammenarbeit von Zentralbank und Finanzministerium angewiesen bleiben. Europas Bankenunion hat dieses Problem keineswegs behoben, sie hat den Teufelskreis zwischen Banken und Staaten, das erklärte Ziel der Bankenunion, auch nicht gebrochen. Sie hält nur eine Scheinlösung bereit. Man lebt in der Hoffnung, dass die nächste große Finanzkrise in ferner Zukunft liegen möge; die Augen vor der Tatsache verschließend, dass die Altlasten der letzten einseitig die Schuldner erdrücken.

Für die EZB ergab sich jedenfalls im Verlauf der Krise eine wichtige Ausweitung ihrer Verantwortung als „Bank der Banken“. Sie ist nunmehr sowohl oberste Aufsichtsbehörde der Banken als auch eng mit dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board, ESRB) verbunden, also in die makroprudentielle Überwachung der Banken und Finanzmärkte eingebunden. Dies soll zukünftige Finanzkrisen vermeiden helfen. Ihr Erfolg bleibt ungewiss. Auch die Praktikabilität des neuen Ansatzes der Krisenbekämpfung wird sich beim Eintritt der nächsten Finanzkrise erst noch beweisen müssen.

4.6 VOM SMP ZUM OMT UND MARIO DRAGHI ALS RETTER DES EURO

Ungeachtet dieser Zweifel war das am 29.6.2012 in Brüssel erklärte Ziel, eine Bankenunion zu errichten, noch in anderer Hinsicht ausgesprochen wichtig. Die Bankenunion, die bis heute keine echte Bankenunion ist, ebnete der EZB den Weg, ihr OMT-Programm aufzulegen. Und das erwies sich als sehr effektiv – obwohl es bis heute nie wirklich zum Einsatz gekommen ist.

Die Krise im Euroraum war bis zum Sommer 2012 bei nur kurzen Verschnaufpausen immer weiter eskaliert. Nach der Rettung Irlands im November 2010 war als Nächstes Portugal im Brennpunkt. Im Mai 2011 wurde so das dritte kleine Land zum Rettungsfall der WWU. Selbst dies hielt die EZB jedoch nicht davon ab, für zwei Zinserhöhungen im April und Juli 2011 hinreichend Mut zu fassen. In der EZB sah man schon wieder Inflationsrisiken am Horizont aufziehen und hielt einen Leitzins von nur einem Prozent ohnehin für eher gefährlich als hilfreich. Dies war der letzte krasse Fehler der Ära des damals scheidenden EZB-Präsidenten Jean-Claude Trichet.

Es zählte zu den ersten Maßnahmen der EZB unter ihrem neuen Präsidenten Mario Draghi, den Leitzins im November und Dezember 2011 wieder auf das Niveau von einem Prozent zu senken. Außerdem wurden das SMP wiederbelebt und ein zweites Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (Covered Bond Purchase Programme, CBPP2) aufgelegt sowie zwei LRGs mit dreijähriger Laufzeit in die Wege geleitet. Insbesondere letztere Maßnahme stieß auf eine sehr große Nachfrage der Banken und erreichte ein Volumen von rund 1 Billion Euro. Die Überschussreserven der Banken sowie die berühmt berüchtigten TARGET2-Salden stiegen rasant. Der kurzfristige Geldmarktzins lag von nun an näher beim Zinssatz der Einlagefazilität als, wie zuvor üblich, beim Zinssatz der HRGs.

All dies waren Symptome der Vertrauenskrise und Kapitalflucht innerhalb der Währungsunion. In der zweiten Jahreshälfte 2011 war die Situation für den Euro zunehmend bedrohlicher geworden. Die zähen Verhandlungen um den griechischen Schuldenerlass und das zweite Rettungspaket waren bis zu ihrem Abschluss im März 2012 zunächst ein wichtiger Unruhefaktor. Noch wichtiger war aber, dass die Märkte nunmehr zunehmend Spanien und Italien ins Visier nahmen. Diese beiden Länder waren selbst für den ESM zu groß, der als permanenter Rettungsfonds den (nur temporären) EFSF ersetzen sollte, über den man damals aber noch verhandelte. Kurz: Auf den Finanzmärkten wurde immer stärker auf den nahenden Zusammenbruch der Währungsunion gewettet, das „Redenominierungsrisiko“ wurde zum Preisfaktor für Euro-Finanztitel (De Santis 2015). Selbst die Risikoprämien auf belgische und französische Staatsanleihen kamen in Bewegung. Anfang Juli 2012 senkte die EZB daher den Zins auf ihre HRGs um 25 Basispunkte auf 0,75 Prozent. Der Zins auf die Einlagefazilität wurde zeitgleich auf null gesenkt und der Tagesgeldzinssatz lag jetzt bei weiter anschwellenden Überschussreserven nicht mehr weit darüber.

Abgesehen von den Verhandlungen zur Bankenunion und zum ESM versuchten die politisch Verantwortlichen der WWU, die Eskalation der Finanzmarktunruhen auch dadurch

zu stoppen, indem sie in der Öffentlichkeit unablässig bekräftigten, dass der Euro von Dauer und ein Zusammenbruch der WWU somit auszuschließen sei. Der Präsident der EZB Mario Draghi schloss sich diesem Chor politischer Stimmen in einer Rede in London Ende Juli 2012 mit den Worten an, dass „die EZB bereit sei, alles zu tun was notwendig ist, um den Euro zu bewahren“. Er fügte diesem Versprechen noch die „Drohung“ an die Märkte hinzu: „und glaubt mir, es wird ausreichen“ (Draghi 2012). Dies war in der Tat eine Drohung an die Märkte, zerstörerische Wetten durch ihre unbegrenzte Liquiditätsmacht zu bestrafen.

Im Anschluss an die EZB-Ratssitzung am 2.8.2012 folgte dann die offizielle Bekanntgabe des geplanten OMT-Programms der EZB; die Details dazu wurden im September nachgeliefert. Das Programm sah vor, dass die EZB kurzfristige Staatsanleihen (mit Laufzeiten zwischen ein bis drei Jahren) am Sekundärmarkt kaufen würde, und zwar ohne ein ex ante gesetztes Limit. Die Liquiditätseffekte würden wie beim Vorläuferprogramm SMP, welches durch das OMT-Programm ersetzt würde, vollständig sterilisiert. Bedingung war auch, dass die EZB nur Staatsanleihen eines Landes kaufen würde, das sich in einem Troika-Anpassungsprogramm befand, was in der Hand der politisch Verantwortlichen lag. Sofern die Politik im Krisenfall handelte, konnte die EZB mit ihrem angekündigten OMT-Programm nunmehr die Liquiditätsabsicherung („backstop“) des Troika-Anpassungsprogramms übernehmen. Die offizielle Begründung der EZB konzentrierte sich auf ihr Preisstabilitätsmandat und das Erfordernis der „Einheitlichkeit“ der gemeinsamen Geldpolitik.

Tatsächlich hatte die Fragmentierung der Finanzmärkte im Sommer 2012 die Ideale des gemeinsamen Marktes mit fairem Wettbewerb zutiefst erschüttert. Destabilisierende Prozesse durch finanzielle Renationalisierung machten eine einheitliche Übertragung der Geldpolitik innerhalb der WWU unmöglich. Die tieferen Ursachen hierfür liegen, wie bereits mehrfach betont, in der Fehlkonstruktion der WWU selbst. Die EZB versuchte mit ihrer Politik, diese Defekte zumindest teilweise zu kompensieren, um so ihrem Auftrag gerecht zu werden und die Wirksamkeit einer einheitlichen Geldpolitik sicherzustellen.

Das OMT-Programm war jedoch von Beginn an höchst kontrovers. Der neue Bundesbankpräsident Jens Weidmann, ein früherer Berater der Bundeskanzlerin Angela Merkel war strikter Gegner dieses neuen Programms. Auch Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble zeigte sich kritisch (Henning 2014). Die Bundeskanzlerin segnete das OMT-Programm allerdings ab. Sie stellte sich hinter die EZB und gegen die Deutsche Bundesbank (Bryant 2012). Die deutschen Medien waren in Aufruhr; es kam zu neuen Klagen beim Bundesverfassungsgericht. Wie weiter oben besprochen, leitete das Bundesverfassungsgericht dann eine eigene Anfrage zur Klärung der Rechtmäßigkeit des OMT-Programms beim EuGH ein; ein Prozess, der erst in diesem Jahr in eine vorläufige Feuerpause mündete.

Das OMT-Programm kam bis heute noch nie tatsächlich zum Einsatz. Die Ankündigung an sich, dass die EZB unter bestimmten Bedingungen als Käuferin ohne Limit am Markt auftreten könnte, war ausreichend, um die vorher beobachteten Prozesse sich selbst verstärkender Verkaufswellen zu brechen. Die Krise im Euroraum war damit keineswegs über-

wunden, aber sie hatte ihren vorläufigen Höhepunkt überschritten. Daher gilt Mario Draghi seither für viele Beobachter_innen als Retter des Euros.

5

AKTIVISMUS DER EZB SEIT SOMMER 2014

Die ökonomische Situation eskalierte zwar nicht mehr, aber sie stabilisierte sich nur sehr langsam ab August 2012. Die Eurozone befand sich in einer hartnäckigen Rezession. Insbesondere in den Eurokrisenländern hatte die Arbeitslosigkeit extreme Niveaus erreicht. Die Banken schrumpften ihre Bilanzen (Deleveraging); sie stießen Investments ab, verlängerten Kredite nicht und/oder vergaben keine neuen. In vielen Ländern gab es daher eine „Kreditklemme“: Private Unternehmen und Haushalte waren von Krediten abgeschnitten. Die Verluste der Banken rührten einerseits aus geplatzten Immobilienpreisblasen. Andererseits verschärfte die anhaltende Rezession die Lage zusehends. Neue, strengere Regulierungsaufgaben taten noch ein Übriges. Es zeigte sich: Wer Banken in der Krise sicherer machen will, der provoziert damit den Rückzug aus Risiken. Eine entstehende Kreditklemme drosselt die Wirtschaftsentwicklung, was die Profitabilität der Banken selbst weiter unter Druck setzt. Diese Prozesse verstärken sich gegenseitig.

Deleveraging und Kreditklemme waren jedoch bei Weitem nicht die einzige Konjunkturbremse. Der insbesondere von Deutschland im Jahr 2010 erzwungene verfrühte Umschwung zur bedingungslosen WWU-weiten Spar- bzw. Austeritätspolitik machte auch die Fiskalpolitik in den Jahren 2011 bis 2013 zu einer gravierenden Bremse. Als dritter kritischer Bremsfaktor kam der Druck auf die Eurokrisenländer hinzu, ihre Wettbewerbsfähigkeit durch „interne Abwertung“, also durch unterdurchschnittliche Lohn- und Preisinflation wieder herzustellen. Im Ergebnis bedeutete dies für diese Länder Lohnkürzungen und Deflation, was wiederum ihre Schuldenprobleme nur noch mehr verstärkte. Die Binnen-nachfrage schrumpfte für acht Quartale in Folge. Erst im Sommer 2013 wurde ein kleines Plus verzeichnet. Allein der Außenbeitrag hatte geholfen, Europas WWU nicht noch schneller und tiefer in der Deflation versinken zu lassen.

Die EZB blieb in dieser Phase äußerst gelassen (Darvas et al. 2013; Claeys et al. 2014; Ubide 2014). Die wirtschaftspolitisch Verantwortlichen behaupteten, ihre Wirtschaftspolitik sei alternativlos und würde zu Wachstum und Stabilität führen. Die öffentlichen Schulden wären zu hoch, die Wettbewerbsfähigkeit zu niedrig. Man müsse sparen und die Schulden senken. Das würde Vertrauen und Wachstum stärken. Und man müsse die Arbeitsmärkte flexibler und Arbeitsplätze prekärer machen, um die Arbeitslosigkeit zu

bekämpfen. Nur Strukturreformen würden zum Erfolg führen. Auch die EZB stand hinter dieser Wirtschaftspolitik und propagierte sie lautstark in all ihren Publikationen.

Ihre Geldpolitik dagegen blieb passiv. Sie beobachtete das allmähliche Schrumpfen der Bilanzsumme des Eurosystems, den Abbau der Überschussreserven bei Ausübung der Option zur vorzeitigen Rückzahlung der dreijährigen LRGs durch die Banken. Diese Entwicklung kann man positiv als Symptom abnehmender Spannungen im Bankensystem und am Geldmarkt verstehen. Die Banken tätigten wieder mehr Geldgeschäfte untereinander, um ihre Überschussreserven zu reduzieren. Sie blieben aber bei der Kreditgewährung an die Wirtschaft weiterhin sehr zurückhaltend.

Entsprechend blieb die Wirtschaftslage nachhaltig schlecht. Die Inflation war im Jahr 2010 kurzzeitig mit der Erholung von der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise und dem Anstieg der Rohstoffpreise über zwei Prozent gestiegen. Das hatte die übereilten Zinserhöhungen der EZB im April und Juli 2011 motiviert. Danach begann die Inflation im Trend zu sinken. Es war früh absehbar, dass der „Wettbewerb der internen Abwertung“ die Eurozone auf den Pfad in die Deflation führen würde. Die hartnäckige Rezession machte es zur Gewissheit.

Die EZB reagierte erst im Mai 2013, senkte den Zins ihrer HRGs um 25 Basispunkte auf nunmehr 0,5 Prozent und verringerte ihren Zinskorridor durch Senkung des Zinses der Spitzenrefinanzierungsfazilität um 50 Basispunkte auf ein Prozent. Der kurzfristige Zins hatte sich bei sinkenden Überschussreserven zwar wieder leicht vom unveränderten Zins der Einlagefazilität von null Prozent nach oben bewegt, aber letztlich war dieser Schritt nur von geringer Bedeutung.

Im Juli 2013 betrat die EZB dann ein für sie neues Terrain. Sie ergänzte ihre übliche Kommunikation der Geldpolitik um das als „Forward Guidance“ (ins Deutsche übersetzt: zukunftsgerichtete Hinweise) bezeichnete Mittel, das den Finanzmärkten konkretere Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik geben soll.¹⁶ Konkret verkündete die EZB bei dieser Gelegenheit, dass ihre Geldpolitikzinsen

¹⁶ Andere Zentralbanken wie etwa die Federal Reserve hatten dieses Mittel bereits zu früheren Zeiten eingesetzt. Die Deutsche Bundesbank und die EZB standen solchen (quasi) „Versprechungen an die Märkte“ traditionell kritisch gegenüber.

„für längere Zeit“ auf dem herrschenden oder niedrigeren Niveau bleiben würden. Mit der Ansage, ihre Zinsen bis auf Weiteres also nicht zu erhöhen, wollte sie die Erwartungen der Finanzmarktakteure entsprechend steuern und die längerfristigen Zinsen weiter senken.

Im November 2013 wurde dann tatsächlich sowohl der Zins der HRGs als auch der Zins der Spitzenrefinanzierungsfazilität um weitere 25 Basispunkte verringert. Der Zins auf die Einlagefazilität blieb weiterhin bei null Prozent, der (vermeintlichen) Untergrenze (Zero Lower Bound) der Geldpolitik. Denn niedrigere Zinsen als Nullzinsen, also negative Zinsen, hatte man eigentlich immer für praktisch unmöglich gehalten. Sonst passierte geldpolitisch länger nichts. Nur die Inflation sank immer weiter und die „Erholung“ der Wirtschaft blieb schwach, unausgewogen und äußerst fragil.

5.1 DAS MASSNAHMENPAKET VOM JUNI 2014

Erst die EZB-Ratssitzung vom Juni 2014 leitete den Beginn einer grundlegenden Politikwende der EZB hin zum Aktivismus ein. Die seitdem umgesetzten Maßnahmen waren teilweise eine Fortführung konventioneller Geldpolitik in ungewohntes Terrain: die Senkung der Zinsen unter null. Sie ähnelten teilweise dem Experiment der Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen, betrafen aber andere Finanzinstrumente und Marktsegmente. Aber sie enthielten auch neue Ansätze, die einen gezielteren Einfluss auf das Kreditvergabeverhalten der Banken an die Wirtschaft nehmen sollten. Und zu guter Letzt konnte sich die EZB sogar dazu durchringen, eine aktive Verlängerung ihrer Bilanz durch regelmäßige Käufe von Finanztiteln im großen Umfang anzustreben, und zwar insbesondere durch den Ankauf von Staatsanleihen der WWU-Mitgliedsländer.

Mit anderen Worten, sie begann im März 2015 geldpolitische Mittel einzusetzen, die von anderen wichtigen Zentralbanken wie der Federal Reserve und der Bank of England bereits unmittelbar als Reaktion auf die globale Finanzkrise eingesetzt worden waren und die gemeinhin als „quantitative Lockerung“ bezeichnet werden. Dieser letzte Schritt markiert den eigentlichen Umschwung von einer passiven zu einer aktiven Geldpolitik: Während die Zentralbank gewöhnlich nur die zu ihrem gesetzten Leitzins bestehende Liquiditätsnachfrage der Banken passiv befriedigt, überschwemmt sie nunmehr das Bankensystem durch ihre Wertpapierkäufe aktiv mit überschüssiger Liquidität.

Diese Wende fand zwar erst im März 2015 im vollen Umfang statt. Der erste Schritt in diese Richtung war allerdings schon Teil der im Juni 2014 eingeleiteten bzw. angekündigten Maßnahmen: Die EZB beendete nämlich die bis dahin durch wöchentliche liquiditätsabschöpfende Feinsteuerooperationen erreichte Sterilisierung der Wertpapierbestände des SMP. Dieser Schritt markierte gewissermaßen auch den offiziellen Beginn der „Monetisierung“ öffentlicher Schulden, allerdings zu rein geldpolitischen Zwecken. Man sah nunmehr das Ziel der Preisstabilität ernsthaft bedroht und wollte dem weiteren Schrumpfen der Bilanz des Eurosystems u. a. durch diesen Schritt entgegenwirken. Man kaufte zu dieser Zeit zwar noch keine Staatsanleihen, um Deflationsrisiken zu bekämp-

fen. Aber man hörte auf, die Liquiditätseffekte früherer Wertpapierkäufe zu kompensieren.

Dem Schrumpfen der Bilanz des Eurosystems entgegenzuwirken war auch eines der Ziele der neuen „gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte“ (GLRGs). Man versuchte hierzu die Refinanzierungsbedingungen der Banken noch attraktiver zu gestalten, als dies bei den dreijährigen LRGs der Fall gewesen war, die mittlerweile von den Banken freiwillig vorzeitig zurückgezahlt wurden. Das Programm sollte im September 2014 beginnen und in mehreren Runden bis Juni 2016 umgesetzt werden, wobei die Kredite alle eine Laufzeit bis September 2018 haben würden. Das wohl wichtigere Motiv des GLRGs entsprach aber eher dem des „Funding for Lending“-Programms der Bank of England aus den Jahren 2012 und 2013: Die Banken sollten für Kredite an die Wirtschaft belohnt werden.

Die früheren LRGs hatten den Banken speziell einen Anreiz gegeben, Staatsanleihen am Markt zu kaufen. Denn die waren damals schließlich besonders unter Druck gewesen. Statt sie selber zu kaufen, gab die EZB den Banken attraktive Kredite, damit diese an ihrer Stelle Staatsanleihen kaufen würden (Acharya/Steffen 2013). Dagegen war im Sommer 2014 die Lage an den Märkten für Staatsanleihen relativ ruhig. Das akute Problem war aber: Die Wirtschaft litt weiterhin u. a. unter den Folgen der anhaltenden Kreditklemme und drohte in die Deflation abzutauchen.

Eine Kreditklemme, wie sie in der Eurozone seit Jahren geherrscht hatte, betrifft natürlich in erster Linie (potenzielle) Schuldner, die bankabhängig sind, sich also nicht anders als von Banken Geld beschaffen können. Große Unternehmen können sich auch durch Emission von Anleihen am Markt Geld beschaffen. Kleine und mittlere Unternehmen dagegen sind gewöhnlich allein auf Bankkredite angewiesen. Selbiges trifft auch für private Haushalte zu, die in erster Linie Kredite zur Immobilienfinanzierung und zum Kauf dauerhafter Konsumgüter benötigen. Die Immobilien(re-)finanzierung wurde von diesem neuen Programm allerdings ausgeschlossen. Vielleicht wollte man nicht Banken belohnen, die mit Altlasten aus der Immobilienkrise zu kämpfen hatten. Vielleicht wollte man auch keinem neuen Immobilienboom Vorschub leisten. Der Hauptgrund war vermutlich, dass man vornehmlich die Finanzierungsbedingungen kleiner und mittlerer Unternehmen verbessern wollte. Das war eine neue Geldpolitik, eigentlich eine gezielte „Kreditpolitik“, und Teil der Bemühungen der EZB zur Kreditlockerung.

Das beschreibt auch das Ziel des Programms zum Ankauf von Asset-Backed Securities, d. h. von forderungsbesicherten Wertpapieren (Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP). Die EZB verkündete ebenfalls im Juni 2014, dass sie vorbereitende Arbeiten für ein solches Programm gestartet hätte. Solche „ABS“-Wertpapiere dienen der Verbriefung von Forderungen der Banken, die dadurch aus der Bilanz der Banken ausgelagert werden. Diese Kredite bleiben also nicht dauerhaft (bis Ende der Laufzeit) auf ihrer Bilanz und müssen entsprechend auch nicht durch Eigenkapital unterlegt werden. Da die ehemaligen Bankforderungen mit Verbriefung und Vermarktung keine Eigenkapitalunterlegung mehr erfordern, haben die Banken somit Raum für neue verbrieftbare Kredite bzw. Forderungen.

In Zeiten weit verbreiteter „Unterkapitalisierung“ der Banken erscheint dieses Mittel besonders geeignet zu sein, die Bankbilanzen zu entlasten. Als Spätfolge der Krise, der langen Rezession und der neuen Regulierungsanforderungen herrscht weiterhin Gegenwind für eine Bankbilanzverlängerung mittels Kreditvergabe. Die Möglichkeit zur Verbriefung von Krediten umgeht diesen Engpass und bietet den Banken die Chance, entsprechende Gebühren und Prämien zu verdienen. In der WWU sind Märkte für Verbriefungen allerdings weitgehend unterentwickelt (und aufgrund der Erfahrungen in der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise noch dazu in Verruf geraten). Die EZB leistet hier also gleichzeitig auch „Marktentwicklungshilfe“, was als zusätzliches Motiv und im Zusammenhang mit der Initiative der EU-Kommission für eine „Kapitalmarktunion“ (Europäische Kommission 2015) angesehen werden kann. Denn wenn die EZB solche Anleihen ankauft, die Banken also wissen, dass sie einen sicheren Käufer für Asset-Backed Securities haben, und zwar selbst auf dem Primärmarkt, so sollte dies die Vergabe von Krediten anregen, die danach in Form solcher Instrumente verbrieft werden können.

Das Maßnahmenpaket vom Juni 2014 enthielt ein weiteres Experiment: den ersten Zinsschritt der EZB unter die Nulllinie. Konkret senkte die EZB bei dieser Gelegenheit den Zins der HRGs um zehn Basispunkte auf 0,15 Prozent, den Zins der Spitzenrefinanzierungsfazilität um 35 Basispunkte auf 0,40 Prozent, und den Zins der Einlagefazilität um zehn Basispunkte auf nunmehr –0,10 Prozent, also in den negativen Bereich. Dadurch wurde auch der kurzfristige Geldmarktzins (EONIA) unter die Nulllinie gesteuert.

Der Negativzins war zweifelsohne Neuland. Doch im Grunde handelt es sich auch bei diesem Aspekt der EZB-Politik um eine Fortführung konventioneller Geldpolitik. Negative Nominalzinsen waren laut den Lehrbüchern zwar eigentlich für unmöglich gehalten worden. Der Nullzins galt als Untergrenze der geldpolitischen Möglichkeiten (Zero Lower Bound) und Nullzinsgeldpolitik (Zero Interest Rate Policy, ZIRP) als mögliche kurzfristige Ausnahmeerscheinung. Die EZB hat seitdem allerdings noch weitere Schritte in diese Richtung unternommen, bis der Zins auf die Einlagefazilität schließlich sein heutiges Niveau von –0,40 Prozent erreichte. Die EZB ist heute weder die einzige Zentralbank der Welt, die eine Geldpolitik des Negativzinses betreibt, noch war sie die erste.

5.2 ZUR GELDPOLITIK DES NEGATIVZINSES

Die Geldpolitik des Negativzinses (Negative Interest Rate Policy, NIRP) hat sich speziell in Deutschland als höchst kontrovers erwiesen. Wir werden hier daher die verschiedenen relevanten Aspekte im Detail diskutieren. Wichtig sind sowohl die außenwirtschaftlichen Wechselwirkungen als auch die differenzierten Einflüsse auf den Finanzsektor und die Binnenwirtschaft.

5.2.1 DER WECHSELKURS-„NEBENEFFEKT“

Das meines Erachtens wichtigste Motiv dieses Schrittes war der Wechselkurs. Die EZB kann dieses Motiv nicht öffentlich eingestehen. Es steht im Konflikt mit internationalen Verein-

barungen, unfaire Wettbewerbsvorteile mittels Wechselkursabwertung bzw. Währungsunterbewertung anzustreben. Etwaige Wirkungen der Geldpolitik auf den Wechselkurs müssen daher offiziell als „Nebeneffekte“ beschrieben werden; das Hauptmotiv muss mit den binnenwirtschaftlichen Zielen der Geldpolitik begründet werden.

Die „Nebenwirkung“ auf den Wechselkurs basiert auf internationalen „Zinsdifferenzen“. Die Federal Reserve hatte Ende 2013 bekanntgegeben, mit dem Auslaufen ihrer QE-Geldpolitik zu beginnen. Das Ende des QE-Programms war dann auch bis Ende 2014 erreicht und die Erwartungsbildung der Finanzmarktakteure begann sich darauf zu konzentrieren, wann die erste Zinserhöhung der Federal Reserve folgen würde. Indem die EZB sich – entgegen der Zero Lower Bound-Konvention – zur selben Zeit in die andere Richtung bewegte, unterstrich sie den Tatbestand divergierender Geldpolitiken der beiden wichtigsten Zentralbanken der Welt, was geeignet war, deutliche Wechselkursbewegungen auszulösen.

Und in dieser Hinsicht war die Politik der EZB dann auch tatsächlich ausgesprochen wirksam. Der Euro-Wechselkurs war im März 2014 noch bei rund 1,40 US-Dollar. Vertreter_innen der EZB deuteten damals in öffentlichen Reden immer unverblümt an, dass ein schwächerer Wechselkurs wünschenswert wäre. Zum Jahresende 2014 lag der Euro-Wechselkurs nur noch bei 1,20 US-Dollar. Im März 2015 erreichte er dann einen (vorläufigen) Tiefpunkt von rund 1,05 US-Dollar und schwankt seitdem in einer recht engen Bandbreite um 1,10 US-Dollar.¹⁷

Betrachtet man allerdings die Entwicklung der Leistungsbilanz der Eurozone, deren Saldo sich inzwischen in Richtung auf vier Prozent des BIP bewegt, so ist diese Abwertung aus globaler Sicht als unangemessen und destabilisierend zu bewerten – und die Entwicklung steht im Widerspruch zu internationalen Vereinbarungen. Im Hinblick auf die Leistungsbilanzposition des Euroraums sollte der Euro eigentlich real aufwerten, nicht abwerten. Der Euroraum hat sich während der langen Rezession der Binnennachfrage (2011 bis 2013) ausschließlich mittels steigender Nettoexporte über Wasser gehalten, was eine schwere Bürde für die weltwirtschaftliche Erholung war. Eine aktive Trittbrettfahrerpolitik – offiziell als „Nebenwirkung“ – noch stärker zu betreiben, ist sehr riskant. Es macht den Euroraum zunehmend von der weltwirtschaftlichen Entwicklung abhängig – und dadurch auch noch anfälliger für internationale Schocks.

Dabei ist Europas WWU bereits heute der globale Destabilisator Nummer eins. Der Euroraum weist heute international die größte externe Überschussposition auf. Sie entzieht der Weltwirtschaft jährlich Nachfrage in Höhe von rund 400 Milliarden US-Dollar. Dies kann auch eine „Vergeltung“ durch andere Länder provozieren. Global ist hier zum Beispiel der Schritt Japans zur Negativzinsgeldpolitik im Januar 2016 zu nennen. Auch regional hat die Negativzinspolitik der EZB den Druck auf die Zentralbanken der Schweiz, Dänemarks und Schwedens erhöht, die bereits

¹⁷ Da die Währungen vieler Entwicklungs- und Schwellenländer in dieser Zeit noch stärker gegenüber dem US-Dollar abwerteten, war die Euro-Abwertung auf Basis des effektiven realen Wechselkurses allerdings deutlich geringer als gegenüber dem US-Dollar.

zuvor Negativzinspolitik betrieben hatten und eine negative Zinsspanne zum Euro benötigen, um den Aufwertungsdruck auf ihre Währungen abzumildern. Dies sind zwar auch Länder, die selbst hohe externe Überschüsse aufweisen und daher eine Währungsaufwertung erfahren sollten. Das mögliche Provozieren von Störungen auf den Währungs- und Finanzmärkten ist jedoch ein nicht zu vernachlässigendes Risiko der Negativzinspolitik der EZB.

5.2.2 WAS KANN DIE NEGATIVZINSPOLITIK BINNENWIRTSCHAFTLICH LEISTEN?

Als Fortführung gewöhnlicher Geldpolitik können auch Zinssenkungen ins (tiefere) negative Territorium die Wirtschaft und die Preisentwicklung nur stimulieren, indem sie die Finanzierungsbedingungen erleichtern und zum Schuldenmachen und Geldausgeben anregen. Wichtig ist hierbei insbesondere, inwieweit die sinkenden Leitzinsen der Zentralbank auf die längerfristigen Zinsen durchschlagen, also das Zinsniveau insgesamt senken. Unterstellt man eine normale (also steigende) Zinsstrukturkurve, so schaffen sinkende kurzfristige Zinsen Raum für ein insgesamt niedrigeres Zinsniveau. Wie stark die längerfristigen Zinsen den kurzfristigen nach unten folgen, hängt dabei von Markterwartungen ab, insbesondere Markterwartungen hinsichtlich der zukünftigen Geldpolitik. Die Negativzinspolitik der EZB ab Juni 2014 unterstrich die zuvor durch Forward Guidance vermittelte Botschaft. Das tatsächliche Durchstoßen der Zero Lower Bound-Marktkonvention machte damit Markterwartungen den Weg frei, dass auch über einen längeren Zeitraum hinweg sehr niedrige Zinsen bestehen würden.

Das sinkende Zinsniveau kann zu höheren Ausgaben mittels wachsender privater Schulden führen. Die Verschuldung des privaten (Nichtbanken-)Sektors der Eurozone war jedoch vor der globalen Krise – mit Ausnahme Deutschlands – stark angestiegen und ein Deleveraging hat seither im Grunde – anders als in den USA – auch kaum stattgefunden. Für die privaten Haushalte und den privaten Konsum ist somit davon auszugehen, dass der zusätzlichen Verschuldungsbereitschaft vermutlich recht enge Grenzen gesetzt sind. Eine positive Beschäftigungs- und Vermögenspreisentwicklung erhöht diese Bereitschaft zwar grundsätzlich; zumal auch gravierende regionale Unterschiede innerhalb der WWU bestehen. Außerdem haben auch unterschiedliche Finanzstrukturen einen Einfluss darauf, wie stark und wie schnell Zinssenkungen die Konsumausgaben anregen können. Dies betrifft einerseits neue Schulden. Es kann andererseits aber auch alte Schulden betreffen, sofern die Zinsbindung kurzfristig gestaltet oder eine Umschuldung einfach und billig möglich ist.

Im letzteren Fall wirken Zinssenkungen über die sinkende Zinslast auf bestehende Schulden und eröffnen dadurch neu gewonnene Einkommensspielräume der Schuldner. Dieser Einflusskanal ist allerdings zweischneidig. Denn Zinsen sind auch Einkommen, und grundsätzlich bedeuten Zinssenkungen daher fallende Einkommen, insbesondere Einkommen von Gläubigern und Vermögenden. Dieser Faktor wiegt umso schwerer, je länger die Niedrigzinsphase anhält. Ein gesamtwirtschaftlich positiver Einfluss kann aus dieser Einkommensumverteilung nur eintreten, sofern die begünstigten Haushalte eine höhere Ausgabenneigung haben als die negativ

Betroffenen (und/oder sofern abgesehen von diesen Verteilungseffekten auch sonst zusätzliche Ausgaben und damit Einkommen angeregt werden). Hinsichtlich der privaten Haushalte sind insbesondere Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter und Wohnimmobilien zinsempfindlich. Oftmals ist allerdings die Kreditverfügbarkeit, die von der Situation der Banken abhängig ist, der wichtigere beschränkende Faktor.

Auch für die Unternehmen wirken Zinssenkungen als Produktionskostensenkungen. Allerdings sind Unternehmensinvestitionen gewöhnlich nur wenig zinsempfindlich. Viel wichtiger sind die unternehmerischen Absatz- und Gewinnerwartungen, die stark von der Konjunkturerwartung geprägt sind. Die Wirkung sinkender Zinsen auf reine Finanztransaktionen kann dagegen beträchtlich sein; zusätzliche Verschuldung und Unternehmensübernahmen können angeregt werden, auch ohne dass dabei eine spürbare Wirkung auf die Ausgaben und die Wirtschaftsaktivität eintritt.

Die unter den gegebenen Umständen im Euroraum vielleicht wichtigste Wirkung eines sinkenden Zinsniveaus betrifft die Staatsfinanzen. Der Staat ist gewöhnlich der größte Schuldner der Wirtschaft. Der Staat ist dabei ewiger Schuldner und refinanziert seine Schulden laufend. Je kürzer die durchschnittliche Laufzeit der öffentlichen Schulden, umso schneller und stärker führen sinkende Zinsen zu einer sinkenden Zinslast und einer Verbesserung des Finanzspielraums des Staates. Vor dem Hintergrund des dysfunktionalen Stabilitäts- und Wachstumspaktes verringert dieser Faktor daher den Zwang zur – in Krisenzeiten erwiesenermaßen kontraproduktiven! – Sparpolitik. Mit anderen Worten, Geldpolitik kann durch Ermöglichung einer der Wirtschaftsentwicklung angemesseneren Fiskalpolitik mittelbar die Wirtschaft stärken. Auch dies kann eine entscheidende Nebenwirkung expansiver Geldpolitik sein.

Doch ähnlich wie bei der privaten Zinslast gilt auch hier: Die gesunkene Zinslast des Staates reduziert die Zinseinkommen der „Sparer_innen“ (insbesondere der Gläubiger und Vermögenden) entsprechend. Für die Volkswirtschaft insgesamt und speziell für die Binnennachfrage bleibt also die kritische Frage, ob sinkende Zinsen unter dem Strich wirklich zu höheren Ausgaben und einer Stärkung der Binnennachfrage führen. Wir werden auf diesen Punkt gleich wieder zurückkommen und zur Unterstützung der Geldpolitik durch eine expansive Fiskalpolitik raten. Denn bis heute hat dieser Nebeneffekt der Geldpolitik im Euroraum noch immer nicht zu einer konstruktiven und angemessenen expansiven Fiskalpolitik geführt, sondern lediglich eine temporäre Pause der Konsolidierungspolitik begünstigt.

Zusätzlich sind hier jedoch auch die Banken (und andere Finanzinstitutionen) zu bedenken. Grundsätzlich können sich Banken in ihrer Geschäftstätigkeit an nicht zu stark und nicht zu schnell schwankende Zinsen reibungslos anpassen. Ihr Geschäft beruht auf Zinsspannen. Zinsschwankungen können allerdings zum Problem werden, wenn sich manche Zinsen stärker und/oder schneller verändern als andere. Das kann ihre Zinsspannen und damit die Profitabilität des Bankgeschäfts unter Druck setzen.

Negativzinsen sind dabei auch für Banken ein Novum. Negativzinsen auf Kredite und Vermögenswerte der Banken bedeuten, dass sie nicht mehr wie gewöhnlich Zinseinnahmen erzielen, sondern dass sie selber auf ihre Vermögens-

werte Zinsen zahlen müssen. Sofern auch die Zinsen auf ihre eigenen Verbindlichkeiten entsprechend sinken und negativ werden, sie also für ihre Schulden auch nicht mehr wie gewöhnlich Zinsen zahlen müssen, sondern nunmehr Zinseinnahmen erzielen, können ihre Zinsspannen und ihre Profitabilität hiervon grundsätzlich unberührt bleiben. Sinken dagegen die Zinsen auf ihre Kredite und Vermögenswerte einschließlich ihrer Überschussreserven bei der Zentralbank schneller und/oder stärker als die Zinsen auf ihre Verbindlichkeiten einschließlich ihrer Zentralbankkredite, dann kann die Negativzinspolitik ihre Profitabilität vermindern.

Unter ihren Verbindlichkeiten sind Bankeinlagen („Geld“) ein wichtiger Posten, insbesondere bei kleineren Banken und Sparkassen. Speziell bei Kleinkund_innen ist eine Weitergabe negativer Zinsen für Banken nur schlecht möglich, weil hier Konkurrenz zum Bargeld besteht. Versucht eine Bank, negative Zinsen (oder höhere Kontogebühren) durchzusetzen, könnten Kleinkund_innen stattdessen Bargeld abheben. In einer Bankenlandschaft wie in Deutschland, mit vielen kleinen Banken, ist Bankenkonzurrenz hierbei ein weiterer wichtiger Faktor.

Auch andere Finanzinstitutionen wie Lebensversicherungen, Pensionskassen und betriebliche Altersversorgungssysteme (mit Rücklagenbildung in den Unternehmensbilanzen) sehen ihr Geschäftsmodell bei sehr niedrigen oder gar negativen Zinsen auf Vermögenswerte unter Druck geraten, insbesondere bei garantierten Mindestrenditen auf ihre Verbindlichkeiten.

Sowohl für Banken als auch für andere Finanzinstitutionen entsteht diese Problematik graduell und verschlimmert sich tendenziell, je länger die Zinsen sehr niedrig bzw. negativ bleiben. Eine sinkende Kreditverfügbarkeit der Banken oder auch staatliche Rettungsaktionen von Lebensversicherungen (sofern Branchensicherungsfonds nicht ausreichen) sind mögliche längerfristige Konsequenzen. Andererseits bringt eine Konjunkturverbesserung, sollte die Politik erfolgreich sein, den Banken aber auch eine Entlastung und steigende Gewinne über ein wachsendes Geschäftsvolumen und weniger notleidende Kredite.

Als vorläufiges Fazit halten wir hier fest, dass die geldpolitische Innovation Negativzinspolitik mit einigen Unsicherheiten und Risiken verbunden bleibt. Wir werden hierauf gleich nochmals zurückkommen.

5.3 DER GEIST(-ESWANDEL) VON JACKSON HOLE UND DAS MASSNAHMENPAKET VOM SEPTEMBER 2014

Wir haben betont, dass die EZB im Jahr 2014 einen durchgreifenden Wandel ihrer Politik vollzogen hat. Sie hatte vom Beginn der Währungsunion an versucht, in die Fußstapfen der Deutschen Bundesbank zu treten und eine Reputation als „Inflationsfalke“ zu pflegen. Eine auffällige Asymmetrie zeichnete ihre Geisteshaltung und Geldpolitik aus: Sie war aggressiv bei vermuteten Inflationsrisiken, aber eher gemächlich selbst bei akuten Wachstums- und Deflationsrisiken. Dieser geldpolitische Ansatz ist zur Lenkung einer großen Volkswirtschaft wie dem Euroraum gänzlich ungeeignet und riskant.

Während der Präsidentschaft von Mario Draghi hat die EZB einen gewissen Reifeprozess durchlaufen, der allerdings bis heute unvollendet bleibt.¹⁸ Er begann Ende 2011 mit der sofortigen Rücknahme der verfehlten Zinserhöhungen desselben Jahres sowie mit der Auflage eines groß angelegten Liquiditätsprogrammes, das die Bankensysteme der Krisenländer (und indirekt ihre Staaten) über Wasser hielt, als die in einzelnen Euro-Mitgliedstaaten anhaltende Krise immer mehr auch eine offensichtliche Krise der gesamten Währungsunion wurde. Mario Draghi erwies sich als wirksamer Kommunikator und zeigte bei der Erwartungssteuerung der Märkte mehr Geschick als seine beiden Vorgänger. Beginnend mit dem Paket an geldpolitischen Beschlüssen vom Juni 2014 führte er die EZB dann auch zu ihrer neuen Politik – gegen anhaltenden Widerstand seitens der Deutschen Bundesbank.¹⁹

In einer wichtigen Rede, gehalten auf der jährlichen Tagung der Federal Reserve Bank von Kansas City in Jackson Hole im August 2014, gab Draghi einige Einblicke in den Emanzipationsprozess der EZB von der Deutschen Bundesbank. Er gibt in dieser Rede der sonst beständig von den politisch Verantwortlichen und auch von der EZB gepflegten „Strukturproblem-Ideologie“ zumindest eine kurze Pause und betont explizit die Bedeutung der Nachfragesteuerung in Bezug auf die aktuelle Lage im Euroraum:

„Demand side policies are not only justified by the significant cyclical component in unemployment. They are also relevant because, given prevailing uncertainty, they help insure against the risk that a weak economy is contributing to hysteresis effects. Indeed, while in normal conditions uncertainty would imply a higher degree of caution for fear of over-shooting, at present the situation is different. The risks of ‚doing too little‘ – i.e. that cyclical unemployment becomes structural – outweigh those of ‚doing too much‘ – that is, excessive upward wage and price pressures“ (Draghi 2014b).

Draghi identifizierte in derselben Rede dann auch noch den möglichen Nutzen expansiver Fiskalpolitik, stellte sich hinter den „Juncker-Plan“ (Juncker 2014), der private und öffentliche Investitionen anzuregen zum Ziel hat, und riet Ländern, die über hinreichenden fiskalpolitischen Spielraum verfügen – natürlich ohne Deutschland dabei explizit zu nennen –, diesen auch zu nutzen. Er bemerkte dann sogar noch vergleichend,

¹⁸ Der Reifeprozess der EZB liegt sicher nicht allein an der Person Mario Draghis. Vermutlich kaum minder wichtig war die personelle Entwicklung im Bereich des „Chefökonom“ und der Forschungsabteilung der EZB. Die ersten acht Jahre der EZB waren stark durch Otmar Issing geprägt, der vorher auch Chefökonom der Deutschen Bundesbank gewesen war. Zwischenzeitlich wurde die Rolle des Galshüters dann von Jürgen Stark übernommen, der damit allerdings intellektuell überfordert war. Mit Peter Praet fand auch in Bezug auf ökonomischen Sachverstand ein gewisser Grad an Offenheit bei der EZB Einzug. Die EZB beschäftigt viele kompetente Ökonomen. Die Frage ist, inwieweit sich ihre Führung von einer engen politischen Ideologie befreien kann, um Europa als eine wirklich „unabhängige“ Zentralbank zu dienen.

¹⁹ Bundesbankpräsident Jens Weidmann hatte sich im März 2014 aber grundsätzlich dazu bereit erklärt, QE als geldpolitisches Mittel der EZB in Erwägung zu ziehen (siehe Jones 2014 und Randow 2014).

dass Länder, die sich seit der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise besser entwickelt haben, eine stärker anti-zyklische makroökonomische Wirtschaftspolitik eingesetzt hatten.

Einsicht ist der erste Weg zur Besserung. Draghi brauchte vielleicht die weite Entfernung zu Berlin, um diese Einsichten auch öffentlich auszusprechen. In Berlin stieß all dies natürlich reflexartig auf Ablehnung, man war von der fehlenden Linientreue irritiert.

Die EZB ließ dann schon im September 2014 weitere Taten folgen. Der Zins der HRGs wurde auf 0,05 Prozent, der Zins der Spitzenrefinanzierungsfazilität auf 0,30 Prozent und der Zins der Einlagefazilität auf nunmehr –0,20 Prozent gesenkt. Es wurde angekündigt, im Oktober ein weiteres Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) sowie ein neues Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities (ABSPP) aufzulegen. Beide Programme sollten der Refinanzierung der Banken weitere Erleichterung bringen und dadurch mittelbar ihr Kreditvergabeverhalten anregen.

Die EZB hatte sich damit auf einen neuen Pfad begeben, um den Heilungsprozess der Banken sowie die Bekämpfung akuter Deflationsrisiken durch eine aktive Politik des Ankaufs von Finanztiteln im großen Umfang zu verfolgen. Was noch fehlte, zieht man den Vergleich zur Geldpolitik anderer wichtiger Zentralbanken, war ein großes Programm zum Ankauf von Staatsanleihen. Die EZB hatte einen zaghaften Vorstoß in diese Richtung unternommen, indem sie die Altbestände aus dem früheren SMP nicht mehr sterilisierte. Zu mehr hatte ihr Mut bis dahin noch immer nicht gereicht.

5.4 2015: QE ERREICHT DIE EUROZONE DOCH NOCH

Im Anschluss an die EZB-Ratssitzung vom 22.1.2015 gab die EZB bekannt, dass sie ihr erweitertes „Programm zum Ankauf von Vermögenswerten“ (Asset Purchase Programme, APP) um Staatsanleihen ergänzen würde. Sie verkündete, dass sie ab März 2015 bis voraussichtlich September 2016 monatlich Wertpapiere im Volumen von 60 Milliarden Euro, insgesamt also gut 1 Billion Euro kaufen wird. Damit würde die Bilanzsumme des Eurosystems wieder ihr Höchstniveau aus dem Jahr 2012 von über 3 Billionen Euro erreichen. Wenn man dabei unterstellte, dass die Wertpapierkäufe im Rahmen des CBPP3 und des ABSPP in etwa im gleichen Volumen wie zuvor fortgeführt werden würden, dann zeichneten sich damit Ankäufe von Staatsanleihen in Höhe von monatlich rund 50 Milliarden Euro ab. Genaue Dauer und damit Volumen des „Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors“ (Public Sector Purchase Programme, PSPP) würden jedoch davon abhängig bleiben, wann genau wieder Konsistenz zwischen der Inflationsentwicklung und dem Preisstabilitätsziel der EZB hergestellt sein wird. Die EZB legte sich also nicht fest: Ihr neues QE-Programm könnte auch vor dem September 2016 eingestellt oder über diesen Termin hinaus fortgeführt werden.

Öffentliche Äußerungen aus dieser Zeit unterstrichen den gerade hervorgehobenen Geisteswandel der EZB. Einige Beobachter_innen machten sich sofort Sorgen, ob die EZB durch ihre nunmehr in der Konzeption expansivere Geldpolitik nicht den Druck auf die Regierungen verminderte, Struktur-

reformen durchzuführen. Dieses Argument hört man auch heute noch sehr häufig, teilweise sogar in akademischen Kreisen (Sachverständigenrat 2015), aber besonders in Banken- und Wirtschaftskreisen, also Interessengruppen, die sich aus den beständig eingeforderten Strukturreformen eigene Vorteile erhoffen. Man muss der EZB auch vorhalten, es lange unterlassen zu haben, sich von dieser Geisteshaltung und bestimmten Partikularinteressen deutlich zu distanzieren. Tatsächlich gehörte die EZB zu den Hauptträgern der neoliberalen Ideologie, verkündete immerfort, dass Sparpolitik (sprich: Schrumpfen des Staates) Vertrauen und Wachstum fördern und Arbeitsmarktflexibilisierung (sprich: Lohnsenkungen) Beschäftigung steigern würden. Aber schließlich waren dies auch die Grundsäulen der offiziellen EU-Wirtschaftspolitik.

Jetzt jedenfalls beantwortete Mario Draghi (vorwurfsvolle) Fragen zur aus dieser Sicht zu wachstumsfreundlichen Geldpolitik wie folgt: „The ECB has not been created to ensure that governments actually do the right things (...) we have a mandate“ (Draghi 2014a).²⁰ Für die EZB zeigte Mario Draghi damit ein überraschend schnell gereiftes Verständnis von Demokratie und der Rolle einer unabhängigen Zentralbank; zumal das Preisstabilitätsmandat der EZB immer stärker verfehlt wurde und akute Deflationsrisiken kaum noch zu beschönigen waren. Im EZB-Rat gab es nunmehr anscheinend eine Mehrheit, die QE nicht mehr als hinderlich, sondern für Strukturreformen förderlich ansah.

Eine Reihe von Faktoren hatte vermutlich dazu beigetragen, dass die EZB sich letztlich doch noch auf den Pfad dieser in Deutschland so hoch kontroversen Geldpolitik des massenhaften Ankaufs von Staatsanleihen begab. Die Wirtschaftserholung im Euroraum blieb schwach, die Inflation und die Inflationserwartungen sanken immer weiter. Die GLRGs stießen auf nur relativ wenig Nachfrage der Banken, die Bilanzsumme des Eurosystems, die sich in der zweiten Jahreshälfte 2014 zwar stabilisiert hatte, wuchs danach also nur sehr langsam. Nicht zuletzt war es wohl auch kein Zufall, dass der EuGH eine Woche vor der EZB-Ratssitzung vom 22.1.2015 endlich grünes Licht für das OMT-Programm gegeben hatte. Die Ausführungen des Generalanwalts enthielten auch für die Gestaltung des QE-Programms der EZB einige sehr nützliche Details. Das betraf zum Beispiel das Erfordernis der „Marktneutralität“, wonach die Interventionen der EZB am Sekundärmarkt die Preisbildung am Primärmarkt möglichst wenig beeinflussen sollen.

Auch auf die weiterhin bestehenden Vorbehalte der Deutschen Bundesbank nahm die EZB bei der Ausgestaltung ihres PSPP große Rücksicht. Der kritische Aspekt ist hier die überwiegend (zu 80 Prozent) dezentrale Implementierung des Programms durch die NZBs, die ihre Käufe gemäß ihres EZB-Kapitalanteils ausführen und sich dabei jeweils

²⁰ Auf der Pressekonferenz vom 4.12.2014 beantwortete Mario Draghi eine in dieselbe Richtung zielende Frage wie folgt: „We are not here to teach governments what they ought to do, or blackmail governments that if they don't do something we'll do something else. We are focused on price stability so any consideration has to be analysed and looked at from this angle“ (Draghi 2014c). Siehe auch das an die deutsche Öffentlichkeit gerichtete Interview von Mario Draghi, das von der *Bild*-Zeitung am 28.4.2016 veröffentlicht wurde (Draghi 2016a).

auf die Staatsanleihen des eigenen Landes konzentrieren. Dadurch soll eine Vergemeinschaftung des Haftungsrisikos für diese 80 Prozent des Programms vermieden sowie eine „gerechte“ Verteilung der Käufe (und Vorteile durch verminderte Zinslast der Partner) sichergestellt werden. Eine gemeinsame Haftung besteht somit unmittelbar nur für den EZB-Anteil der Käufe (acht Prozent) sowie für die Käufe der NZBs von Anleihen der europäischen Institutionen (zweölf Prozent). Ein Staatsbankrott eines Mitgliedslandes würde die Partner so zunächst unbeschadet lassen.

Das Volumen der Käufe ist rund doppelt so hoch wie zum Höhepunkt der Käufe im Rahmen des SMP, allerdings sind die Käufe nicht nur auf wenige Krisenländer konzentriert, sondern gemäß ihrer EZB-Kapitalanteile breit auf alle Partner verteilt. Dabei können Anleihen mit Laufzeiten von 2 bis 30 Jahren gekauft werden. Weitere Beschränkungen betreffen das potenzielle Volumen der Ankäufe: Es sollen höchstens 33 Prozent der Schuldtitel eines jeden staatlichen Emittenten sowie höchstens 25 Prozent einer bestimmten Emission gekauft werden. Das erste Limit soll verhindern, dass die EZB ein zu dominanter Gläubiger der Mitgliedstaaten wird. Das zweite Limit soll eine Sperrminorität der EZB bei etwaigen Restrukturierungen von Schulden verhindern, die eine „Umschuldungsklausel“ (Collective Action Clause, CAC) enthalten.

Was genau erhofft man sich nun aus diesen massiven Wertpapierkäufen? Zunächst einmal kann man auch diese Maßnahmen als Fortführung konventioneller Geldpolitik mit anderen Mitteln verstehen. Die EZB hatte den kurzfristigen Geldmarktzins immer weiter gesenkt, zuletzt unter null. Sie hatte bei der Kommunikation ihrer Geldpolitik auch explizit das Element Forward Guidance miteingebaut, um über die Erwartungssteuerung noch einen gezielteren Einfluss auf die längerfristigen Zinsen zu nehmen – indem sie versprach, diese nicht so schnell wieder zu erhöhen. QE bedeutet nun, dass sie ihren Worten durch Taten (massive OMT-Käufe am Markt) Nachdruck verleiht und die Wertpapierpreise (und damit die langfristigen Zinsen, die sich invers dazu verhalten) auch direkt in die gewünschte Richtung bewegt.

Man hofft also auch hier auf die gewöhnlichen Wirkungen konventioneller Geldpolitik: Sinkende Zinsen sollen den Schuldenmachen und Geldausgeben anregen. Wenn dabei der Euro abwertet, so ist das ein nicht unwillkommener Nebeneffekt.

Kritisch ist der Einfluss auf das Bankenverhalten. Wir erinnern uns, dass der ursprüngliche Anlass für Keynes Überlegungen und Ratschläge zur sogenannten Liquiditätsfalle darauf beruhte, dass die Banken aus Furcht vor drohenden Verlusten nicht Wertpapiere kaufen, sondern diese bei sinkenden Zinsen abstoßen könnten – und dadurch ein weiteres Sinken der Zinsen verhindern. In dieser Situation würde am Ende also nur die Zentralbank kaufen, die Zinsen würden aber nicht weiter fallen. Die Zentralbank würde im Ergebnis die Banken dann quasi nur ersetzen, weil die Banken das Zinsrisiko nicht auf ihre Bilanz nehmen wollen.

Wann genau dieser Punkt erreicht wird, hängt davon ab, wie weit die Markterwartungen hinsichtlich der zukünftigen Zinsentwicklung mittels der Geldpolitik gesenkt werden können. Konzentriert die Zentralbank ihre Käufe auf Staatsanleihen, also Finanztitel mit (gewöhnlich) niedrigem Kredit-

risiko, so könnte dies Banken und/oder andere Finanzinstitutionen auch dazu bewegen, stattdessen in höhere Kreditrisiken auszuweichen, um über eine höhere Risikoakzeptanz sinkende Zinseinkommen zu kompensieren. Portfolioumschichtungen aus Risiko- und Arbitrageerwägungen streuen so auf andere Finanzmärkte aus. Selbst allein auf Staatsanleihen konzentrierte Käufe des Bankensystems führen in dieser Phase dann zu allgemein steigenden Wertpapierkursen.

Aus allgemein steigenden Wertpapierkursen kann man sich dann wiederum auch sogenannte „Vermögenseffekte“ erhoffen: Manche Personen fühlen sich vielleicht reicher und schöpfen mehr Vertrauen und werden so vielleicht zum Geldausgeben inspiriert. Jedenfalls steigen mit den Vermögenspreisen auch die Marktwerte potenzieller Kreditsicherheiten, was die Kreditwürdigkeit von (potenziellen) Schuldnern verbessert und vielleicht die Kreditbereitschaft der Banken stärkt. Dies könnte also auch die Kreditschöpfung der Banken anregen.

In der Tat ist im Euroraum – aufgrund der Dominanz der Banken gegenüber Finanzmärkten und weil viele private Unternehmen und Haushalte bankabhängig sind – die vielleicht kritischste Frage, ob die gerade beschriebenen Prozesse auch die Kreditvergabe der Banken an die Wirtschaft anregen oder nicht.

5.5 QE WIRD NACHGEBESSERT UND UM ANKÄUFE VON UNTERNEHMENSANLEIHEN ERWEITERT

Im Verlauf des Jahres 2015 wurde immer deutlicher, dass auch die neue experimentelle Geldpolitik der EZB seit dem Sommer des Vorjahres keine schnelle Wende bei der Wirtschafts- und Preisentwicklung bringen würde. Der Aufschwung blieb kraftlos und unausgewogen. Die Inflation lag bei nahe null, und die Inflationserwartungen setzten sich auf niedrigem Niveau fest. Die EZB unternahm daher weitere Schritte, um ihre Geldpolitik weiter zu lockern. Der kurzfristige Zins wurde weiter gesenkt, das QE-Programm nachgebessert und weitere zusätzliche Maßnahmen wurden eingeleitet. Dies geschah in zwei Schritten.

Der erste Schritt erfolgte im Dezember 2015. Der Zins der Einlagefazilität wurde um zehn Basispunkte auf $-0,30$ Prozent gesenkt, während die anderen Geldpolitikzinsen unverändert blieben. Da der Zins der Einlagefazilität nunmehr maßgeblich für den kurzfristigen Geldmarktzins war, sank das Geldmarktzinsniveau entsprechend – was wiederum neuen Spielraum für ein weiteres Sinken der längerfristigen Zinsen schuf. Zusätzlich wurde die voraussichtliche Dauer der Wertpapierkäufe um sechs Monate verlängert. Die EZB betonte aber erneut, dass die letztliche Dauer der QE-Geldpolitik abhängig von der Inflationsentwicklung bleibe. Die genannte Frist war also ohnehin unverbindlich und die Verlängerung entsprach nur einer aktualisierten Lageeinschätzung (basierend auf den jüngsten makroökonomischen Projektionen der EZB-Expert_innen).

Weitere Maßnahmen waren in erster Linie darauf gerichtet, etwaige Spekulationen über eine mögliche Wende im geldpolitischen Kurs weit in die Zukunft zu verschieben. Die EZB verkündete etwa, dass sie etwaige Rückzahlungsbeträge

aus fälligen Anleihen automatisch wieder durch neue Käufe kompensieren würde. Die Fälligkeit von Wertpapieren im Bestand sollte also nicht zu einem automatischen Schrumpfen der Bilanz des Eurosystems führen, sondern von einer entsprechenden Entscheidung des EZB-Rats abhängen. Die EZB legte sich auch darauf fest, die Mengentender mit Vollzuteilung in ihren HRGs und in ihren dreimonatigen LRGs so lange wie notwendig, aber mindestens bis zum Ende der letzten Mindestreserveerfüllungsperiode im Jahr 2017 beizubehalten; eine neue Forward Guidance-Maßnahme.

Die EZB begann bei dieser Gelegenheit aber auch, nach Lösungen für eine andere sich abzeichnende Herausforderung zu suchen: Die am Markt ankafffähigen Vermögenswerte könnten knapp werden, ein Problem, das droht, größer zu werden, je länger sie ihre Ankaufprogramme aufrechterhalten muss. Beschränkungen ergeben sich einerseits aus den oben genannten Limits (für Emittenten und Emissionen), die sich die EZB (unter Berücksichtigung der vom EuGH und dem Bundesverfassungsgericht vorgebrachten Argumente) selbst auferlegt hat. Sie ergeben sich andererseits auch aus dem Verbot monetärer Finanzierung, das Ankäufe von Wertpapieren mit bereits beim Abschluss bekannten sicheren Verlusten ausschließen dürfte. Anleihen mit einer laufenden Rendite, die unterhalb des Zinses der Einlagefazilität liegt, hat die EZB daher ebenfalls ausgeschlossen. Weitere Engpässe können zum Beispiel entstehen, weil ein Mitgliedsland relativ niedrige öffentliche Schulden hat (und/oder der Markt eine nur sehr geringe Liquidität aufweist) oder aufgrund von Haushaltsüberschüssen keine neuen Nettoschulden machen muss.²¹ Weil das PSPP Ankäufe des Eurosystems gemäß dem EZB-Kapitalschlüssel vorsieht, genügt ein Engpass an für Ankäufe zulässigen Vermögenswerten/Aktiva in nur einem Mitgliedsland, um die EZB in die Bredouille zu bringen.

Neben Emissionen von Zentralregierungen waren Emissionen bestimmter im Euroraum angesiedelter Behörden, internationaler Institutionen sowie multilateraler Entwicklungsbanken von Beginn an im APP einbezogen worden. Im Dezember 2015 erweiterte die EZB die Liste der für den Ankauf durch die NZBs berechtigten Wertpapiere um von regionalen und kommunalen Regierungen emittierte marktfähige Schuldinstrumente.

Die Finanzmärkte schienen über das Maßnahmenpaket vom Dezember 2015 enttäuscht zu sein. Man hatte an den Märkten anscheinend aufgrund der schwachen Wirtschafts- und Preisentwicklung noch mehr erwartet. Mario Draghi schien diese Hoffnungen in der Zeit davor auch geschürt

zu haben. Es handelte sich hier entweder um eine Kommunikationspanne und/oder um ein Indiz für erhebliche Widerstände im EZB-Rat, die weitreichendere Maßnahmen damals verhinderten.²²

Die EZB ließ diesmal jedoch nicht lange auf sich warten und beschloss bereits im März 2016 den nächsten Schritt in Gestalt einer weiteren Senkung ihrer Geldpolitikzinsen. Der Zins der Einlagefazilität wurde nunmehr auf $-0,40$ Prozent gesenkt, der Zins der HRG auf null und der Zins der Spitzenrefinanzierungsfazilität auf $0,25$ Prozent. Der Boden für die Zinsbildung entlang der gesamten Zinsstrukturkurve sank entsprechend weiter.

Zusätzlich gab die EZB bekannt, dass die monatlichen APP-Ankäufe beginnend im April von 60 auf 80 Milliarden Euro erhöht werden würden. Die Liste der für den Kauf berechtigten Wertpapiere schloss nunmehr auch von Nichtbankunternehmen emittierte und auf Euro lautende Unternehmensanleihen hoher Bonität mit ein. Damit erweiterte die EZB das potenziell kaufbare Marktmaterial entsprechend weiter. Ihre Käufe werden nunmehr auch direkten Einfluss auf Kreditrisikoprämien haben und diese tendenziell schrumpfen lassen. Der Vorteil hierdurch verbilligter Finanzierungsbedingungen betrifft allerdings direkt nur größere Unternehmen und würde bestenfalls mittelbar durch Portfolioumschichtungen auch auf die Finanzierungsbedingungen von kleinen und mittleren Unternehmen ausstrahlen.

Speziell auf den Kreis der – bankabhängigen – kleinen und mittleren Unternehmen zielte dagegen eine andere zusätzliche neue Maßnahme. Die EZB verkündete, ab Juni 2016 ein neues GLRG2-Programm in vier Serien und mit einer Laufzeit von jeweils vier Jahren zu starten. Der entscheidende Punkt bei diesem neuen Programm zur Stimulierung von Bankkrediten ist, dass der für diese Notenbankkredite „zu zahlende“ Zins so niedrig wie der Zins auf die Einlagenfazilität sein kann, also zurzeit $-0,40$ Prozent. Mit anderen Worten, die Banken würden von der EZB für diese Kredite mit einer Art Zinssubvention von bis zu $0,40$ Prozent belohnt werden. Diese Subvention würde somit die „De-facto-Steuer“ auf das Bankgeschäft kompensieren, die durch die Negativzinsen im Kreditgeschäft bei Nichtweitergabe an die Bankeinlagenkundschaft entsteht. Die Steuer betrifft dabei risikolose Reserven bei der Zentralbank, die Subvention risikobehaftete Kredite an die Wirtschaft.

Nach Abschluss unserer Beschreibung und Analyse der EZB-Maßnahmen seit ihrer Politikwende im Sommer 2014 wird der nächste Abschnitt die Erfolgchancen des heutigen Kurses der Geldpolitik bewerten, verbleibende Spielräume ausloten sowie verschiedene Vorschläge zu weiteren potenziellen Maßnahmen diskutieren, die eine erweiterte Rolle für die EZB bei der Überwindung der Krise im Euroraum vorsehen.

²¹ In Estland finden Käufe von Staatsanleihen mit Rücksicht auf die Marktliquidität nur im verminderten Umfang statt. Speziell im Fall Griechenlands, aber auch in den Fällen Irlands und Portugals sind Altbestände aus dem SMP ein Hindernis. Die SMP-Bestände griechischer Staatsanleihen machen zum Beispiel rund 25 Prozent der Staatsschulden aus. Griechenlands Banken haben seit 2016 wieder Zugang zu der Liquiditätsversorgung durch die EZB, das Land bleibt aber bis auf Weiteres vom PSPP ausgeschlossen. Auch Zypern ist zurzeit vom Ankaufprogramm ausgeschlossen, weil Zyperns Anleihen Junk-Status tragen und ab dem 1.4.2016 der „Waiver“ (Ausnahmeerklärung, die erlaubt, trotzdem Anleihen zu kaufen) ausgesetzt wurde. Auch im Zusammenhang mit dem 10 -Milliarden-Euro-Troika-Anpassungsprogramm für Zypern, das im März 2013 abgeschlossen wurde, stand die EZB im Mittelpunkt vieler Kontroversen (siehe hierzu: Lawton et al. 2013; Steen 2013a, 2013b; Spiegel 2013; Orphanides 2014a, 2014b; Chrysolouras/Georgiou 2014).

²² Hierauf in der Frage-Antwort-Runde der Pressekonferenz im Anschluss an die EZB-Ratsitzung befragt, sagte Mario Draghi, dass die Beschlüsse nicht einstimmig gewesen wären, aber eine sehr große Mehrheit sie getroffen hätte.

6

MÖGLICHKEITEN UND GRENZEN DER GELDPOLITIK DER EZB HEUTE

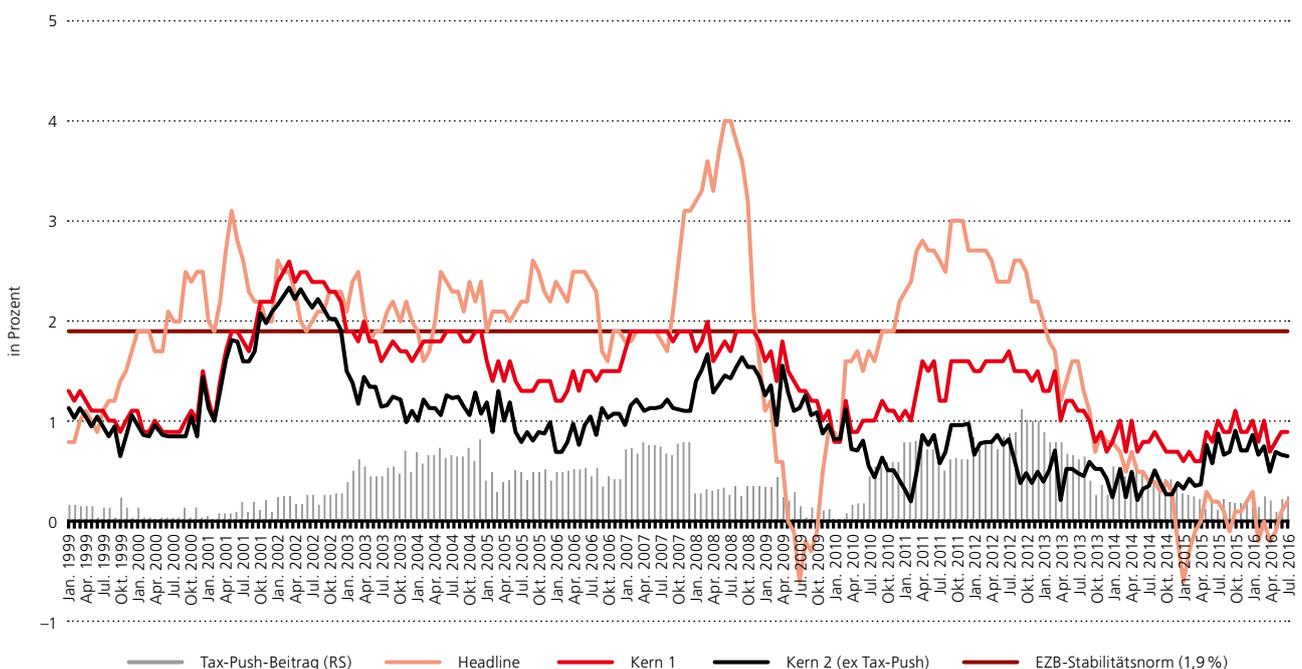
Bevor man über die Möglichkeiten und Grenzen weiterer geldpolitischer Maßnahmen der EZB nachdenkt, lohnt es sich hier zunächst, ein kurzes Fazit der bisherigen Maßnahmen seit dem Sommer 2014 im Hinblick auf die aktuelle Lagebeurteilung der Wirtschaft der Eurozone anzustellen. Im Anschluss daran werden wir etwaige verbleibende Spielräume der experimentellen Geldpolitik sowie verschiedene Vorschläge diskutieren, die in der einen oder anderen Form eine erweiterte Rolle für die EZB vorsehen.

Arbeitslosigkeit bleibt auch acht Jahre seit Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise ausgesprochen hoch, speziell in den Eurokrisenländern. Vertrauensereckende Anzeichen für eine Beschleunigung der Erholung gibt es nicht. Die „Headline“-Inflationsrate, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), schwankt um die Nulllinie. Die Kernrate der Inflation liegt unter einem Prozent, bereinigt um haushaltspolitische Einflüsse liegt sie kaum über 0,5 Prozent (siehe Abbildung 2). Auch die Inflationserwartungen verharren deutlich unter der Stabilitätsnorm der EZB. Optimistisch ausgedrückt wurde erreicht, dass die schwache Erholung anhält und der Euroraum bisher nicht in eine allgemeine offene Deflation abgeglitten ist; Deflation bleibt auf einige der Eurokrisenländer beschränkt. Beim herrschenden Tempo würde es allerdings Ewigkeiten brauchen, zu einer befriedigenden Wirtschaftssituation im Euroraum zurückzufinden.

6.1 SITUATION ZUR JAHRESMITTE 2016

Die Konjunktorentwicklung im Euroraum bleibt bis zuletzt schwach und unausgewogen. Die Beschäftigung steigt zwar langsam und die Arbeitslosigkeit sinkt, aber das Niveau der

Abbildung 2
Inflationsentwicklung (HVPI)



Anmerkung: Die Kerninflationsrate 1 schließt Nahrungsmittel, Energie, Tabak- und Alkoholprodukte aus.
Die Kerninflationsrate 2 schließt zusätzlich staatliche Einflüsse in Form von Änderungen indirekter Steuern und administrierter Preise aus.
Quelle: Eurostat, EZB, eigene Berechnungen.

Derweil hat sich die Leistungsbilanz des Euroraums stark verbessert. Grundsätzlich erwächst hieraus ein Aufwertungsdruck auf den Euro. Dahinter stehen in erster Linie Deutschland und die Niederlande. Aber auch in den anderen Mitgliedsländern hat eine deutliche Verbesserung der Leistungsbilanzposition stattgefunden, speziell in den Eurokrisenländern und hauptsächlich aufgrund zusammengeschrumpfter Importe. Die Chancen für ein kräftiges Wachstum der Exporte und ein weiteres Ansteigen der Handels- und Leistungsbilanzüberschüsse stehen jedoch zurzeit nicht sehr gut. Die Weltwirtschaft wirkt angeschlagen. In China und anderen Schwellenländern hat sich die Entwicklung stark abgekühlt. Der US-amerikanische Aufschwung bleibt ebenfalls relativ schwach und dauert mittlerweile auch schon recht lange. Anzeichen für akute Rezessionsgefahren drängen sich nicht auf, aber ein Ende des Aufschwungs in nicht allzu ferner Zukunft ist vorstellbar. Vorbereitet ist Europas WWU hierauf in keiner Weise.

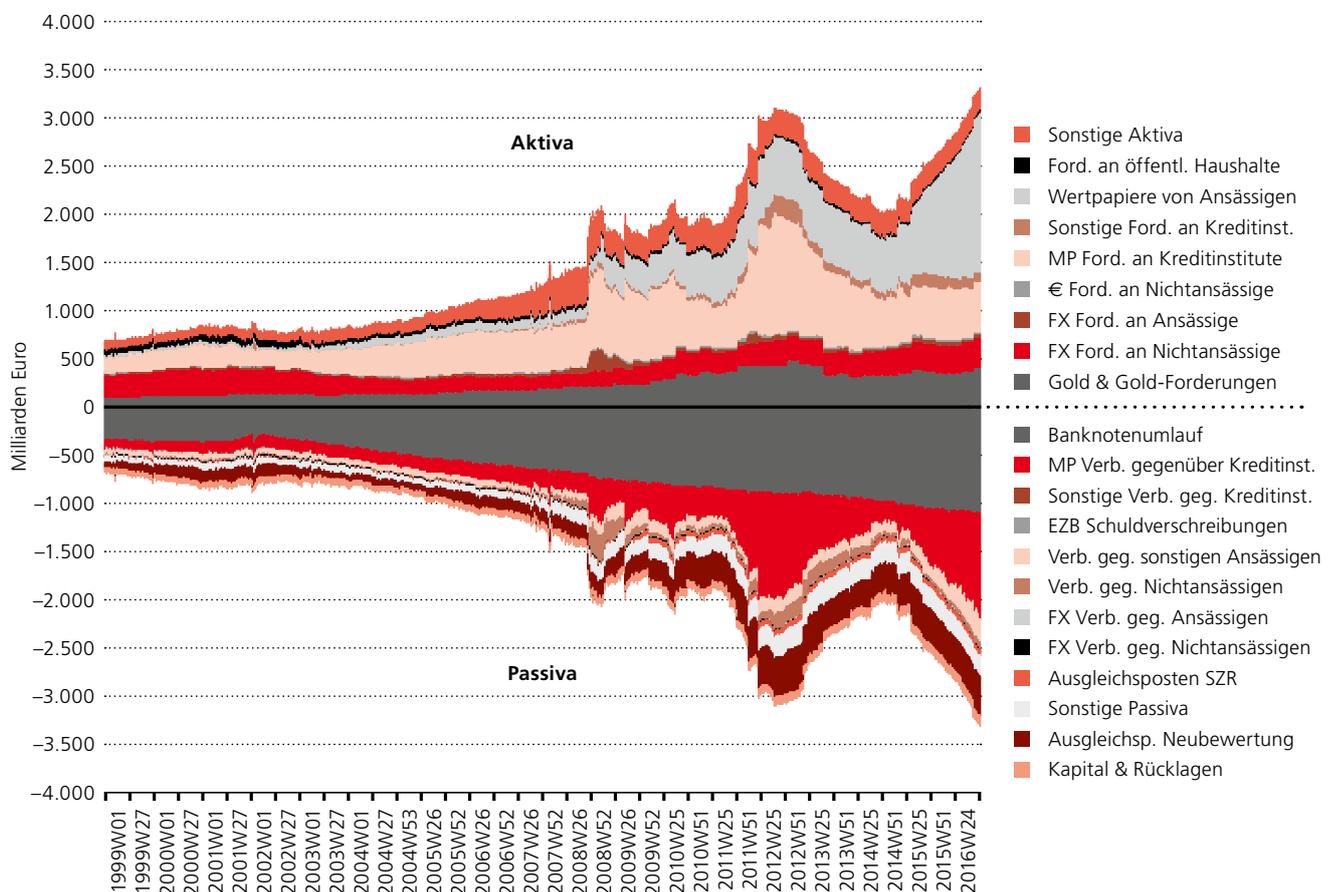
Die Lage im Banken- und Finanzsystem scheint sich allgemein stabilisiert zu haben, bleibt jedoch durchwachsen. Laut Einschätzung der EZB in ihrer neuen Rolle als oberste Bankenaufsichtsbehörde hat sich die Situation der Banken, insbesondere ihre Eigenkapitalausstattung, im Allgemeinen spürbar verbessert. Angesichts der langen Krise wenig überraschend bleibt der Bestand an notleidenden Krediten jedoch stark erhöht. Zurzeit stehen insbesondere die Bankensysteme Italiens und Portugals (aber auch die Deutsche Bank!) im Visier der Märkte. Seit Anfang 2015 schrumpfen die Kredite an die Privatwirtschaft (private Unternehmen und Haushalte) zumindest nicht mehr; das Kreditwachstum bleibt jedoch sehr schwach (EZB 2016a, 2016b).

Man darf unterstellen, dass das wenige, was bisher erreicht wurde, von der experimentellen Geldpolitik der EZB seit 2014 grundsätzlich mitbegünstigt wurde. Die Zinsen sind im Euroraum auf ein sehr niedriges Niveau gesunken, den Geldpolitikzinsen der EZB (siehe Abbildung 1 oben) folgend. Die Zinsdifferenzen (Spreads) zwischen den Euro-Mitgliedsländern, zum Beispiel gemessen an den Renditen auf Staatsanleihen und auch an den Zinsen auf Bankkredite, haben sich seit dem vorläufigen Höhepunkt der Krise Mitte 2012 deutlich verringert.

Abbildung 3 zeigt die Entwicklung der konsolidierten Bilanz des Eurosystems seit 1999. Die Bilanzsumme ist von knapp 700 Milliarden Euro beim Start der WWU auf heute gut 3,3 Billionen Euro angestiegen. Der Anstieg war bis zum Herbst 2008 zunächst recht stetig. Der Banknotenumlauf, als größter Passivposten, wuchs auch danach stetig weiter. Die Forderungen und Verbindlichkeiten des Eurosystems gegenüber den Kreditinstituten des Euroraums weisen seit der Lehman-Krise dagegen eine sehr unstetige Entwicklung auf.

Angetrieben von den EZB-Liquiditätsprogrammen zur Unterstützung der Bankensysteme erreichte die Bilanzsumme mit gut 3 Billionen Euro im Sommer 2012 einen vorläufigen

Abbildung 3
Krise im Euroraum und Geldpolitik im Spiegel der konsolidierten Bilanz des Eurosystems



Quelle: EZB.

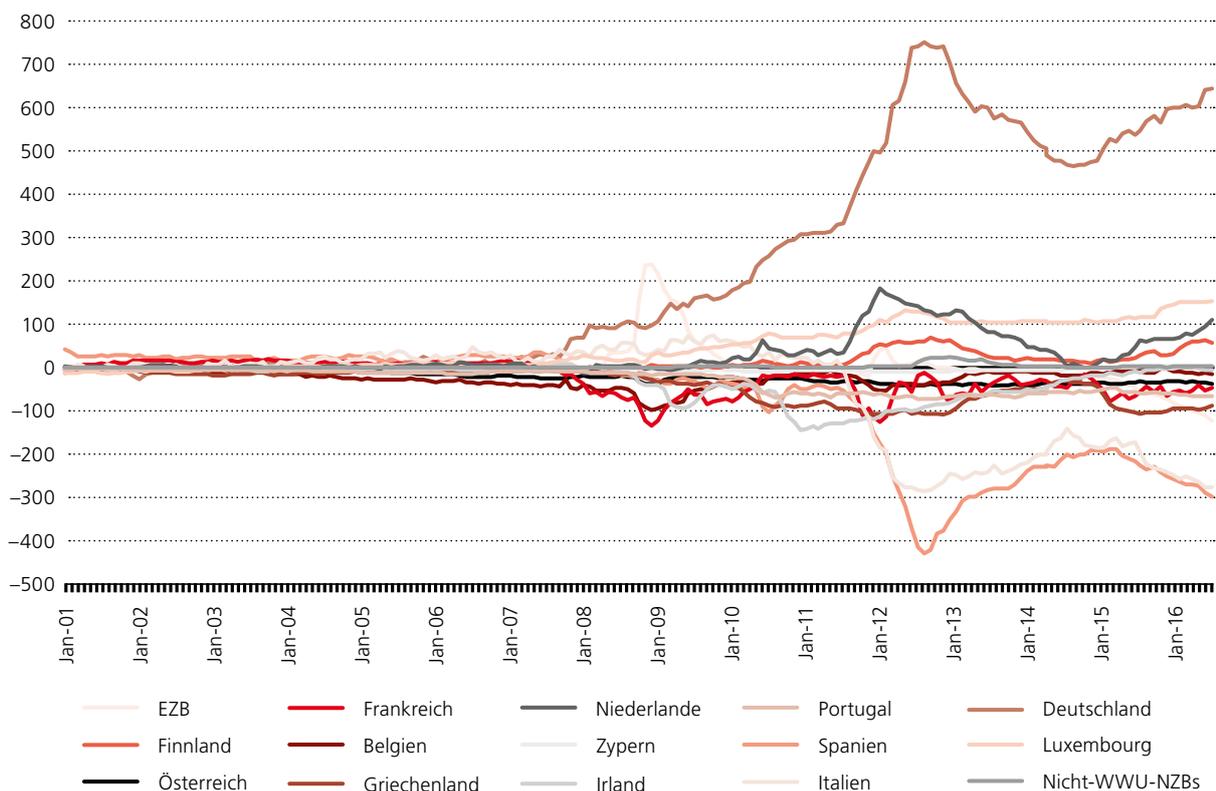
Höchststand, schrumpfte danach bis Herbst 2014 allerdings wieder, als die Banken bei Beruhigung der Finanzmarktlage Zentralbankkredite zurückzahlten. Das neue kräftige Wachstum der Bilanzsumme ist von den Wertpapierkäufen des Eurosystems angetrieben, während die erste Runde des neuen GLRG2-Pogramms vom Juni 2016 von den Banken im Kern zur günstigeren Refinanzierung alter Kredite aus dem früheren GLRG1-Programm verwendet wurde. Auf der Passivseite erhöht die QE-Geldpolitik die Verbindlichkeiten der EZB gegenüber den Bankensystemen, insbesondere in Form von Überschussreserven, entsprechend.

Die Ankäufe der EZB von Wertpapieren haben also inzwischen ein beträchtliches Volumen erreicht, das laut heutigem Plan bis zum März 2017 auf rund 1,8 Billionen Euro ansteigen würde. Die nationalen Zinsdifferenzen innerhalb der WWU sind wie gesagt zwischenzeitlich auch deutlich geschrumpft – jedoch nicht verschwunden. Dies ist ein Indiz dafür, dass der Einfluss der Krise im Euroraum auf die Finanzierungsbedingungen trotz massiver Interventionen der EZB bis heute nicht überwunden wurde. Von der Nationalität der Schuldner unabhängige einheitliche Finanzierungsbedingungen, die allein reine Kreditrisiken widerspiegeln, sind eine Grundvoraussetzung des gemeinsamen Binnenmarktes mit gemeinsamer Währung. Ist diese Grundvoraussetzung nicht gegeben, so ist der Wettbewerb im Binnenmarkt verzerrt und die gemeinsame Geldpolitik im Währungsraum nicht einheitlich. Verbleibende Zinsdifferenzen, die nicht reine Kreditrisiken widerspiegeln, sind also Symptome der Dysfunktionalität des Euro-Regimes.

Dass das Banken- und Finanzsystem der WWU weiterhin gestört und die Krise im Euroraum noch lange nicht überwunden ist, zeigt auch die Entwicklung der TARGET2-Salden an (siehe Abbildung 4). Wie weiter oben beschrieben wurde, ist TARGET2 Bestandteil der Zahlungsverkehrsinfrastruktur der WWU und kritische Voraussetzung für einen vollintegrierten Euro-Geldmarkt und eine einheitliche Geldpolitik innerhalb der WWU. Vor der Krise waren etwaige Salden im System vernachlässigbar klein. Hohe und wachsende Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb der WWU wurden damals geräuschlos durch kompensierende Kapitalströme im Zahlungsverkehr ausgeglichen, sodass es zu keinen nennenswerten TARGET2-Salden kam. Der Interbankenhandel, also zum Beispiel die Refinanzierung spanischer Banken durch kurzfristige Kredite deutscher Banken, spielte dabei eine sehr zentrale Rolle.

Im Verlauf der Krise erlebten die Eurokrisenländer dann Phasen rasanter „Kapitalflucht“. Anleger_innen flüchteten zum Beispiel aus griechischen und spanischen Anleihen, um stattdessen sichere deutsche Anleihen zu halten, während zum Beispiel auch deutsche Banken ihre Kredite an spanische Banken nicht verlängerten. Hieraus entstand die akute Liquiditätsnachfrage der Banken der Eurokrisenländer, die dann durch die Liquiditätsprogramme der EZB – als Retterin der letzten Instanz – erfüllt wurde. Gerettet hat die EZB dadurch letztlich insbesondere auch deutsche Banken, weil sie es damals zum Beispiel spanischen Banken ermöglichte, ihre Kredite an diese zurückzuzahlen. Im Ergebnis sind deutsche Forderungen gegen die Eurokrisenländer so von den

Abbildung 4
TARGET2-Salden steigen wieder



Quelle: Euro Crisis Monitor; Institut für empirische Wirtschaftsforschung; Universität Osnabrück; basierend auf Daten der EZB.

Bilanzen der deutschen Banken auf die Bilanz der Deutschen Bundesbank gewandert. Ähnlich wie auch bei den Troika-Anpassungsprogrammen wurden private Forderungen durch öffentliche Forderungen ersetzt, in diesem Fall durch Forderungen der Deutschen Bundesbank gegenüber dem Eurosystem in Höhe der TARGET2-Salden.

Nach dem vorläufigen Höhepunkt der Krise im Euroraum im Sommer 2012 begannen die TARGET2-Salden langsam zu sinken. Heute steigen die Salden im Zuge der QE-Ankäufe durch das Eurosystem wieder (siehe Abbildung 4). Diese Käufe schaffen ganz unweigerlich neue Überschussreserven in entsprechender Höhe. Käufe des Systems folgen dem EZB-Kapitalschlüssel, und dieser Faktor bestimmt die kreditseitige Expansion der Bilanz des Eurosystems heute maßgeblich. Die Überschussreserven sind dagegen nicht ausgewogen innerhalb des Eurosystems verteilt, sondern zeigen erneut die alten Ungleichgewichte an. Deutschland gilt weiterhin als „sicherer Hafen“, wobei die Überschussreserven zurzeit mit $-0,40$ Prozent „verzinst“ werden. Obgleich der neue Anstieg heute nicht mit der Panik von 2011 bis 2012 vergleichbar ist, ist die große TARGET2-Gläubigerposition auch ein Indikator der Verwundbarkeit Deutschlands durch die ungelöste Krise im Euroraum.²³

Solange der Euro Bestand hat und die Krise letztlich überwunden wird, sind die heutigen Salden bedeutungslos. Wenn der Euro zerbricht, dann können daraus allerdings Verluste für die Deutsche Bundesbank (und damit für Deutschland) entstehen, wenn nämlich Schuldnerländer beim Austritt bzw. bei der Auflösung der Währungsunion ihre Auslandsschulden nicht (voll) bedienen. Das wäre allerdings recht wahrscheinlich. Schließlich macht der Austritt überschuldeter Länder aus dem Euro keinen Sinn, wenn dadurch das Auslandsverschuldungsproblem nicht zumindest abgemildert wird. Wenn Schuldner überschuldet sind, dann werden am Ende der Reise ihre Schulden – in der einen oder anderen Form – auch nicht (voll) beglichen werden.²⁴

Ein Schuldenschnitt ist dabei eine Form der Restrukturierung von Schulden: Ein Teil der Schulden wird abgeschrieben, muss nicht mehr getilgt und Zinsen nur noch auf den Rest gezahlt werden. Eine gewisse (temporäre) Entlastung erhalten Schuldner aber auch mittels sinkender Zinsen auf eine im Umfang unveränderte Schuld. Durch ihren Einfluss auf das Zinsniveau betrifft Geldpolitik immer und überall auch die Einkommensverteilung zwischen Schuldnern und Gläu-

bigern, kann also eine „vermittelnde“ Rolle zwischen den Parteien spielen, was dabei im Einklang mit dem gesamtwirtschaftlichen Mandat der unabhängigen Zentralbank stehen kann und sollte. In Europas WWU gilt das Mandat der EZB jedenfalls für die Entwicklung im Euroraum als Ganzes.

In diesem Zusammenhang lässt sich ein für Deutschland kritisches „Euro Trilemma“ (Bibow 2012a) identifizieren. Demzufolge kann Deutschland nicht alle drei der folgenden Dinge erzielen: ewige Exportüberschüsse, eine Währungsunion, die keine Transfer- und Haftungsunion ist, und eine unabhängige Zentralbank, die sich nicht „die Finger schmutzig macht“ (im monetären Keuschheitssinne der Deutschen Bundesbank). Eine eng bemessene Haftungsunion hat man mit dem ESM toleriert; eine offene Transferunion will man weniger denn je. So kam insbesondere die Bilanz der EZB experimentell zum Einsatz, die zwischen Schuldnern und Gläubigern vermittelt.

Das heute der depressiven wirtschaftlichen Situation im Euroraum endlich angemessene niedrige Zinsniveau gewährt den Eurokrisenländern eine wichtige Entlastung; auch ihre sehr hohen (Netto-)Auslandsschulden drücken so etwas weniger. Entsprechend niedrigere Zinseinkommen der Länder mit hohen (Netto-)Auslandsforderungen sind die Kehrseite der Medaille. Die noch bestehenden Zinsdifferenzen innerhalb der WWU bedeuten, dass das deutsche Banken- und Finanzsystem dabei einen relativ stärkeren Druck auf die Profitabilität erfährt. Auf der Kehrseite dieser Medaille steht allerdings auch der deutsche Finanzminister, der aufgrund negativer Zinsen für das öffentliche Schuldenmachen heute sogar bezahlt würde, dies aber dennoch aus grober Unvernunft verweigert. Wer heute in Deutschland von einem Strafzins für Sparer_innen spricht, der sollte sich ein Bild von der Situation in Griechenland machen. Wer dann immer noch über eine Enteignung deutscher Sparer_innen klagt, der erkennt, was bei Auflösung des Euros samt Bankrott der Schuldner passieren würde – eine gigantische Ex-post-Transferunion bei tiefer Rezession. Das größte Gläubigerland Deutschland erlebt davon heute nur einen kleinen bitteren Vorgeschmack, dank eigener Unvernunft; wirklich gelitten wird dagegen anderswo.

Vor diesem Hintergrund stellt sich heute die dringende Frage: Kann und sollte die EZB noch mehr tun – oder ist sie vielleicht am Ende ihrer geldpolitischen Möglichkeiten angekommen?

6.2 HAT DIE EZB NOCH (MEHR VON DERSELBEN) MUNITION?

Bereits heute existieren in Deutschland viele Kontroversen und Widerstände gegenüber der Geldpolitik der EZB. Dass diese vielfach auf geldtheoretischer Ignoranz oder einer Verweigerung, wirtschaftliche Realitäten zur Kenntnis zu nehmen, beruhen, ist beklagenswert. Die deutsche öffentliche Meinung, die auch immer stark unter dem Einfluss der Deutschen Bundesbank steht, trifft im Eurotower der EZB auf Rücksichtnahme und ist daher ein autonomer, die Möglichkeiten der EZB beschränkender (Unsicherheits-)Faktor.

Grundsätzlich aber könnte die EZB versuchen, ihre bisherigen Maßnahmen noch weiter zu verstärken, also (1) ihre

²³ Die Gläubigerposition der Deutschen Bundesbank erreichte im Sommer 2012 rund 750 Milliarden Euro, was damals mehr als ein Viertel des deutschen BIP und mehr als die Hälfte der deutschen Nettoauslandsposition entsprach. Die in Deutschland zu diesem Thema geführte Diskussion mit einflussreichen Beiträgen von Hans-Werner Sinn (Sinn 2011a, 2011b, 2012 sowie Sinn/Wollmershäuser 2012) ging an der Sache vorbei und zeugte vom Unverständnis der Materie. Zu empfehlen sind: Bibow (2012a, 2013a), Bindseil et al. (2012), Deutsche Bundesbank (2012), Cecioni/Ferrero (2012), Cecchetti et al. (2012), EZB (2011), Bologna/Caccavaio (2014) und Leandro (2016).

²⁴ Deutschlands eigene geschichtliche Erfahrungen hierzu sind ausgesprochen lehrreich. Keynes (1919) hatte die Behandlung Deutschlands nach dem Ersten Weltkrieg, die hohen Reparationsforderungen der Sieger, heftig kritisiert und neue dadurch provozierte Konflikte prophezeit. Nach dem Zweiten Weltkrieg erfuhr Westdeutschland mit dem Londoner Schuldenabkommen von 1953 dagegen eine großzügige Behandlung seitens der Sieger. Laut der Analyse von Galofré-Vilà et al. (2016) hat dies den wirtschaftlichen Aufstieg Westdeutschlands stark begünstigt.

Geldpolitikzinsen weiter zu senken, (2) weitere Versprechen an die Märkte hinsichtlich sobald nicht steigender Zinsen abgeben, (3) ihre Ankaufprogramme von Vermögenswerten und/oder ihre „Kreditpolitik“ ausweiten.

Der Spielraum für mögliche weitere Senkungen der Geldpolitikzinsen ist ungewiss. Zurzeit hat die Schweizer Nationalbank mit –0,75 Prozent den niedrigsten Geldpolitikzins, wobei Geldmarktzinsen auf den Schweizer Franken zeitweise auf rund –1,5 Prozent gefallen waren. Obwohl die Zentralbank durch die konkrete Ausgestaltung ihrer Maßnahmen einen gewissen Ausgleich schaffen könnte, kann der hierdurch ausgelöste Druck auf die Profitabilität der Banken, der in Deutschland vergleichsweise groß ist, die binnenwirtschaftliche Wirksamkeit dieser Maßnahme unterwandern. Genauso wäre zusätzlicher Druck auf den Euro-Wechselkurs auch mit der Gefahr von Währungsunruhen verbunden. Meines Erachtens sollte die EZB hiervon absehen.

Forward Guidance kann unter gewissen Umständen einen konstruktiven Beitrag leisten, und zwar wird dies insbesondere dann der Fall sein, wenn begründete Markterwartungen für eine Politikwende in der näheren Zukunft entstehen könnten. Diese Bedingung ist meines Erachtens zurzeit nicht gegeben. Solange die EZB ihre Geldpolitik durch Taten deutlich sprechen lässt, ist der zusätzliche Wert von Worten auch begrenzt.

Verstärkungsmöglichkeiten bestünden am ehesten hinsichtlich der Ankäufe von Vermögenswerten und der Kreditpolitik. Diese könnten im Prinzip hinsichtlich Volumen und Dauer erhöht bzw. verlängert und hinsichtlich ihrer Zusammensetzung bzw. Zielgruppen umgestaltet und ausgeweitet werden. Letztere Maßnahmengruppe widerspricht eigentlich der Marktideologie, wonach eben alles vom Markt und nicht von der Politik gesteuert sein soll. Aber im Grunde handelt es sich hier auch um Reparaturarbeiten im Finanzsystem bzw. um Finanzsystementwicklungspolitik. Insbesondere Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditversorgung von privaten Haushalten und kleinen und mittleren Unternehmen erscheinen mir wichtig.

Eine Erhöhung des Volumens und/oder eine Programmverlängerung erscheint auf den ersten Blick problemlos möglich zu sein. Es besteht allerdings das Problem, dass der EZB das zum Ankauf am Markt zur Verfügung stehende Material ausgehen könnte. Die bestehenden Beschränkungen, die u. U. auch zu neuen rechtlichen Konflikten führen könnten, wurden weiter oben genannt. Die EZB könnte natürlich zu neuen Ufern aufbrechen und (wie die japanische Zentralbank) zum Beispiel auch Aktien kaufen. Bestimmte Finanzmärkte, die zurzeit im Euroraum noch vergleichsweise unterentwickelt sind, reagieren dabei auch auf den Anreiz des Ankaufprogramms, was dann neues ankaufbares Material schafft. Allerdings nicht in hinreichend großen Mengen.

Insbesondere der Mangel an deutschen Staatsanleihen droht zum Problemfall zu werden. Deutsche Haushaltsüberschüsse verknappen das Material nur zusätzlich, das ohnehin schon dadurch stark begrenzt wird, da die laufende Rendite auf viele deutsche Staatsanleihen das Limit der Einlagefazität von zurzeit –0,40 Prozent unterschreitet und damit für den Ankauf durch die EZB ausscheidet. Dieses Problem wird tendenziell bei Marktunruhen und steigender Unsicherheit sogar noch eskalieren. Und eine Senkung des Zinses der

Einlagefazität kann es auch nicht lösen, wenn damit – wie bisher – eine Senkung des allgemeinen Zinsniveaus einhergeht.

Eine weitere Möglichkeit wäre daher, die Wertpapierkäufe – vom EZB-Kapitalschlüssel abweichend – verstärkt auf Mitgliedsländer mit relativ hohen Zinsen zu konzentrieren (sofern hier nicht andere Beschränkungen greifen, zum Beispiel aufgrund von SMP-Altbeständen). Entweder würden die NZBs hierzu weiterhin gemäß ihrer EZB-Kapitalanteile Vermögenswerte kaufen, aber im Vergleich zum EZB-Kapitalschlüssel zum Beispiel italienische Staatsanleihen gegenüber deutschen bevorzugen. Oder die NZBs kaufen weiterhin nur jeweils nationale Staatsanleihen, wobei aber zum Beispiel die Banca d'Italia im Vergleich zum EZB-Kapitalschlüssel ein überproportionales, die Deutsche Bundesbank dagegen ein unterproportionales Volumen kauft. Man müsste hierzu eine Verteilung der Zentralbankgewinne herbeiführen, die als „neutral“ für die Mitgliedsländer angesehen werden kann. Die Frage der Haftung wäre entsprechend zu regeln.

Da die Liquiditätsschaffung des Eurosystems bei dieser Umsetzung auf bestimmte nationale Märkte konzentriert stattfinden und Zinsspannen (gegenüber Deutschland) direkt beeinflusst würden, könnte hier einerseits eingewendet werden, dass es sich nicht um eine „einheitliche“ und national „neutrale“ Geldpolitik handelt. Dabei würde die Liquiditätsschaffung auch nicht passiv und endogen der Nachfrage entsprechend befriedigt, sondern eben gezielt ungleich umgesetzt. Die Umsetzung würde also eher dem Verfahren beim SMP/OMT entsprechen.

So gilt es sich hier auch zu erinnern, dass SMP und OMT zu ihrer Zeit dadurch begründet wurden, dass der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik gestört und reparaturbedürftig gewesen ist. Somit könnte man hier nämlich andererseits auch genauso argumentieren, dass die weiterhin in der WWU existierenden Zinsspannen Ausdruck der Tatsache sind, dass die Geldpolitik der EZB ohnehin nicht einheitlich ist – wofür systemische Defizite ursächlich sind. Wertpapierkäufe in Abweichung vom EZB-Kapitalschlüssel sind aus dieser Sicht lediglich ein Beitrag, diese Defizite zu kompensieren und eine einheitlichere Geldpolitik sicherzustellen.

Meines Erachtens wäre dieser Weg letztlich zu begrüßen, solange die bestehenden Wettbewerbsverzerrungen im Euroraum bestehen bleiben. Derzeit sehen sich private Schuldner im Euroraum immer noch divergierenden Finanzierungskosten und Zinsspannen ausgesetzt, basierend auf ihrer Nationalität, weil private Kreditrisiken weiterhin relativ zu ihrer jeweiligen nationalen Benchmark, den Zinsen für die nationalen Staatsanleihen, bepreist werden. Auch dieser Schritt würde mein Urteil aber nicht ändern, dass eine expansive Geldpolitik allein die Krise nicht lösen wird.

Die Kommunikationspolitik der EZB ist in dieser Hinsicht heute zwiespältig. Einerseits spielt die EZB den starken Mann, ruft monetaristische Geister an, wonach Inflation immer und überall ein rein monetäres Phänomen wäre – und somit wohl auch immer und überall von der Geldpolitik allein beherrschbar ist. Andererseits scheint sie immer lauter nach Hilfe von der Wirtschaftspolitik zu rufen, und zwar nicht mehr allein nach „Strukturreformen“ (speziell in den Eurokrisenländern), sondern auch nach fiskalpolitischer Unterstützung (speziell im Kern der WWU). Das fing mit Draghis Rede in Jackson Hole im August 2014 an, ist in jüngerer Zeit aber noch lauter

geworden. Das hängt vielleicht auch damit zusammen, dass die Risiken der expansiven Geldpolitik mit ihrer Dosierung und Dauer zunehmend größer werden, die Wirksamkeit dagegen sogar nachlassen könnte.²⁵

6.3 RISIKEN DER EXPERIMENTELLEN GELDPOLITIK, DIE HERAUSFORDERUNG DER „NORMALISIERUNG“

Die experimentelle Geldpolitik der EZB ist gewiss nicht risikolos. Keine Wirtschaftspolitik ist ohne Risiken. Verschiedene Arten von Risiken existieren. Erstens kann sich die Geldpolitik als unzureichend wirksam erweisen, also letztlich Misserfolg bescheren. Zweitens kann sie mit unerwünschten Nebeneffekten einhergehen. Drittens schafft sie aber auch ihre eigenen neuen Risiken, wenn sie Erfolg bringt: die Herausforderung der „Normalisierung“ der Geldpolitik. Diese Risiken sind teilweise miteinander verbunden. Zum Beispiel zieht Misserfolg den Einsatz der Mittel tendenziell in die Länge, womit gleichzeitig auch die Risiken von Nebenwirkungen zunehmen können, wie das Entstehen von Ungleichgewichten und Verwundbarkeiten im Finanzsystem (Claeys/Darvas 2015). Entstehen solche Ungleichgewichte und Verwundbarkeiten, so wird dies wiederum auch die Herausforderungen der späteren Normalisierung erhöhen.

Zunächst einmal gilt: Diese Risiken sind kein Argument gegen die heutige Geldpolitik der EZB. Sie sind vielmehr ein Argument, stattdessen stärker auf andere Politikmittel zu setzen. Die EZB ist gezwungen worden, zu extremen Mitteln zu greifen, weil die Wirtschaftspolitik, insbesondere die Fiskalpolitik, extrem versagt hat. Der Ratschlag, die EZB solle besser passiv bleiben, ist keine Lösung. Die EZB müsste dazu auch ihr Preisstabilitätsmandat krass missachten. Das eigentliche Problem ist der völlig unausgewogene makroökonomische Policy-Mix im Euroraum. Wer eine andere Geldpolitik will, der muss auch eine andere Fiskalpolitik wollen. Die aus neoliberaler Sicht immer wieder beschworenen „Strukturreformen“ dagegen bringen keine Lösung, jedenfalls sofern damit konkret die „Flexibilisierung“ der Arbeitsmärkte, verbunden mit Sozialabbau, gemeint ist. Diese laufen nämlich nur auf Lohnkürzungen, sinkendes Arbeitnehmerentgelt und Erdrosselung der Konsumnachfrage hinaus. Sie erhöhen die Beschäftigung nicht, sondern senken sie eher (Bibow/Flassbeck 2016; Bibow 2016c).²⁶

²⁵ Empirische Untersuchungen zur Wirksamkeit der QE-Geldpolitik kommen im Allgemeinen zu dem Ergebnis, dass die Wirkungen auf die Finanzierungsbedingungen erheblich sind. Ergebnisse zu den Wirkungen auf die Wirtschaftsaktivität und die Preisentwicklung sind eher gemischt, nehmen im Zeitablauf eher ab und steigen auch nicht proportional mit dem Umfang der Maßnahmen (siehe zum Beispiel: Gagnon et al. 2011; Bowdler/Radia 2012; Goodhart/Ashworth 2012; Joice et al. 2012; Butt et al. 2014; Rogers et al. 2014; Weale/Wieladek 2014; Borio/Zabai 2016). Konkret zur QE-Geldpolitik der EZB deuten die Befunde auch darauf hin, dass insbesondere Nichtbanken aus der WWU und dem Ausland die von der EZB gekauften Staatsanleihen verkauft haben, die Banken dagegen ihre Bestände teilweise erhöht haben (Hüttl/Merler 2016; Demertzis/Wolff 2016). In der Tat sind die langfristigen Zinsen bis heute weiter auf ein sehr niedriges Niveau gesunken.

²⁶ Selbst der IWF zeigt sich mittlerweile im Hinblick auf die allgemein unterstellten positiven Beschäftigungswirkungen von Strukturreformen zur Flexibilisierung des Arbeitsmarktes als Allheilmittel etwas vorsichtiger (siehe IWF 2016).

Das relevante Risiko, wenngleich nicht sofort, sondern erst später, betrifft also die Normalisierung der experimentellen Geldpolitik, wenn sich der Erfolg der Makropolitik in Gestalt eines nachhaltigen wirtschaftlichen Aufschwungs eingestellt haben sollte. Diese Problematik war von Keynes identifiziert worden und wir haben sie weiter oben besprochen. Für die Zentralbank kann dies Verluste im späteren Verlauf der Politiknormalisierung bedeuten. Dies kann besondere politische Herausforderungen und Konflikte erzeugen, speziell wenn die Politik und Öffentlichkeit ignorant und fehlinformiert sind. Aber auch für Banken und andere Finanzinstitute entsteht natürlich dieses Risiko, das Risiko späterer Kursverluste, wenn sie die Geldpolitik der Zentralbank unterstützen, indem sie in dieselbe Richtung handeln, also bei steigenden Kursen Vermögenswerte, vielleicht auch zunehmend riskantere Vermögenswerte und etwaige damit einhergehende zunehmend riskantere Finanzierungsstrukturen, auf ihre Bilanz nehmen.

Tatsächlich sind die Gefahren hieraus größer, wenn der Erfolg, der Aufschwung, letztlich ausbleibt. Zinserhöhungen setzen Vermögenspreise zwar tendenziell unter Druck. Steigen aber die Zinsen, weil der Aufschwung eintritt, so unterstützt der Aufschwung andererseits höhere Vermögenspreise, mit Ausnahme von festverzinslichen Wertpapieren. Die spätere Normalisierung wird in jedem Fall für die Geldpolitik ein Balanceakt werden. Die Erfahrungen der Federal Reserve seit 2013 haben dies bereits deutlich veranschaulicht. Am Ende gilt auch hier: Das Risiko von Preisblasen – und dem späteren Platzen dieser – ist umso größer, je einseitiger man allein auf die Geldpolitik setzt, je länger und stärker diese gezwungen ist, allein ihre Mittel experimentell einzusetzen, um die Krise im Euroraum zu überwinden.

Daher werden wir im Folgenden auch noch kurz eine Reihe von Vorschlägen diskutieren, die Elemente enthalten, die die bis heute von der EZB eingesetzten Mittel überschreiten.

6.4 EZB-SCHULDZERTIFIKATE

Das Wertpapierkaufprogramm der EZB beinhaltet den Kauf nationaler Staatsanleihen und überschwemmt das Bankensystem dabei mit Überschussreserven. Ein Vorschlag von Tonveronachi (2014), der ebenfalls Wertpapierkäufe gemäß dem EZB-Kapitalschlüssel enthält, sieht dagegen vor, dass die EZB anstelle von Zentralbankgeld eigene Schuldzertifikate emittiert.

Schuldzertifikate sind eines der ausdrücklich in den Statuten genannten geldpolitischen Instrumente der EZB. Die EZB hat dieses Instrument bislang nur vereinzelt und nur im kleinen Umfang eingesetzt, und zwar diente es im konventionellen Gebrauch der Liquiditätsabschöpfung am Markt. Und genau das wäre auch ein wichtiges Ergebnis dieses Vorschlags: Die EZB würde Überschussreserven mittels Emission eigener Schuldzertifikate abschöpfen.

Dies mag zunächst kontraproduktiv erscheinen, zumindest dann, wenn man den Überschussreserven selbst eine expansive Bedeutung beimisst. Wenn man diese – auf der Quantitätstheorie des Geldes und dem Geldmultiplikator beruhende – Sichtweise ablehnt und Überschussreserven im Umfeld einer Negativzinspolitik als Basis einer spezifischen Steuer auf Banken würdigt, erscheint dieser Vorschlag da-

gegen in einem ganz anderen Licht. Das eigentliche Ziel des Vorschlags ist nämlich, durch Emission von EZB-Schuldzertifikaten eine Basis für einen gemeinsamen risikolosen Zins in der Währungsunion zu schaffen. Da die EZB Schuldzertifikate mit verschiedenen Laufzeiten emittieren kann, ließe sich so sogar eine gemeinsame Zinsstrukturkurve für risikofreie Zinsen etablieren. Die EZB-Schuldzertifikate würden den Banken (und anderen Finanzinvestoren) als sicheres Wertpapier dienen. Entsprechend würde die so etablierte kreditrisikofreie Zinsstrukturkurve eine gemeinsame Benchmark bieten zur Bewertung von Kreditrisiken privater Schuldner – unabhängig von ihrer jeweiligen Nationalität!

Im Ergebnis würde dieser Vorschlag damit einen der wichtigsten Systemfehler der Währungsunion beseitigen: die Diskriminierung von Kreditrisiken auf Basis der Nationalität des Schuldners, was den erklärten Zielen des gemeinsamen Marktes mit gemeinsamer Währung krass widerspricht. Da EZB-Schuldzertifikate eine allgemein längere Laufzeit als die jederzeit fälligen Zentralbankguthaben (Überschussreserven) der Banken aufweisen, käme es als Nebeneffekt bei einer Negativzinspolitik zu einer geringeren Steuer auf die Banken (die allerdings etwaige mit den Schuldzertifikaten verbundene Zinsrisiken tragen würden).

Das Endresultat dieses Vorschlags entspricht übrigens auch der Kernidee verschiedener „Eurobonds“-Vorschläge (Bibow 2013b), die ebenfalls den Kauf nationaler Staatsanleihen gegen Emission gemeinsamer Schuldtitel vorsehen. Die Bilanz des Eurosystems tritt beim EZB-Schuldzertifikate-Modell an die Stelle der in anderen Eurobonds-Vorschlägen vorgesehenen Schuldenagentur oder Special Purpose Vehicle. Die nationalen Schuldtitel kauft die EZB heute bereits auf Basis ihrer geldpolitischen Ziele am Markt. Der Vorschlag betrifft im Kern heute also den Ersatz der Überschussreserven durch EZB-Schuldzertifikate (als eine Art von der EZB emittierter Eurobonds, die in ihren Statuten ausdrücklich gestattet sind).

6.5 PADRES – EIN VORSCHLAG ZUR SCHULDENRESTRUKTURIERUNG

Die Abkürzung „PADRES“ steht für ein „Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone“ (auf Deutsch: politisch akzeptable Schuldenrestrukturierung in der Eurozone). Die Autoren Pierre Paris und Charles Wyplosz (2014) halten die Euro-Mitgliedstaaten als Folge der Finanzkrise für überschuldet und sehen die diagnostizierte Überschuldung als entscheidendes Wachstumshindernis. Ihr Vorschlag konzentriert sich daher auf die Restrukturierung der Schulden, um den Mitgliedstaaten eine sofortige Entlastung zu bringen und ihren finanzpolitischen Spielraum wiederherzustellen. Auch dieser Vorschlag sieht dazu den Ankauf nationaler Staatsanleihen im großen Umfang und gemäß dem EZB-Kapitalschlüssel vor.

Die konventionellen Staatsanleihen sollen mit ihrem Ankauf allerdings in unverzinsliche ewige Schuldtitel umgetauscht werden. Damit würde für die Schuldner de facto die Zinslast für immer entfallen. Um die Altschulden dauerhaft verschwinden zu lassen, braucht man eine geeignete Bilanz, eine Bilanz, die als Aktiva nur unverzinsliche Titel hält, also keine Erträge erzielt, denen aber wohl verzinsliche Verbind-

lichkeiten gegenüberstehen. Der eigentliche Nutzen entsteht bei dieser Konstruktion wiederum ähnlich wie bei anderen Eurobonds-Vorschlägen, weil die neuen (gemeinschaftlichen) Verbindlichkeiten niedrigere Zinsen zahlen als die alten (die eingemotteten Altschulden).

Das eigentlich originelle am PADRES-Vorschlag ist nun, zu dieser angestrebten Schuldenrestrukturierung zwecks Schuldnerentlastung die Bilanz der EZB einzusetzen. Die EZB würde also die Staatsanleihen kaufen und die Schuldner durch Umtausch in unverzinsliche Dauerschulden sofort entlasten. Um den Verdacht der monetären Finanzierung zu vermeiden, würde die EZB hierzu nicht Zentralbankgeld (Überschussreserven) schaffen, sondern – ähnlich wie im Vorschlag von Mario Tonveronachi – verzinsliche eigene Schuldtitel emittieren; deren Verzinsung allemal niedriger als die Zinsen auf die alten nationalen Staatsschulden wäre. Dieses Modell der Schuldenrestrukturierung betrifft die zukünftigen Zentralbankgewinne der EZB. Man erreicht das Kernziel, die schnelle Entlastung der Schuldner, im Tausch gegen niedrigere Zentralbankgewinne in der gesamten Zukunft.

Inwieweit der konkrete PADRES-Plan wirklich politisch akzeptabel wäre, sei hier dahingestellt. Das QE-Programm der EZB erzielt allerdings in mancher Hinsicht ähnliche Wirkungen, wie sie im PADRES-Vorschlag angestrebt werden. Als Nebenwirkung der QE-Geldpolitik erhalten Schuldner nicht sofort im vollen Umfang eine Entlastung, sondern in Abhängigkeit von der Laufzeitstruktur der Schulden nur schrittweise bei Refinanzierung alter Schulden zu niedrigeren Marktzinsen, abgesehen von vorübergehend erhöhten Zentralbankgewinnen, sofern und soweit diese ausgeschüttet werden. Die Wertpapierkäufe der EZB werden wohl auch im Volumen niedriger bleiben, als im PADRES-Vorschlag vorgesehen, und die gekauften Wertpapiere auch nicht zwingend bis zum Ende ihrer Laufzeit (und zumal nicht ewig) auf der Bilanz der EZB bleiben (und dabei durch Zentralbankgeld „monetisiert“, statt ewig durch Schuldtitel refinanziert zu werden). Geschmälerzte zukünftige Zentralbankgewinne beziehungsweise Verluste sind auch beim QE-Programm der EZB möglich.

Die PADRES-Autoren erwarteten durch die vorgeschlagene Initiative zur Schuldnerentlastung einen gewaltigen Wachstumsanschub. Parallel zu PADRES betonten Paris und Wyplosz dabei die Bedeutung, nationale „Schuldenbremsen“ zu schaffen, also die Fiskalpolitik gerade nicht expansiver zu gestalten. Wir teilen diesen Optimismus nicht. Schuldnerentlastung ist in der Tat sehr wichtig. Aber gemeinsam mit weiterer Sparpolitik wird auch das die Krise im Euroraum unseres Erachtens keineswegs lösen.

6.6 „HUBSCHRAUBERGELD“ ALS VERMEINTLICHE GELDPOLITIK

Eine Reihe von Vorschlägen zur Lösung der Krise im Euroraum laufen unter dem Titel „Hubschraubergeld“ (Helicopter Money). Dabei haben sie mindestens eines gemein: Skepsis über die Wirksamkeit der bisher eingesetzten geldpolitischen Mittel der EZB, konventioneller und unkonventioneller Art. Die Befürworter_innen von Hubschraubergeld befürchten, dass diese Mittel nicht ausreichen werden, die Konjunktur- und Inflationsziele der Gemeinschaft zu erreichen. Sie wol-

len daher noch weitergehen und sehen Hubschraubergeld als ein zusätzliches, vielleicht letztes „innovatives“ Mittel der Geldpolitik an. Muellbauer (2014) etwa schlägt vor, die EZB solle jedem/jeder erwachsenen Bürger_in der Währungsunion einen Scheck über 500 Euro schicken. Die EZB könnte laut Muellbauer „directly hand out cash to households as part of its method of meeting its inflation mandate. That is why I would classify this as monetary policy and not just a devious way of by-passing Eurozone rules.“

Auch Hubschraubergeld-Vorschläge wollen also neues Zentralbankgeld im großen Umfang schaffen lassen. Nur diesmal soll das nicht durch den Kauf der Zentralbank von Finanztiteln geschehen. Stattdessen soll die Zentralbank die Bevölkerung direkt und unmittelbar mit neuem und freiem Geld beglücken. Bezeichnet wird das Ganze daher in manchen Varianten auch als „QE for the people“. Den gewöhnlichen Transmissionsmechanismus der Geldpolitik über die Steuerung der Finanzierungsbedingungen und die Anregung zur Verschuldung und zum Geldausgeben will man so überspringen und auf direkterem Weg Mehrausgaben anregen, indem man den Bürger_innen Geldgeschenke macht. Solange die privaten Haushalte ihre Geldgeschenke von der Zentralbank nicht komplett sparen, würde Hubschraubergeld den privaten Konsum sicher erhöhen.

Skepsis zur hinreichenden Wirksamkeit der Geldpolitik, also günstigerer Finanzierungsbedingungen, ist meines Erachtens vor dem heutigen wirtschaftlichen Hintergrund wohl begründet. Die Suche nach alternativen Mitteln zur Stärkung der Nachfrage ist daher begrüßenswert. Selbst die Möglichkeit vermehrten Sparens der privaten Haushalte nach Erhalt des Hubschraubergeldes ließe sich übrigens vermeiden, indem die EZB nicht Schecks an die Bürger_innen verschickt, sondern den Bau von Pyramiden, Flugzeugträgern oder Windturbinenparks in der Nordsee und im Mittelmeer selbst in Auftrag gibt und die Rechnungen dann auch selbst mit ihrem eigenen („neu gedruckten“) Geld begleicht.

Diese – nicht wirklich ernst gemeinten – Ratschläge verdeutlichen jedoch die Problematik der ganzen Angelegenheit: Es handelt sich beim Hubschraubergeld eindeutig um fiskalpolitische Maßnahmen. Weder Staatsausgaben noch Transferzahlungen an private Haushalte zählen zu den geldpolitischen Instrumenten der EZB. Die Stellungnahme des EuGHs vom Januar 2015 betonte diese Bedingung ausdrücklich. Überhaupt besteht im kontinentaleuropäischen (römischen) Rechtssystem der grundsätzliche Verdacht der Illegalität, sofern etwas nicht (als geldpolitisches Instrument) kodifiziert ist. Transferzahlungen an private Haushalte sind in den Statuten der EZB definitiv nicht als geldpolitisches Instrument erwähnt. Auch Artikel 20 der EZB-Statuten, wonach der „EZB-Rat (...) mit der Mehrheit von zwei Dritteln der abgegebenen Stimmen über die Anwendung anderer Instrumente der Geldpolitik entscheiden [kann]“, gibt der EZB meines Erachtens nicht den Freiraum, ein Standardinstrument der Fiskalpolitik einfach zum Instrument der Geldpolitik zu erklären. Da die Fiskalpolitik über die Instrumente Transferzahlungen und Staatsausgaben bereits verfügt, ist eine sachliche Begründung für eine solche Machtausweitung der Zentralbank auch nicht ersichtlich.²⁷

²⁷ Kritisch zum Hubschraubergeld als vermeintliche Geldpolitik äußern sich zum Beispiel: Fullwiler (2015), Bibow (2016a, 2016b); Borio et al. (2016); Borio/Zabai (2016); Cecchetti/Schoenholtz (2016).

Befürworter_innen des Hubschraubergeldes scheinen zu befürchten, dass die politischen Behörden die Mittel der Fiskalpolitik (auch weiterhin) nicht angemessen einsetzen werden und zwar entweder, weil sie sich ideologisch dagegen entscheiden oder weil sie sich rechtlich daran gehindert sehen. Die Zentralbank soll dann ihren Unabhängigkeitsstatus ausnutzen und anstelle der Politik expansive Fiskalpolitik durch die Hintertür durchsetzen, also politische Ideologie und/oder Recht aushebeln. Dass ein solches Verhalten im krassen Konflikt mit demokratischen Grundsätzen steht, ist nur allzu offensichtlich. Das geldpolitische Ziel der Preisstabilität rechtfertigt nicht jedes Mittel.

Die korrekte Schlussfolgerung wäre vielmehr das Eingeständnis, dass selbst der aggressive Einsatz aller geldpolitischen Mittel unter bestimmten wirtschaftlichen Bedingungen Preisstabilität nicht allein gewährleisten kann. Die Macht der Geldpolitik ist nicht unbegrenzt. Die für die Zentralbank relevante Frage ist, ob sie ihre legitimen geldpolitischen Mittel mit maximaler Wirksamkeit einsetzt.

Die Entscheidung für eine expansivere Fiskalpolitik liegt dagegen eindeutig bei den politischen Autoritäten der WWU. Verweigert die Politik eine der Wirtschaftslage angemessene expansive Fiskalpolitik, zwingt sie die Zentralbank einerseits zum maximalen Einsatz ihrer geldpolitischen Mittel, verdammt sie dabei aber andererseits, ihr Preisstabilitätsziel dennoch zu verfehlen. Ein Finanzminister, der trotz herrschender Massenarbeitslosigkeit und Nullinflation in der WWU von ewigen Haushaltsüberschüssen träumt, dabei aber die Negativzinspolitik der Zentralbank attackiert, lebt in einem Paralleluniversum.²⁸

Ergänzend ist hier anzumerken, dass selbst der Versuch, eine direkte Verknüpfung zwischen dem Ratschlag eines fiskalpolitischen Konjunkturprogramms (wie etwa Transferzahlungen an private Haushalte) und der Schaffung neuen Zentralbankgeldes im selben Umfang²⁹ herzustellen, geldtheoretisch ohnehin völlig unnötig und im Kontext der Maastrichter Währungsunion auch alles andere als hilfreich ist. Eine solche direkte Verknüpfung würde natürlich sofort den deutschen Albtraum einer monetären Finanzierung wachrufen und entsprechende rechtliche Angriffe garantiert provozieren. Selbst die einschränkende Bedingung der EuGH-Stellungnahme vom Januar 2015 ist hier übrigens zu bedenken, die vorgibt, dass der Einsatz geldpolitischer Mittel „must ... not be contrary to the requirement for fiscal discipline and the principle that there is no shared financial liability“.

Für eine erfolgreiche wirtschaftliche Entwicklung ist vielmehr erforderlich, dass die geldpolitischen und fiskalpolitischen Behörden jeweils Politiken betreiben, die geeignet sind, sowohl Preisstabilität als auch andere Ziele der Wirtschaftspolitik zu erreichen. In dieser Studie habe ich mich auf die Rolle der Geldpolitik konzentriert und bin dabei zu

²⁸ Statt das krasse Versagen der Krisenpolitik der WWU einzugestehen und den dringend gebotenen Kurswechsel einzuleiten, bezichtigte Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble die Kritiker_innen seiner Politik, diese würden, wohl in einem „parallelen Universum“ (Schäuble 2013) lebend, die wundersamen Erfolge seiner Politik nur nicht würdigen wollen (siehe auch Wolf 2013).

²⁹ Die EZB kauft heute monatlich Vermögenstitel im Umfang von 80 Milliarden Euro, also knapp 1 Billion Euro im Jahr. Das übertrifft jedes realistische fiskalpolitische Konjunkturprogramm um ein Vielfaches. Zum Beispiel sieht der „Juncker-Plan“ Investitionen von gut 100 Milliarden Euro im Jahr vor.

dem Ergebnis gekommen, dass die EZB heute zwar endlich ihren notwendigen Beitrag leistet, aber auf sich allein gestellt eine zur Lösung der Krise im Euroraum hinreichend starke Konjunktur- und Inflationsentwicklung nicht wird erreichen können.

Obwohl es den Rahmen dieser Studie streng gesehen überschreitet, werden wir im nächsten Abschnitt noch einen spezifischen Vorschlag zur Fiskalpolitik im Euroraum mit einer rudimentären Fiskalunion skizzieren, die auch die EZB bei der Verfolgung ihres Preisstabilitätsziels wirksam unterstützen würde. Im übernächsten und letzten Abschnitt werden dann vergleichend kurz die Ideen und Vorschläge des Vier-Präsidenten-Berichts und des Fünf-Präsidenten-Berichts zur Wirtschafts- und Währungsunion Europas („Four-Presidents' Report“ bzw. „Five-Presidents' Report“) skizziert und abgewogen.

6.7 EURO-SCHATZAMT, FISKALPOLITIK UND MAKROÖKONOMISCHER POLICY-MIX

Vorschläge zum Einsatz von Hubschraubergeld haben das entscheidende heutige wirtschaftspolitische Manko durchaus richtig erkannt: die unzureichende Fiskalpolitik. Vor dem Hintergrund eines fragilen und unausgewogenen Aufschwungs bei (oder am Rande der) Deflation hat die Geldpolitik nunmehr zwar für sehr niedrige Zinsen gesorgt. Aber das allein hat die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nicht hinreichend gestärkt und wird sie unseres Erachtens auch nicht hinreichend stärken können. Eine expansivere Fiskalpolitik ist heute dringend geboten. Die Frage ist nur, wie man sie am besten organisieren sollte.

Insbesondere die Investitionen sind in der Eurozone nachhaltig eingebrochen. Unter dem Joch des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (SWP) wurden die öffentlichen Investitionen auf ein außergewöhnlich niedriges Niveau gekappt. Der gemeinschaftliche Sparrausch führte allerdings in die Irre, in die Sackgasse, erwies sich als sozial verheerend und wirtschaftlich kontraproduktiv und zwar sowohl aus konjunktureller als auch aus wachstumspolitischer Perspektive. Europas WWU muss hier dringend zur Normalität zurückfinden. Mit einem Euro-Schatzamt könnte das gelingen (Bibow 2015b).

Die Kernidee eines Euro-Schatzamts ist schlicht und einfach: Das Euro-Schatzamt wird die zukünftigen öffentlichen Investitionen der WWU als Pool vereinen und durch echte gemeinsame Anleihen finanzieren. Die Regierungen der Mitgliedsländer legen dazu das Anfangsvolumen sowie die jährliche Wachstumsrate der öffentlichen Investitionen im Euroraum in der Folgezeit fest. Ansonsten arbeitet das Euro-Schatzamt gemäß einer strikten Regel. Die Mitgliedstaaten bleiben derweil an alle bestehenden Regeln des aktuellen Euro-Fiskalregimes gebunden. Diese werden allerdings nur auf die laufenden öffentlichen Ausgaben angewendet, da die nationalen öffentlichen Investitionen nunmehr ein separates Investitionsbudget bilden, das durch gemeinsame Anleihen finanziert wird.

Das Euro-Schatzamt würde die Investitionen dabei nicht selber tätigen. Stattdessen würde es entsprechende Investitionszuschüsse an die Regierungen der Mitgliedstaaten verteilen, die genau ihrem Anteil am BIP der Eurozone entspre-

chen. Der Punkt ist, dass auch die Zinszahlungsverpflichtungen für die gemeinsamen Anleihen auf Basis der BIP-Anteile der Mitgliedstaaten berechnet werden. Umverteilung wird dadurch per Design ausgeschlossen: Das Euro-Schatzamt ist so speziell konzipiert, dass mit ihm keine Transferunion entsteht; es ist unabhängig vom – und besteht parallel zum – EU-Haushalt, der das einzige Instrument jeglicher innerregionalen Umverteilung innerhalb der EU (und WWU) bleibt.

Der Euro-Schatzamt-Plan (ESP) ist nicht einfach nur ein weiterer Eurobonds-Vorschlag. Es findet keine Vergemeinschaftung existierender („alter“) Staatsschulden statt. Für diese bleiben alleine die Mitgliedstaaten verantwortlich, und auch die No-Bailout-Klausel bleibt weiterhin bestehen (bzw. wird wiederbelebt). Der ESP ist völlig auf die Zukunft gerichtet. Es geht um eine gemeinsame Schuldenfinanzierung zukünftiger öffentlicher Investitionen, welche die Grundlage der gemeinsamen Zukunft der Euro-Schicksalsgemeinschaft bilden. Das kritische Neue an dem Vorschlag ist also die Art und Weise, wie er Ausgaben und Finanzierung öffentlicher Investitionen und konjunkturpolitischer Maßnahmen miteinander verbindet und dabei gleichzeitig das Euro-Regime in vielfacher Weise entscheidend stärkt.

Durch die Verstetigung der öffentlichen Investitionen auf einem angemessenen Niveau würde der ESP einen entscheidenden Baustein dafür liefern, den Euro in eine Triebkraft für gemeinsamen Wohlstand statt gemeinsamer Verarmung zu verwandeln. Unter heutigen Bedingungen würde dabei selbst eine Rückkehr zur Normalität bei den öffentlichen Investitionsausgaben schon wie ein Konjunkturprogramm wirken. Natürlich könnte man für die ersten Jahre auch mehr vereinbaren.

Von der EZB würde man laut ESP weder erwarten, dass sie anstelle der Finanzminister Schecks an private Haushalte verschickt, noch dass sie Staatsanleihen im spezifischen Volumen der laufenden öffentlichen Investitionsausgaben erwirbt. Sie würde weiterhin im Rahmen ihrer Unabhängigkeit über die zur Erreichung ihres Mandats angemessenen Finanzierungsbedingungen entscheiden und dazu ihre geldpolitischen Instrumente wirksam einsetzen. Unter bestimmten wirtschaftlichen Bedingungen – wie zum Beispiel den heutigen – kann das auch den massenhaften Erwerb von Staatsanleihen beinhalten. Das Maastrichter WWU-Regime verbietet eine Vorrangstellung der Wirtschaftspolitik gegenüber der Geldpolitik. Die Wirtschaftspolitik darf nicht den Kurs der Geldpolitik diktieren, zumal für die EZB das vorrangige Ziel der Preisstabilität gilt. Dieses Verbot schließt das Erreichen eines angemessenen makroökonomischen Policy-Mix aber nicht grundsätzlich aus. Solange beide Spieler verantwortlich handeln, kann es selbst bei Verzicht auf eine explizite Politikkoordinierung zu einem angemessenen Mix aus Geld- und Fiskalpolitik kommen. Man kann der EZB vorwerfen, erst mit vielen Jahren Verspätung die monetären Bedingungen für einen Aufschwung geschaffen zu haben. Heute ist es jedoch die Fiskalpolitik, die weiterhin ihre Verantwortung hochgradig missachtet (Terzi 2016).

Der ESP ist zudem mehr als nur ein Konjunkturprogramm und Garant für stetige und angemessene öffentliche Investitionen. Für die Bankenunion, die den berüchtigten „Banken-Staat-Teufelskreis“ brechen sollte, ist das Euro-Schatzamt ebenfalls von entscheidender Bedeutung. Die derzeit in der

Bankenunion vorgesehenen fiskalischen Auffangnetze sind unzureichend und bleiben weitgehend national. Die schnelle Liquidität der EZB mit einer finanzpolitischen Deckung durch das Euro-Schatzamt zu koppeln würde ein weitaus stärkeres Bollwerk gegen jede Bedrohung durch Finanzkrisen schaffen.

Dabei würde das Euro-Schatzamt auch jene so kritischen sicheren gemeinsamen Schuldtitel bereitstellen, die man als Grundlage für eine gemeinsame Fristenstruktur des (kreditrisikofreien) Zinses braucht. Der Euro wird folglich solange auf keinem sicheren Fundament stehen, wie der EZB ein Euro-Schatzamt als Partner fehlt. Erst ein Euro-Schatzamt würde jene entscheidende Achse aus Zentralbank und Schatzamt ermöglichen, die im Zentrum der wirtschaftspolitischen Handlungsfähigkeit souveräner Staaten steht.

6.8 FISKALPOLITIK DER WÄHRUNGSUNION BLEIBT KRAFTLOS, VORSCHLÄGE FÜR EINE „FISKALUNION“ VAGE

Seit 2013 ist die Fiskalpolitik der Währungsunion auf einen neutralen Kurs eingeschwenkt. Nach drei Jahren kontraproduktiver Konsolidierungspolitik war dies ein wichtiger Beitrag zur Beendigung der langen Rezession. Der Kurs der Fiskalpolitik im Euroraum bleibt aber weiterhin das Zufallsergebnis aus der Summe der nationalen Fiskalpolitiken. Weder der Stabilitäts- und Wachstumspakt, der Fiskalpakt (Fiscal Compact) noch das Europäische Semester leisten einen konstruktiven Beitrag zu einer gezielten wachstumsorientierten Politikkoordination. Insbesondere Deutschlands Fiskalpolitik ist viel zu restriktiv, um den Abbau von Ungleichgewichten innerhalb der Währungsunion zu unterstützen (IWF 2014; Abiad et al. 2015; Arce et al. 2016). Das angeblich zu diesem Zweck ins Leben gerufene Verfahren zur Vermeidung und zum Abbau makroökonomischer Ungleichgewichte innerhalb der WWU ist eine pure Farce. Deutschland und die Niederlande weisen gigantische andauernde Leistungsbilanzüberschüsse auf, erfahrungsgemäß jedoch keinerlei Konsequenzen.

Zwei Faktoren haben den Kurswechsel zu einer neutralen Fiskalpolitik seit 2013 ermöglicht. Erstens ist die Zinslast auf die öffentlichen Schulden gemeinsam mit dem Zinsniveau deutlich gesunken. Hierdurch wird automatisch entsprechender fiskalpolitischer Spielraum gewonnen, und die Primärhaushalte werden entsprechend vor Kürzungsdruck bewahrt. Zweitens hat die EU-Kommission bei der Anwendung der Fiskalregeln in den letzten Jahren etwas mehr Flexibilität gelten lassen, was insbesondere den größeren, für die Gesamtsituation im Euroraum wichtigeren Ländern Frankreich, Italien und Spanien zusätzlichen fiskalpolitischen Spielraum gab.

Diese und fast alle anderen Länder der Währungsunion stehen jedoch vor der Perspektive weiterer Konsolidierungsbemühungen auf viele Jahre hinaus. Deutschland träumt derzeit davon, seine öffentlichen Schulden zurückzuzahlen, wird also keinerlei Gegengewicht zum Konsolidierungskurs der Partnerländer liefern. Die Flüchtlingskrise hat hier keine wesentliche Veränderung gebracht. Und auch der „Juncker-Plan“, eine Investitionsinitiative der EU-Kommission im Volumen von 315 Milliarden Euro in den Jahren 2015 bis 2017 (rund 0,75 Prozent des BIP pro Jahr), bleibt wenig mehr als Makulatur, weil das tatsächliche Volumen zusätzlicher öffentlicher

Investitionen unbedeutend ist und der erhoffte konjunkturelle Impuls im Grunde allein durch private Investitionen entstehen soll.

Der Juncker-Plan ist aber vielleicht ein offizielles Bekenntnis dafür, dass man die Investitionsschwäche zumindest als Problem erkannt hat. Er ist aber wohl gleichzeitig auch ein Eingeständnis der Machtlosigkeit der EU-Kommission, wirksame Maßnahmen zur Behebung der Probleme im Euroraum einleiten zu können.

Die heutigen Aussichten für eine konstruktivere Fiskalpolitik in den nächsten Jahren stehen somit schlecht. Kann man vielleicht zumindest auf positive Reformen des Politikregimes in der mittleren Frist hoffen? Zwei Berichte der Präsidenten der EU/WWU-Institutionen sind hier relevant.

Der erste, der sogenannte „Four Presidents' Report“ mit dem Titel „Towards a Genuine EMU“ (European Council/ Van Rompuy 2012) wurde im Jahr 2012 veröffentlicht und sah drei Phasen für den Weg der Währungsunion zu einer echten Banken-, Fiskal- und Wirtschaftsunion vor. Der kurzfristige Fokus lag auf der Vollendung der Bankenunion, um den Teufelskreis zwischen Banken und Staaten zu brechen (Phase 1: 2012 bis 2013 und Phase 2: 2013 bis 2014). Für die mittlere Frist (Phase 3: nach 2014) war eine Fiskalunion nach dem Versicherungsprinzip vorgesehen, in der die spezifische Konjunkturlage der Mitgliedsländer ihre Beiträge bzw. Bezüge aus dem vorgesehenen gemeinsamen Haushalt bestimmen würde. Die vorgeschlagene „begrenzte fiskalpolitische Kapazität auf Unionsebene“ würde so auch die Grundlage für die Emission gemeinsamer Schuldtitel bieten, ohne dazu etwaige Altschulden zu vergemeinschaften. Dieser Schritt, der auch von angemessenen Vorkehrungen zur demokratischen Legitimität und Rechenschaftspflicht zu begleiten wäre, würde ergänzt werden durch die Schaffung eines stärkeren Rahmens zur Koordinierung, Konvergenz und Durchsetzung von Strukturpolitiken, die die Wettbewerbsfähigkeit fördern sollen.

Der zweite, im Juni 2015 veröffentlichte „Five Presidents' Report“ mit dem Titel „Completing Europe's Economic and Monetary Union“ sieht weiterhin Fortschritt der Integration in drei Phasen vor. Die erste Phase reicht dabei bis Mitte 2017 und gilt der Umsetzung des bisher Beschlossenen. Die zweite Phase soll danach bis spätestens 2025 eine „vertiefte und echte“ Wirtschafts- und Währungsunion herstellen – was bei Umsetzung aller dazu als erforderlich erachteten Maßnahmen auch den Eintritt in die dritte (End-)Phase der WWU markieren würde, in der die WWU dann ein „Hort der Stabilität und des Wohlstands für alle Bürger der EU-Mitgliedstaaten [sein soll], die eine gemeinsame Währung miteinander teilen. Dieser beizutreten wäre auch für andere EU-Mitgliedstaaten attraktiv, wenn sie dazu bereit sind“ (Europäische Kommission 2015: 6).

Für die Vollendung der Bankenunion ist ein gemeinsames Einlagensicherungssystem vorgesehen. Der ESM soll dabei als Backstop für den einheitlichen Abwicklungsfonds dienen und einen leichteren Zugang für die direkte Rekapitalisierung von Banken ermöglichen. Für die Fiskalunion spräche dem Bericht zufolge dagegen nunmehr in erster Linie die Notwendigkeit, einen angemessenen fiskalpolitischen Kurs für die Union insgesamt zu gewährleisten. Längerfristig hält man aber auch die Schaffung einer gemeinsamen Sta-

bilisierungsfunktion zur Bekämpfung schwerer Krisen für notwendig. Im Kapitel zur Politischen Union spricht der Bericht von einem „Euro Area Treasury“, der die hierzu notwendige gemeinsame fiskalpolitische Entscheidungsfindung bei demokratischer Legitimation und Rechenschaftspflicht ermöglichen soll.

Die beiden Berichte zeigen wohl eines: Die Verantwortlichen der EU/WWU haben mittlerweile die Konstruktionsfehler der Währungsunion zumindest teilweise erkannt. Einige ihrer Vorschläge sind auch durchaus konstruktiv und würden einen positiven Wandel bedeuten. Insgesamt bleibt die Rolle der makroökonomischen Wirtschaftspolitik aber weiterhin kritisch unterentwickelt, die neoliberale Obsession mit ihrem Leitmotiv der Wettbewerbsfähigkeit wird dagegen schädlich überbetont. Die notwendigen Lehren aus der US-amerikanischen Erfahrung werden bis heute nicht gezogen.

Dazu zählt heute ironischerweise ebenso die Erfahrung, dass auch die US-Wirtschaft allein mit einer extrem expansiven Geldpolitik nicht auf einen Pfad starken, nachhaltigen Wachstums zurückgefunden hat. Die USA verfügen über die notwendigen gemeinsamen Institutionen und Politiken, setzen sie aber aufgrund politischer Konflikte zurzeit nicht wirksam ein. In Europas Währungsunion bleibt die Situation heute unvergleichbar kritischer, weil gewisse notwendige gemeinsame Institutionen und Politiken fehlen und gravierende ideologische Verblendungen deren Entwicklung zurzeit auch nicht begünstigen.

7

ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK

Europa hat sich mit dem Euro auf eine sehr eigentümliche Währungsunion eingelassen, die keine Wirtschaftsunion ist. Im Kern wurden Europas Märkte seit Ende der 1980er Jahre immer weiter liberalisiert und zum gemeinsamen Markt mit gemeinsamer Währung integriert, während eine entsprechende Integration der Wirtschaftspolitik – abgesehen von der Geld- und Wettbewerbspolitik – weitgehend ausblieb. Hieraus sind gravierende Schwächen sowohl hinsichtlich der makroökonomischen wirtschaftspolitischen Steuerung der großen WWU-Wirtschaft als auch hinsichtlich der Vermeidung und Bekämpfung von Finanzkrisen erwachsen. Die Nationalstaaten erlebten einen Schwund ihrer wirtschaftspolitischen Macht, wurden verteidigungslos; ein neues Gegengewicht auf zentraler Ebene war aber nicht geschaffen worden. Es entstand ein Vakuum. Im Ergebnis sind das Euro-Regime und seine Bestandteile, einschließlich der unabhängigen Zentralbank, gefährlich verwundbar.

Bedingt durch eine von neoliberalen und deutschen Einflüssen geprägte und fehlgeleitete Wirtschaftsdeologie war die Wirtschaftsentwicklung vor der anhaltenden Krise im Euroraum wenig befriedigend; seit der Krise ist sie katastrophal schlecht. Europas WWU hatte es vor der Krise versäumt, interne Divergenzen und Ungleichgewichte wirksam zu begrenzen. Mit dem Ausbruch der Krise, auf die man weder institutionell noch intellektuell vorbereitet war, entstand so eine gefährliche Spaltung der WWU-Partner in Gläubiger- und Schuldnermitgliedsländer. Ein tiefer Graben durchzieht heute die WWU-Schicksalsgemeinschaft, macht die Überwindung der Krise nur umso schwieriger. Die Krisenländer weisen gigantische Auslandsschulden auf, denen eine entsprechend stark angestiegene Verschuldung ihrer privaten und öffentlichen Sektoren entspricht. Deutschland dagegen hat riesige Auslandsforderungen angesammelt und diktiert als Hauptgläubiger heute die Politik der EU/WWU, die als eine Partnerschaft gleichberechtigter Mitglieder konzipiert gewesen war. Bei desolater wirtschaftlicher Entwicklung haben sich auch politische und soziale Instabilitäten immer weiter ausgeweitet. Die bisherigen Reformen haben das Euro-Regime keineswegs sicherer gemacht.

Von Beginn an stand die EZB im Mittelpunkt des Krisenmanagements der WWU. Lange Zeit konzentrierten sich

die Maßnahmen der EZB darauf, die krisenbedingt stark angestiegene Liquiditätsnachfrage der Banken und Bankensysteme im Euroraum zu befriedigen. Die EZB verhinderte so die weitere Ausweitung der Banken- und Finanzkrise, sie betrieb Schadensbegrenzung, unterließ aber frühzeitige konstruktive Beiträge für eine Wirtschaftserholung. In besonders kritischen Phasen der Krise unterstützte sie Reformen des Euro-Regimes sowie Rettungsmaßnahmen für von der Krise besonders stark betroffene WWU-Mitgliedstaaten durch spezielle Liquiditätsprogramme, und zwar mit dem gerechtfertigten Ziel, die Wirksamkeit der einheitlichen Geldpolitik in der Währungsunion sicherzustellen bzw. wiederherzustellen.

Die EZB ist bezüglich ihres Beitrags zum Krisenmanagement im Euroraum insbesondere in Deutschland vielfach öffentlicher Kritik sowie rechtlicher Klagen ausgesetzt gewesen. Dies hat vermutlich auch dazu beigetragen, dass oftmals verspätet und zu zaghaft gehandelt wurde. Erst im Sommer 2014 vollzog die EZB einen entscheidenden Geisteswandel und Kurswechsel hin zu einer aktiveren Geldpolitik. Nach langjähriger Enthaltensamkeit hat sie seither versucht, den deflationären Tendenzen in der WWU bei herrschender Dauerstagnation und Massenarbeitslosigkeit mit mehr Entschlossenheit, konkret mit einer Negativzinspolitik sowie mit dem massenweisen Ankauf von Vermögenswerten, einschließlich Staatsanleihen, entgegenzutreten. In Deutschland löste der neue Aktivismus der EZB erneut besonders scharfe Kritik aus. Der EZB wird dabei unter anderem vorgeworfen, monetäre Finanzierung zu betreiben, die deutschen Sparer_innen zu enteignen und deutsche Banken in den Bankrott zu treiben.

Vorwürfe dieser Art missverstehen die Sachlage und verleugnen die Wirtschaftsrealität in der WWU. Die Zinsen sind heute so niedrig, in der Tat negativ, weil dies der depressiven und äußerst fragilen Wirtschaftslage in der WWU entspricht. Der EZB ist nicht ihr heutiges Handeln vorzuwerfen, sondern ihr Nichthandeln in früheren Jahren. Daran war einerseits ihr eigener intellektueller Ballast Schuld, ihre Prägung nach dem Vorbild der Deutschen Bundesbank, ein für Europas WWU völlig untaugliches merkantilistisches Wirtschaftsmodell. Kern dieses Modells ist eine inhärente Asymmetrie, die auf externen wirtschaftlichen Anschlag in Gestalt von

Leistungsbilanzüberschüssen angewiesen ist, sonst aber infolge von Lohnsenkungen, Sozialabbau und restriktiver Fiskalpolitik Stagnation verursacht. Andererseits waren es auch immer wieder spezifische deutsche Widerstände aus der Politik, den Medien, der Öffentlichkeit, dem Bundesverfassungsgericht, nicht zuletzt der Deutschen Bundesbank selbst, die dem Wohl der Euro-Partnerschaft unangemessene Hindernisse aufbauten.

Selbst im neunten Jahr seit Beginn der Krise und trotz der mittlerweile energischen Bemühungen der EZB bestehen in Europas WWU weiterhin Zinsdifferenzen und Unterschiede in der Kreditverfügbarkeit, die mit den Prinzipien des gemeinsamen Marktes mit gemeinsamer Währung im krassen Konflikt stehen und letztlich Ausdruck der Fehlkonstruktion des Euro-Regimes sind. Grob gesprochen hat die EZB jedoch heute endlich Finanzierungsbedingungen herbeigeführt, die der herrschenden Wirtschaftsmisere angemessen sind und einer Erholung nicht länger im Weg stehen. Die extrem niedrigen Zinsen von heute sind Ausdruck und Reflektion der Schwere der Finanz- und Wirtschaftskrise im Euroraum.

Etwaige verbleibende Spielräume der Geldpolitik, sei es für weitere Senkungen der Geldpolitikzinsen und/oder für eine Ausweitung/Verlängerung ihres QE-Programms erscheinen dagegen heute eher gering zu sein; nicht zuletzt, weil deutsche Haushaltsüberschüsse deutsche Staatsanleihen weiter verknappen. Auch dies ist Ausdruck einer im höchsten Maße unverantwortlichen deutschen Wirtschaftspolitik, die die notwendige Anpassung in der WWU verhindert und den Fortbestand des Euroraumes gefährdet, indem sie ihn in den gemeinsamen Ruin treibt. Die Geldpolitik der EZB allein wird dies nicht verhindern können, zumal der Grenznutzen zusätzlicher geldpolitischer Maßnahmen sinkt, während die damit einhergehenden Risiken tendenziell zunehmen.

Angebracht ist daher heute keine Kritik mehr an der zunehmend verzweifelten Geldpolitik der EZB, sondern Kritik an der Wirtschaftspolitik, diese nicht angemessen zu unterstützen. Damit sind keineswegs jene unablässig aus interessierter Ecke eingeforderten Strukturreformen zur Flexibilisierung des Arbeitsmarktes und Rückführung der sozialen Absicherung gemeint. Lohnsenkungen und Sozialabbau sind keineswegs geeignet, die Beschäftigung zu erhöhen. Sie erdrosseln nur die Binnennachfrage und machen dabei die Wirtschaft nur noch stärker von externen Wachstumsimpulsen abhängig. Die versprochene Steigerung der heiligen Wettbewerbsfähigkeit erweist sich als *Fata Morgana*, wenn alle Partner denselben Unfug gleichzeitig betreiben. Dann verschiebt sich im Ergebnis nur die Verteilung zugunsten derjenigen, die diese Scheinweisheiten weiterhin erfolgreich an Politik und Medien verkaufen.

Gemeint ist hier stattdessen eine Unterstützung der Geldpolitik durch eine angemessene expansive Fiskalpolitik. Das erfordert vor allem eine Rückkehr der öffentlichen Investitionen zur Normalität, also eine spürbare Erhöhung ihres sehr niedrigen Niveaus, das der jahrelangen und in mehrfacher Hinsicht kontraproduktiven Sparpolitik geschuldet ist. Dies fordert mittlerweile selbst der IWF immer lauter. Doch an tauben deutschen Ohren prallt weiterhin jede Vernunft ab.

Die Wirtschafts- und Geldpolitik der Eurozone hat gravierende Fehler gemacht. Der volkswirtschaftliche Schaden daraus ist gewaltig. Die Fehlkonstruktion der WWU ist ein

wichtiger Teil des Problems. Ein anderer Teil ist eher intellektueller Art: Die Verantwortlichen sind in einer politischen Ideologie gefangen, handeln realitätsfremd und lernresistent. Will man den Euro noch retten und in eine echte WWU reformieren, die Prosperität und Stabilität statt Fragilität und Verarmung einbringt, will man dadurch auch den Schaden verhindern, der Deutschland im Fall eines Zusammenbruchs des Euros treffen würde, so wird sich Deutschlands Wirtschaftspolitik sehr grundlegend bewegen müssen. Es lässt sich nicht mehr verleugnen: Die seit Jahren von Berlin aus für Europa diktierte Wirtschaftspolitik ist eklatant gescheitert.

Abkürzungsverzeichnis

ABSPP	Asset-Backed Securities Purchase Programme
APP	Asset Purchase Programme
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsverkehr
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
CAC	Collective Action Clause
CBPP	Covered Bond Purchase Programme
EFSF	Europäische Finanzstabilisierungsfazilität
ELA	Emergency Liquidity Assistance
EZB	Europäische Zentralbank
EONIA	Euro OverNight Index Average
EuGH	Europäischer Gerichtshof
Euribor	Euro Interbank Offered Rate
ESM	Europäischer Stabilitätsmechanismus
ESRB	European Systemic Risk Board
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EWS	Europäisches Währungssystem
FSOs	Feinststeuerungsoperationen
GLRG	gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte
HRG	Hauptrefinanzierungsgeschäfte
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IWF	Internationaler Währungsfonds
LRG	längerfristige Refinanzierungsgeschäfte
NIRP	Negative Interest Rate Policy (Geldpolitik des Negativzinses)
NZB	Nationale Zentralbank
OMT	Outright Monetary Transactions
QE	Quantitative Easing (quantitative Lockerung)
PADRES	Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone
PSI	Private Sector Involvement
PSPP	Public Sector Purchase Programme
SMP	Securities Markets Programme
SRF	Single Resolution Fund
SSM	Single Supervisory Mechanism
TARGET2	Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System (zweite Generation)
TEG	Theorie des endogenen Geldes
TOW	Theorie optimaler Währungsräume
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion
ZIRP	Zero Interest Rate Policy (Geldpolitik des Nullzinses)

Abbildungsverzeichnis

- 18 Abbildung 1
Zinszyklus der EZB und Geldmarktzinsen (1999–2016)
- 38 Abbildung 2
Inflationentwicklung (HVPI)
- 39 Abbildung 3
Krise im Euroraum und Geldpolitik im Spiegel der konsolidierten Bilanz des Eurosystems
- 40 Abbildung 4
TARGET2-Salden steigen wieder

Literaturverzeichnis

- Abiad, Abdul; Furceri, Davide; Topalova, Petia 2015: The Macroeconomic Effects of Public Investment: Evidence from Advanced Economies, IMF Working Paper WP/15/95.
- Acharya, Viral V.; Steffen, Sascha 2013: The Greatest Carry Trade Ever? Understanding European Bank Risks, New York University Stern School of Business Working Paper, NBER WP 19039.
- Almunia, Joaquim 2008: Foreword, in: EMU@10 – Successes and Challenges after Ten Years of Economic and Monetary Union, Brussels: European Commission.
- Arce, Óscar; Hurtado, Samuel; Thomas, Carlos 2016: Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union, ECB Working Paper No. 1942.
- Augustin, Patrick; Boustanifar, Hamid; Breckenfelder, Johannes; Schnitzler, Jan 2016: Sovereign to Corporate Risk Spillovers, ECB Working Paper No. 1878.
- Avgouleas, Emiliós; Goodhart, Charles A. E. 2014: A Critical Evaluation of Bail-in as a Bank Recapitalization Mechanism, CEPR International Macroeconomics Discussion Paper Series No. 10065, London.
- Bagehot, Walter [1873] 1999: Lombard Street: A Description of the Money Market, New York.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) 2011: The Impact of Sovereign Credit Risk on Bank Funding Conditions, Committee on the Global Financial System Papers No. 43, Basel.
- Bastasin, Carlo 2015: Saving Europe: Anatomy of a Dream, Brookings Institution Press, Washington, D.C.
- Benoit, Bertrand; Barber, Tony 2009: Germany Ready to Help Eurozone Members, in: Financial Times, 18.2.2009, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/825af89a-fe02-11dd-932e-000077b07658.html#axzz3Zpzhvs1E> (4.11.2016).
- Bentzien, Hans; Fairless, Tom 2016: Germany's Schäuble: Time is Near to End Central Banks Easy Money Policies, Finance Minister Makes Remarks Amid Growing Criticism in Germany of European Central Bank, in: Wall Street Journal, 9.4.2016.
- Bernholz, Peter 1998: Die Bundesbank und die Währungsintegration in Europa, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Fünfzig Jahre Deutsche Mark: Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948, München.
- Bibow, Jörg 2001: Making EMU Work: Some Lessons from the 1990s, in: International Review of Applied Economics 15 (3), S. 233–259.
- Bibow, Jörg 2004: Reflections on the Current Fashion for Central Bank Independence, in: Cambridge Journal of Economics 28 (4), S. 549–576.
- Bibow, Jörg 2005: Germany in Crisis: The Unification Challenge, Macroeconomic Policy Shocks and Traditions, and EMU, in: International Review of Applied Economics 19 (1), S. 29–50.
- Bibow, Jörg 2006a: Inflation Persistence and Tax-push Inflation in Germany and the Euro Area: A Symptom of Macroeconomic Policy Mismanagement?, IMK Study 1/2006.
- Bibow, Jörg 2006b: The Euro Area Drifting Apart: Does Reform of Labor Markets Deliver Competitive Stability or Competitive Divergence?, in: ETUC (Hrsg.): Structural Reforms and Macro-Economic Policy, S. 76–86.
- Bibow, Jörg 2007a: How the Maastricht Regime Fosters Divergence as Well as Instability, in: Arestis, Philip; Hein, Eckhard; Le Heron, Edwin (Hrsg.): Aspects of Modern Monetary and Macroeconomic Policies, Basingstoke, S. 197–222.
- Bibow, Jörg 2007b: Bad for Euroland, Worse for Germany – The ECB's Record, in: Hölscher, Jens (Hrsg.): Germany's Economic Performance: From Unification to Euroization, Basingstoke, S. 42–65.
- Bibow, Jörg 2009a: On the Origin and Rise of Central Bank Independence in West Germany, in: European Journal of the History of Economic Thought 16 (1), S. 155–190.
- Bibow, Jörg 2009b: Keynes on Monetary Policy, Finance and Uncertainty: Liquidity Preference Theory and the Global Financial Crisis, London; New York.
- Bibow, Jörg 2010: Zur (Re-)Etablierung zentralbankpolitischer Institutionen und Traditionen in West-Deutschland: Theoretische Grundlagen und politisches Kalkül (1946–1967), in: Scheer, Christian (Hrsg.): Die deutschsprachige Wirtschaftswissenschaft in den ersten Jahrzehnten nach 1945, Studien zur Entwicklung der ökonomischen Theorie, Band 115/XXV, Berlin, S. 491–588.
- Bibow, Jörg 2012a: The Euroland Crisis and Germany's Euro Trilemma, in: International Review of Applied Economics 27 (3), S. 360–385.
- Bibow, Jörg 2012b: The Euro and its Guardian of Stability: Fiction and Reality of the 10th Anniversary Blast, in: Rochon, Louis-Philippe; Olawoye, Salewa 'Yinka (Hrsg.): Monetary Policy and Central Banking: New Directions in Post-Keynesian Theory, Cheltenham, U.K.; Northampton, MA, U.S., S. 190–226.
- Bibow, Jörg 2013a: Germany and the Euroland Crisis: The Making of a Vulnerable Haven, Levy Economics Institute, Working Paper No. 767.
- Bibow, Jörg 2013b: Lost at Sea: The Euro Needs a Euro Treasury, IMK Study No. 35.
- Bibow, Jörg 2015a: The Euro's Savior? Assessing the ECB's Crisis Management Performance and Potential for Crisis Resolution, IMK Study No. 42.
- Bibow, Jörg 2015b: Die Euro-Währungsunion benötigt ein Euro-Schatzamt zum überleben, Friedrich-Ebert-Stiftung, WISO direkt Nr. 34 (2015), Bonn.
- Bibow, Jörg 2016a: „Helicopter Money“ is a Muddled Fiscal Policy by Another Name, in: Financial Times, Letter to the Editor, 13.5.2016.
- Bibow, Jörg 2016b: Of Voices in the Air and Never-ending Dreams of Helicopter Drops, Multiplier Blog, <http://multiplier-effect.org/of-voices-in-the-air-and-never-ending-dreams-of-helicopter-drops/> (4.11.2016).
- Bibow, Jörg 2016c: From Anti-growth Bias to Quantitative Easing: The ECB's Belated Conversion?, Levy Economics Institute, Working Paper No. 868.
- Bibow, Jörg; Flassbeck, Heiner 2016: Fiskalische Austeritätspolitik und Lohnsenkung: Eine fatale, aber unverstandene Kombination als „Anpassungs-Programm“ in den Eurokrisenländern, i. E.
- Bibow, Jörg; Terzi, Andrea (Hrsg.) 2007: Euroland and the World Economy: Global Player or Global Drag?, Basingstoke; New York.
- Bindseil, Ulrich; Manzanares, Andres; Weller, Benedict 2004: The Role of Central Bank Capital Revisited, ECB Working Paper No. 392.
- Bindseil, Ulrich; Cour-Thimann, Philippe; Koenig, Philipp 2012: TARGET2 and Cross-border Interbank Payments During the Financial Crisis, CESifo Forum Special Issue.
- Blackstone, Brian; Karnitschnig, Matthew; Thomson, Robert 2012: Draghi Says Continent's Social Model Is „Gone“, Won't Backtrack on Austerity, in: Wall Street Journal, 24.2.2012.
- Blustein, Paul 2015: Laid Low: The IMF, the Euro Zone and the First Rescue of Greece, CIGI Papers No. 61.
- Bofinger, Peter 2004: Erfolge im Ausland, Herausforderungen im Inland, Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2004/05, Minderheitsvotum, S. 716–732.
- Boland, Vincent 2015: ECB's Irish Aid totally Unprecedented, says Jean-Claude Trichet, in: Financial Times, 30.4.2015.
- Bologna, Pierluigi; Caccavaio, Marianna 2014: Euro Area (Cross-border?) Banking, Banca D'Italia Questioni di Economia e Finanza Occasional Paper No. 228.
- Borio, Claudio; Disyatat, Piti; Zabai, Anna 2016: Helicopter Money: The Illusion of a Free Lunch, VoxEU, 24.5.16, <http://voxeu.org/article/helicopter-money-illusion-free-lunch> (4.11.2016).
- Borio, Claudia; Zabai, Anna 2016: Unconventional Monetary Policies: A Re-appraisal, BIS Working Papers No. 570.
- Bowdler, Christopher; Radia, Amar 2012: Unconventional Monetary Policy: The Assessment, in: Oxford Review of Economic Policy 28 (4), S. 603–621.
- Bunea, Daniela; Karakitsos, Polychronis; Merriman, Niall; Studener, Werner 2016: Profit Distribution and Loss Coverage Rules for Central Banks, ECB Occasional Paper No. 169.

- Bryant, Kobe 2012: Merkel Supports Bundesbank Chief, in: Financial Times, 26.8.2012.
- Buchheim, Christopher 1998: Die Errichtung der Bank deutscher Länder und die Währungsreform in Westdeutschland, in: Fünfzig Jahre Deutsche Mark: Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948, Deutsche Bundesbank, München, S. 91–140.
- Buchheim, Christopher 2001: Die Unabhängigkeit der Bundesbank: Folge eines amerikanischen Oktrois?, in: Vierteljahreshefte für Zeitgeschichte 49 (1), S. 1–30.
- Buiter, Willem; Rahbari, Ebrahim 2012: The ECB as Lender of Last Resort for Sovereigns in the Eurozone, in: Journal of Common Market Studies 50 (s2), S. 6–35.
- Bundesverfassungsgericht (BVerfG) 2014a: 14. Januar 2014, [OMT] http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20140114_2bvr272813.html (4.11.2016).
- Bundesverfassungsgericht (BVerfG) 2014b: 18. März 2014, [ESM] https://www.bundesverfassungsgericht.de/entscheidungen/rs20140318_2bvr139012.html (4.11.2016).
- Bundesverfassungsgericht (BVerfG) 2016: Verfassungsbeschwerden und Organstreitverfahren gegen das OMT-Programm der Europäischen Zentralbank erfolglos, Pressemitteilung Nr. 34/2016 vom 21. Juni.
- Butt, Nick; Churm, Rohan; McMahon, Michael; Morotz, Arpad; Schanz, Jochen 2014: QE and the Bank Lending Channel in the UK, Bank of England Working Paper No. 511.
- Capie, Forrest; Goodhart, Charles A. E.; Schnadt, Norbert 1994: The Development of Central Banking, in: Capie, Forrest; Goodhart, Charles A. E.; Fischer, Stanley; Schnadt, Norbert (Hrsg.): The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England, Cambridge, UK.
- Carpenter, Seth B.; Demiralp, Selva 2010: Money, Reserves, and the Transmission of Monetary Policy: Does the Money Multiplier Exist?, in: Journal of Macroeconomics 34 (1), S. 59–75.
- Cecioni, Martina; Ferrero, Giuseppe 2012: Determinants of TARGET2 Imbalances and the Euro Area, Banca d'Italia Questioni de Economia e Finanza No. 136.
- Cecchetti, Stephen; McCauley, Robert N.; McGuire, Patrick M. 2012: Interpreting TARGET2 Balances, BIS Working Papers No. 393.
- Cecchetti, Stephen; Schoenholtz, Kim 2016: A Primer on Helicopter Money, VoxEU, 19.8.16, <http://voxeu.org/article/primer-helicopter-money> (4.11.2016).
- Chrysolaras, Nikos; Georgiou, Georgios 2014: Cyprus Canvasses Draghi on Debt Swap to Ease Bank Burden, in: Bloomberg, 16.7.2014.
- Chick, Victoria 1983: Macroeconomics after Keynes, Cambridge.
- Chick, Victoria 1992: On Money, Method and Keynes, London.
- Chick, Victoria; Dow, Sheila C. 1988: A Post Keynesian Perspective on Banking and Regional Development, in: Arestis, Philip (Hrsg.): Post Keynesian Monetary Economics, Cheltenham.
- Chopra, Ajai 2015: The ECB's Role in the Design and Implementation of Crisis Country Programmes: Ireland and Beyond, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/569963/IPOL_IDA\(2015\)569963_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/569963/IPOL_IDA(2015)569963_EN.pdf)
- Claeys, Gregory 2014: The (not so) Unconventional Monetary Policy of the European Central Bank Since 2008, European Parliament IP/A/Econ/2014/02.
- Claeys, Gregory; Darvas, Zsolt; Merler, Silvia; Wolff, Guntram B. 2014: Addressing Weak Inflation: The European Central Bank's Shopping List, Bruegel Policy Contribution 2014/05.
- Claeys, Grégory; Darvas, Zsolt 2015: The Financial Stability Risks of Ultra-loose Monetary Policy, Policy Contribution 2015/03, Bruegel.
- Constâncio, Vitor 2013: The Nature and Significance of Banking Union, Speech, London, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130311.en.html> (4.11.2016).
- Darvas, Zsolt; Pisani-Ferry, Jean; Wolff, Guntram B. 2013: Europe's Growth Problem (And What to Do About It), Bruegel Policy Brief, 2013/03.
- De Grauwe, Paul 2011: The ECB as a Lender of Last Resort, VoxEU, 18.8.2011, <http://voxeu.org/article/european-central-bank-lender-last-resort> (4.11.2016).
- De Grauwe, Paul 2013: The ECB as Lender of Last Resort in the Government Bond Markets, in: CESifo Economic Studies 59 (3), S. 520–535.
- De Grauwe, Paul 2014: Why the European Court of Justice Should Reject the German Constitutional Court's Ruling on Outright Monetary Transactions, <http://blogs.lse.ac.uk/europpblog/2014/03/04/why-the-european-court-of-justice-should-reject-the-german-constitutional-courts-ruling-on-outright-monetary-transactions/> (4.11.2016).
- Demertzis, Maria; Wolff, Guntram B. 2016: The Effectiveness of the European Central Bank's Asset Purchase Programme, Bruegel Policy Contribution 2016/10.
- De Santis, Roberto A. 2015: A Measure of Redenomination Risk, European Central Bank Working Paper No. 1785.
- Deutsche Bundesbank 1994: The Monetary Policy of the Bundesbank, Deutsche Bundesbank, Frankfurt.
- Deutsche Bundesbank 2012: Statement to the Federal German Constitutional Court in the Proceedings with Reference Nos. 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR 1824/12, 2 be 6/12, <http://www.handelsblatt.com/downloads/8124832/1/stellungnahme-bundesbank-handelsblatt-online.pdf> (4.11.2016).
- Deutsche Bundesbank 2014: Launch of the Banking Union: The Single Supervisory Mechanism in Europe, in: Monthly Report, Oktober, S. 43–64.
- Distel, Joachim 2003: Die Errichtung des westdeutschen Zentralbanksystems mit der Bank deutscher Länder, Tübingen.
- Dow, Sheila C. 1996: Horizontalism: A Critique, in: Cambridge Journal of Economics 20 (4), S. 497–508.
- Dow, Sheila C. 1997: Endogenous Money, in: G. C. Harcourt; P. Riach (Hrsg.): A „Second Edition“ of the General Theory, London, S. 61–78.
- Dow, Sheila C. 2006: Endogenous Money: Structuralist, in: P. Arestis; M. Sawyer (Hrsg.): Handbook of Alternative Monetary Economics, Cheltenham.
- Dow, Sheila C. 2016: Ontology and Theory for a Redesign of European Monetary Union, in: World Economic Review 6, S. 1–11.
- Draghi, Mario 2012: Verbatim of the Remarks Made by Mario Draghi, Speech, Global Investment Conference, London, 26.7.2016, <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html> (4.11.2016).
- Draghi, Mario 2014a: Wirtschafts- und Währungsausschuss des Europäischen Parlaments, Mitte November.
- Draghi, Mario 2014b: Unemployment in the Euro Area, speech, Annual Central Bank Symposium in Jackson Hole, 22.8.2014, <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140822.en.html> (4.11.2016).
- Draghi, Mario 2014c: EZB Presse Konferenz, 4.12.2014.
- Draghi, Mario 2015a: Letter to Mr. Matt Carthy, 17.2.2015.
- Draghi, Mario 2015b: EZB Presse Konferenz, 5.3.2015.
- Draghi, Mario 2016a: Interview with Mario Draghi, President of the ECB, conducted by Kai Diekmann, Nikolaus Blome, Daniel Biskup on 25 April 2016 and published on 28 April 2016, <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2016/html/sp160428.en.html> (4.11.2016).
- Draghi, Mario 2016b: Addressing the Causes of Low Interest Rates: Introductory Speech by Mario Draghi, President of the ECB, Held at a Panel on „The future of Financial Markets: A Changing View of Asia“, Annual Meeting of the Asian Development Bank, Frankfurt am Main, 2.5.2016.
- Dyson, Kenneth; Featherstone, Kevin 1999: The Road to Maastricht: Negotiating Economic and Monetary Union, Oxford.
- Ettel, Anja; Zschäpitz, Holger 2016: Verfassungsklage gegen den souveränen Diktator EZB, in: Die Welt, 15.5.2016.
- Europäischer Gerichtshof (EuGH) 2012: Judgment of 27 November 2012 – Case C-370/12 PRINGLE, <http://curia.europa.eu/juris/celex.jsf?celex=62012CJ0370&lang1=en&type=TEXT&ancre=> (4.11.2016).

- Europäischer Gerichtshof (EuGH) 2015a: Opinion of Advocate General Cruz Villalón, 14.1.2015, <http://curia.europa.eu/juris/celex.jsf?celex=62014CC0062&lang1=en&type=TXT&ancre=> (4.11.2016).
- Europäischer Gerichtshof (EuGH) 2015b: The OMT Programme Announced by the ECB in September 2012 Is Compatible with EU Law, Press Release No. 70/15, 15.6.2015, <http://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2015-06/cp150070en.pdf> (4.11.2016).
- EZB 1999: TARGET and Payments in Euro, Monthly Bulletin, November.
- EZB 2009a: Eurosystem Monetary Policy Operations in 2008, Press Release, 5.3.2009, http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2009/html/pr090305_2.en.html (4.11.2016).
- EZB 2009b: The Implementation of Monetary Policy Since August 2007, Monthly Bulletin, ECB, Juli 2009.
- EZB 2010: The ECB's Response to the Financial Crisis, Monthly Bulletin, Oktober, S. 59–74.
- EZB 2011a: TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area, Monthly Bulletin, Oktober.
- EZB 2011b: Jahresbericht 2010, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010de.pdf?ed311fb9eefa2ef55d3a4b1b4429a22f> (4.11.2016).
- EZB 2011c: The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area: General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures, Februar.
- EZB 2013a: The Eurosystem Collateral Framework throughout the Crisis, ECB Monthly Bulletin, Juli.
- EZB 2013b: ELA procedures, 17 October, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/elaprocedures.en.pdf?e0e0688fa82a174563d3cc838d7f5de1> (4.11.2016).
- EZB 2014: Euro Area Risk-free Interest Rates: Measurement Issues, Recent Developments and Relevance to Monetary Policy, Monthly Bulletin, Juli, 66.
- EZB 2016a: Survey on the Access to Finance of Enterprises in the Euro Area: October 2015 to March 2016, Juni, Frankfurt a. M., <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201606.en.pdf?c96d449e601cbe6c87d2e67d54e68c70> (4.11.2016).
- EZB 2016b: The Euro Area Bank Lending Survey, <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html> (4.11.2016).
- EZB 2016c: ECB Convergence Report 2016, Juni.
- Europäische Kommission 2015a: Building a Capital Markets Union [by 2019], Green Paper, <http://eurolex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=COM:2015:63:FIN&from=EN> (4.11.2016).
- Europäische Kommission 2015b: Die Wirtschafts- und Währungsunion vollenden, vorgelegt von J.-C. Juncker in enger Zusammenarbeit mit Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi und Martin Schulz [„Five Presidents' Report“], 22.6.2015, https://ec.europa.eu/priorities/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union_en (4.11.2016).
- European Council/Van Rompuy, Hermann 2012: Towards a Genuine Economic and Monetary Union, Report by the President of the European Council, in Collaboration with the Presidents of the Commission, the Eurogroup and the ECB [„Four Presidents' Report“], 5.12.2012. http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf (4.11.2016).
- Europäisches Währungsinstitut (EWI) 1996: Progress Towards Convergence 1996, November.
- Fisahn, Andreas 2014: Nur in guten Zeiten ... Grenzen der EZB in der Krise und die Grundlagen der Europäischen Union, in: Fisahn, Andreas et al. (Hrsg.): Wider das Recht, Gutachten im Auftrag der Rosa-Luxemburg-Stiftung, Berlin, S. 11–49.
- Flassbeck, Heiner; Spiecker, Friederike 2005: Die deutsche Lohnpolitik sprengt die Europäische Währungsunion, WSI Mitteilungen 12/2005, S. 707–713.
- Flassbeck, Heiner 2007: Wage Divergences in Euroland: Explosive in the Making, in: J. Bibow; A. Terzi (Hrsg.): Euroland and the World Economy: Global Player or Global Drag?, Basingstoke, S. 43–52.
- Folkerts-Landau, David 2016: The ECB Should Change Course Before it is Too Late, in: Financial Times, 6.5.2016.
- Fullwiler, Scott 2015: What Is Helicopter Money, Anyway?, New Economic Perspectives Blog, 2.6.2015, <http://neweconomicperspectives.org/2015/06/what-is-helicopter-money-anyway.html> (4.11.2016).
- Frieden, Jeffry 2016: Lessons for the Euro from Early US Monetary and Financial History, Bruegel Essay and Lecture Series, Brüssel.
- Freixas, Xavier et al. 1999: LOLR: A Review of the Literature, Financial Stability Review 7, November, London.
- Gagnon, Joseph; Raskinb, Matthew; Remacheb, Julie; Sack, Brian 2011: The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-scale Asset Purchases, in: International Journal of Central Banking 7 (1), S. 3–43.
- Galofre-Vila, Gregori; McKee, Martin; Meissner, Christopher M.; Stuckler, David 2016: The Economic Consequences of the 1953 London Debt Agreement, NBER Working Paper No. 22557.
- Gambacorta, Leonardo; Shin, Hyun Song 2016: Why Bank Capital Matters for Monetary Policy, BIS Working Paper No. 558.
- Goodhart, Charles A.E. 1988: The Evolution of Central Banks, Cambridge, MA.
- Goodhart, Charles A. E. 1997: The Two Concepts of Money, and the Future of Europe, Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=41726> (4.11.2016).
- Goodhart, Charles A. E. 1998: The Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas, in: European Journal of Political Economy 14 (3), S. 407–432.
- Goodhart, Charles A. E. 1999: Myths About the Lender of Last Resort, in: International Finance 2 (3), S. 339–360.
- Goodhart, Charles A. E. (Hrsg.) 2000: Which Lender of Last Resort for Europe?, London.
- Goodhart, Charles A. E. 2005: The Links Between Fiscal and Monetary Policies on the One Hand and Financial Stability on the Other, Paper Presented at the Conference of the Austrian National Bank, Mai, Wien.
- Goodhart, Charles A. E. 2007: Replacing the Stability and Growth Pact?, in: J. Bibow; A. Terzi (Hrsg.): Euroland and the World Economy: Global Player or Global Drag?, Basingstoke, S. 135–153.
- Goodhart, Charles A. E. 2010: Money, Credit and Bank Behavior: Need for a New Approach, National Institute, National Institute Economic Review, No. 214, S. F73–F82.
- Goodhart, Charles A. E. 2012: Monetary Policy and Public Debt, in: Banque de France Financial Stability Review No. 16, S. 123–130.
- Goodhart, Charles A. E.; Ashworth, Jonathan P. 2012: QE: A Successful Start May Be Running into Diminishing Returns, in: Oxford Review of Economic Policy 28 (4), S. 640–670.
- Goodhart, Charles A. E.; Illing, Gerhard (Hrsg.) 2002: Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort, A Reader, Oxford.
- Goodhart, Charles A. E.; Schoenmaker, Dirk 1995: Should the Functions of Monetary Policy and Bank Supervision Be Separated?, in: Oxford Economic Papers 47 (4), S. 539–560.
- Goodhart, Charles A. E.; Schoenmaker, Dirk 2006: Burden Sharing in a Banking Crisis in Europe, LSE Financial Markets Group Special Paper No. 164.
- Greenwood, Robin; Hanson, Samuel G.; Rudolph, Joshua S.; Summers, Lawrence H. 2014: Government Debt Management at the Zero Lower Bound, Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings Institution Working Paper No. 5.
- Grossekettler, Heinz 2003: Walter Eucken, Westfälische Wilhelms-Universität Münster, Volkswirtschaftliche Diskussionsbeiträge Nr. 347.
- Hellwig, Martin 2014: Financial Stability, Monetary Policy, Banking Supervision, and Central Banking, Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn, 2014/9.
- Hennigan, Michael 2014: Germanys Schäuble Opposes ECBs OMT Bond-buying Program, 23.5.2014, Finfacts Ireland, http://www.finfacts.ie/irishfinancenews/article_1027709.shtml (4.11.2016).

- Henning, C Randall; Kessler, Martin 2012: Fiscal Federalism: US History for Architects of Europe's Fiscal Union, Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 12-1.
- Hentschel, Volker 1988: Die Entstehung des Bundesbankgesetzes 1949–1957: Politische Kontroversen und Konflikte, Teile 1 und 2, Bankhistorisches Archiv, S. 3v31, S. 79–115.
- Hölscher, Jens 1994: Entwicklungsmodell Westdeutschland: Aspekte der Akkumulation in der Geldwirtschaft, Berlin.
- Holtfrerich, Carl-Ludwig 1988: Relations Between Monetary Authorities and Governmental Institutions: The Case of Germany from the 19th Century to the Present, in: Toniolo, G. (Hrsg.): Central Banks' Independence in Historical Perspective, Berlin; New York.
- Holtfrerich, Carl-Ludwig 1998: Geldpolitik bei festen Wechselkursen (1948–1970), in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Fünfzig Jahre Deutsche Mark: Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948. München, S. 347–438.
- Holtfrerich, Carl-Ludwig 2008: Monetary Policy in Germany Since 1948: National Tradition, International Best Practice or Ideology?, in: Touffut, J.-P. (Hrsg.): Central Banks as Economic Institutions, S. 22–51.
- Hüttl, Pia; Merler, Silvia 2016: Sovereign Bond Holdings in the Euro Area: The Impact of QE, Bruegel Blog, 19.5.2016, <http://bruegel.org/2016/05/sovereign-bond-holdings-in-the-euro-area-the-impact-of-qe/> (4.11.2016).
- IWF 2014: Legacies, Clouds, Uncertainties: World Economic Outlook, Kapitel 3: Is It Time for an Infrastructure Push? The Macroeconomic Effects of Public Investment, Oktober, S. 75–114.
- IWF 2015: Crisis Program Review, Independent Evaluation Office of the IMF.
- IWF 2016: World Economic Outlook, Kapitel 3: Time for a Supply-side Boost? Macroeconomic Effects of Labor and Product Market Reforms in Advanced Economies, April, S. 101–142.
- James, Harold 2012: Making the European Monetary Union, Cambridge; London.
- Joice, Michael; Miles, David; Scott, Andrew; and Vajanos, Dimitri 2012: Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy: An Introduction, in: Economic Journal 122 (564), S. F271–288.
- Jones, Claire 2014: Bundesbank Hawk Signals Backing for QE, in: Financial Times, 25.3.2014.
- Juncker, Jean-Claude 2014: A New Start for Europe: My Agenda for Jobs, Growth, Fairness, and Democratic Change, Strasbourg, 15.7.2014, <http://www.eesc.europa.eu/resources/docs/jean-claude-juncker---political-guidelines.pdf> (4.11.2016).
- Keynes, John M. 1919: The Economic Consequences of the Peace, Collected Writings of John Maynard Keynes, Band 2, London.
- Keynes, John M. 1930: A Treatise on Money, Collected Writings of John Maynard Keynes, Bände 5 und 6, London.
- Keynes, John M. 1936: The General Theory of Employment, Interest and Money, Collected Writings of John Maynard Keynes, Band 7, London.
- Lavoie, Marc 1992: Foundations of Post-Keynesian Economics, Aldershot.
- Lavoie, Marc 1996: Horizontalism, Structuralism, Liquidity Preference and the Principle of Increasing Risk, in: Scottish Journal of Political Economy 43 (3), S. 275–300.
- Lawton, Christopher; Buell, Todd; Marson, James 2013: ECB Threatens to Cut Off Cypriot Banks, in: Wall Street Journal, 21.3.2013.
- Leandro, Alvaro 2016: The Use of ECB Liquidity, Bruegel Blog Post, 9.6.2016, <http://bruegel.org/2016/06/the-use-of-ecb-liquidity/> (4.11.2016).
- Legrain, Phillip 2014: European Spring: Why our Economies and Politics Are in a Mess – and How to Put Them Right.
- Lerner, Abba 1943: Functional Finance and the Federal Debt, in: Social Research 10 (1), S. 38–51.
- Maharaj, Thushka; Pelata, Marion; Haworth, Helen; Aranda-Hassel, Christel 2012: Wider ECB Collateral and LTROs, Credit Suisse, Fixed Income Research, 23.2.2012.
- McCauley, Robert N.; Peter, Götz von 2009: The U.S. Dollar Shortage in Global Banking, in: Bank for International Settlements Quarterly Review, März, Basel.
- McGuire, Patrick; Peter, Götz von 2009: The US Dollar Shortage in Global Banking and the International Policy Response, Bank for International Settlements Working Paper No. 291.
- McLeay, Michael; Radia, Amar; Thomas, Ryland 2014: Money Creation in the Modern Economy, in: Bank of England Quarterly Bulletin 54 (1), S. 1–14.
- Merler, Silvia; Pisani-Ferry, Jean 2012: Hazardous Tango: Sovereign-Bank Interdependence and Financial Stability in the Euro Area, in: Banque de France Financial Stability Review No. 16, S. 201–210.
- Minsky, Hyman P. 1975: John Maynard Keynes.
- Mody, Ashoka 2009: From Bear Stearns to Anglo Irish: How Eurozone Sovereign Spreads Related to Financial Sector Vulnerability, International Monetary Fund, IMF Working Papers 09/108.
- Moore, Basil J. 1988: Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money, New York.
- Moore, Basil J. 1991: Money Supply Endogeneity: „Reserve Price Setting“ or „Reserve Quantity Setting“?, in: Journal of Post Keynesian Economics 13 (3), S. 404–413.
- Muellbauer, John 2014: Combatting Eurozone Deflation QE for the People, VoxEU, 23.12.2014, <http://voxeu.org/article/combating-eurozone-deflation-qe-people> (4.11.2016).
- Orphanides, Athanasios 2014a: The Euro Area Crisis: Politics over Economics, in: Atlantic Economic Journal 42 (3), S. 243–263.
- Orphanides, Athanasios 2014b: Are Rules and Boundaries Sufficient to Limit Harmful Central Bank Discretion? Lessons from Europe, IMFS Working Paper Series No. 84.
- Orphanides, Athanasios 2015: The Euro Area Crisis Five Years After the Original Sin, MIT Sloan School Working Paper No. 5147-15.
- Osborne, Matthew; Sim, Mathew 2015: Are Reserves Still „Special“?, Bank of England, <http://bankunderground.co.uk/2015/09/28/are-reserves-still-special/> (4.11.2016).
- Öztürk, Bahar; Mrkaic, Mico 2014: SMEs' Access to Finance in the Euro Area: What Helps or Hampers?, IMF Working Paper No. 14/78.
- Padoa-Schioppa, Tomaso 2004: The Euro and Its Central Bank: Getting United After the Union, Cambridge.
- Pâris, Pierre; Wyplosz, Charles 2014: PADRE Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone, CEPR, Geneva Reports on the World Economy Special Report No. 3.
- Peel, Quentin 2012: Merkel Warns on Cost of Welfare, in: Financial Times, 16.12.2012.
- Persaud, Avinash 2014: Why Bail-in Securities Are Fool's Gold, Peterson Institute for International Economics Policy Brief PB 14–23.
- Pianeselli, Daniele; Zaghini, Andrea 2014: The Cost of Firms' Debt Financing and the Global Financial Crisis, Banca D'Italia, Temi di discussione No. 950.
- Pisani-Ferry, Jean 2014: The Euro Crisis and Its Aftermath, Oxford.
- Randow, Jana 2014: Weidmann Citing Legitimacy of QE Paves Way for ECB Consensus, Bloomberg, 11.4.2014, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-04-11/weidmann-citing-qe-legitimacy-paves-way-for-consensus-ecb> (4.11.2016).
- Rieter, Heinz; Schmolz, Mathias 1993: The Ideas of German Ordoliberalism 1938–45: Pointing the Way to a New Economic Order, in: European Journal of the History of Economic Thought 1 (1), S. 87–114.
- Rocholl, Jörg; Stahmer, Axel 2016: Where Did the Greek Bailout Money Go? ESMT White Paper WP 16–02.
- Rogers, John H.; Scotti, Chiara; Wright, Jonathan H. 2014: Evaluating Asset-market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Cross-country Comparison, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper No. 1101.

- Sachverständigenrat 2015: Zukunftsfähigkeit in den Mittelpunkt, Jahresgutachten 2015/16, Kapitel 4: Euro-Raum: Anleihekäufe verlangsamen, Reformen beschleunigen.
- Schinasi, Garry J.; Teixeira, Pedro G. 2006: The Lender of Last Resort in the European Single Financial Market, IMF Working Paper WP/06/127.
- Schoenmaker, Dirk 1997: Banking Supervision and Lender of Last Resort in EMU, in: Andenas, Mads; Gormley, Laurence W; Hadjiemmanuil, Christos; Harden, Ian (Hrsg.): European Economic and Monetary Union: The Institutional Framework, London.
- Schoenmaker, Dirk 2000: What Kind of Financial Stability for Europe?, in: Goodhart, Charles A. E. (Hrsg.): Which Lender of Last Resort for Europe?, London.
- Schoenmaker, Dirk; Véron, Nicolas (Hrsg.) 2016: European Banking Supervision: The First 18 months.
- Shotter, James 2016: German Financial Watchdog Warns on Low Rates ‚Poison‘, in: Financial Times, 10.5.2016.
- Schäuble, Wolfgang 2013: Ignore the Doomsayers: Europe is Being Fixed, in: Financial Times, 16.9.2013.
- Schumpeter, Joseph 1911: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, Berlin.
- Schumpeter, Joseph 1939: Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process, New York; Toronto; London.
- Siekmann, Helmut; Wieland, Volker 2013: The ECB's Outright Monetary Transactions and the Federal Constitutional Court of Germany, SAFE White Paper Series No. 4.
- Sinn, Hans-Werner 2011a: The ECB's Secret Bailout Strategy, in: Project Syndicate, 29.4.2014.
- Sinn, Hans-Werner 2011b: The ECB's stealth bailout, VoxEU, 1.6.2011, <http://voxeu.org/article/ecb-s-stealth-bailout> (4.11.2016).
- Sinn, Hans-Werner 2012: Fed versus ECB: How Target Debts Can Be Repaid, VoxEU, 10.3.12, <http://voxeu.org/article/fed-versus-ecb-how-target-debts-can-be-repaid> (4.11.2016).
- Sinn, Hans-Werner; Wollmershauser, Timo 2012: TARGET Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility, NBER Working Paper No. 17626.
- Spiegel, Peter 2013: Cyprus agrees deal on 10bn bailout, in: Financial Times, 25.3.2013, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/03c5e484-94ff-11e2-b822-00144feabdc0.html#axzz3cYxgUFn6> (4.11.2016).
- Starbatty, Joachim 1994: Ordoliberalismus, in: O. Issing (Hrsg.): Geschichte der Nationalökonomie, 3. Auflage, München, S. 251 – 270.
- Steen, Michael 2013a: ECB Role in Bailout Comes under Scrutiny, in: Financial Times, 18.3.2013, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/34045190-8ff9-11e2-9239-00144feabdc0.html#axzz3cYxgUFn6> (4.11.2016).
- Steen, Michael 2013b: ECB Issues Ultimatum to Cyprus, in: CNN Financial Times, 21.5.2013, <http://www.cnn.com/2013/03/21/business/ecb-cyprus-liquidity-crisis/index.html> (4.11.2016).
- Stern, Klaus 1998: Die Notenbank im Staatsgefüge, in: Fünfzig Jahre Deutsche Mark: Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948, Deutsche Bundesbank, München, S. 141 – 198.
- Terzi, Andrea 2016: A T-Shirt Model of Savings, Debt, and Private Spending: Lessons for the Euro Area, in: European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention 13 (1), S. 39 – 56.
- Tily, Geoff 2007: Keynes Betrayed: The General Theory, the Rate of Interest and ‚Keynesian‘ Economics, Basingstoke.
- Tonveronachi, Mario 2014: The ECB and the Single European Financial Market: A Proposal to Repair Half of the Flawed Design, Levy Economics Institute Public Policy Brief No. 137.
- Trichet, Jean-Claude 2006: EMU and the Euro: Successes and Challenges, Speech, Zürich, 30.3.2006, <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2006/html/sp060330.en.html> (4.11.2016).
- Trichet, Jean-Claude 2008: Toward the First Decade of EMU: Experiences and Perspectives, European Central Bank, Speech, Wien, 28.4.2008, <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2008/html/sp080428.en.html> (4.11.2016).
- Trichet, Jean-Claude 2009: The Financial Crisis and the Response of the ECB, European Central Bank, Speech, Sofia, 12.6.2009, <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090612.en.html> (4.11.2016).
- Trichet, Jean-Claude 2010: State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009, in: Journal of Common Market Studies 48, S. 7 – 19.
- Ubide, Angel 2014: Is the European Central Bank Failing Its Price Stability Mandate?, Peterson Institute for International Economics Policy Brief No. PB 14 – 5.
- Véron, Nicolas 2007: Is Europe Ready for a Major Banking Crisis?, Bruegel Policy Brief No. 2007/03.
- Véron, Nicolas 2015: Europe's Radical Banking Union, Bruegel Essay and Lecture Series, Brüssel.
- Weale, Martin; Wieladek, Tomasz 2014: What Are the Macroeconomic Effects of Asset Purchases?, Bank of England External MPC Unit Discussion Paper No. 42.
- Weber, Axel A. 2008: Financial Market Stability, Speech, London, 6.6.2008.
- Werner, Richard A. 2014a: Enhanced Debt Management: Solving the Eurozone Crisis by Linking Debt Management with Fiscal and Monetary Policy, in: Journal of International Money and Finance 49, Part B, S. 443 – 469.
- Werner, Richard A. 2014b: Can Banks Individually Create Money out of Nothing?: The Theories and the Empirical Evidence, in: International Review of Financial Analysis 36, S. 1 – 19.
- Werner, Richard A. 2015: A Lost Century in Economics: Three Theories of Banking and the Conclusive Evidence, in: International Review of Financial Analysis 46, S. 361 – 379.
- Whelan, Karl 2012: ELA, Promissory Notes and All That: The Fiscal Costs of Anglo Irish Bank, University College Dublin Centre for Economic Research Working Paper 12/06.
- Whelan, Karl 2013: Ireland's Promissory Note Deal, in: Forbes, 11.2.2013.
- Wolf, Martin 2013: Germany's Strange Parallel Universe, in: Financial Times, 24.9.2013.
- Wolff, Guntram B. 2014: Eurosystem Collateral Policy and Framework: Was it Unduly Changed?, Bruegel Policy Contribution 2014/14.
- Zettelmeyer, Jeromin; Trebesch, Christoph; Gulati, Mitu 2012: The Greek Debt Exchange: An Autopsy, Economic Policy Panel Meeting in Dublin, 19-20 April, <http://www.economic-policy.org/wp-content/uploads/2013/04/zettelmeyer.pdf> (4.11.2016).

Impressum:

© 2016

Friedrich-Ebert-Stiftung

Herausgeber: Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik
Godesberger Allee 149, 53175 Bonn
Fax 0228 883 9205, www.fes.de/wiso

Bestellungen/Kontakt: wiso-news@fes.de

Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind nicht notwendigerweise die der Friedrich-Ebert-Stiftung. Eine gewerbliche Nutzung der von der FES herausgegebenen Medien ist ohne schriftliche Zustimmung durch die FES nicht gestattet.

ISBN: 978-3-95861-664-6

Titelmotiv: © Thomas Müßig/photocase.de
Gestaltungskonzept: www.stetzer.net
Gestaltungsumsetzung: www.pellens.de
Druck: www.bub-bonn.de

Reform der EU-Finanzpolitik:
Die Goldene Regel für öffentliche Investitionen
WISO direkt – 35/2015

Die Euro-Währungsunion benötigt ein Euro-Schatzamt zum Überleben
WISO direkt – 34/2015

Geld- und Fiskalpolitik in der Eurozone: Kreislaufschwäche beheben
WISO direkt – 2015

Die griechische Schuldendebatte und das Mantra von den
„notwendigen Strukturreformen“
WISO direkt – 2015

Griechische Depression – wenn die Chefärzte versagen
WISO direkt – 2015

Die Euro-Zone nach vier Jahren Krisenmanagement und
Ad-Hoc-Reformen: Was bleibt zu tun?
WISO Diskurs – 2014

Die Europäische Bankenunion: Risiken auf dem Weg zu einer stabileren
Finanzarchitektur im Euroraum
WISO direkt – 2014

Zur Problematik der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse
WISO direkt – 2014

Anti-Krisenpolitik: Die Europäische Zentralbank im Kreuzfeuer
der deutschen Öffentlichkeit
WISO direkt – 2014

Eine Europäische Arbeitslosenversicherung als Stabilisator
für die Euro-Zone
WISO direkt – 2014

Die Eurokrise im Spiegel der Potenzialschätzungen:
Lehren für eine alternative Wirtschaftspolitik?
WISO Diskurs – 2014

Europäische Wettbewerbsdesorientierung
WISO direkt – 2013

Money for Nothing and the Risks for Free?
Zu Erfolgen und Risiken der EZB-Geldpolitik in der Eurokrise
WISO Diskurs – 2013

