

Der Open-Access-Publikationsserver der ZBW – Leibniz-Informationzentrum Wirtschaft  
*The Open Access Publication Server of the ZBW – Leibniz Information Centre for Economics*

Demary, Markus; Matthes, Jürgen

**Working Paper**

## Die EZB auf Abwegen? Teil 2: Sind die Staatsanleihekäufe eine Mandatsüberschreitung?

IW policy paper, No. 14/2013

**Provided in Cooperation with:**

Institut der deutschen Wirtschaft Köln (IW), Cologne

Suggested Citation: Demary, Markus; Matthes, Jürgen (2013) : Die EZB auf Abwegen? Teil 2: Sind die Staatsanleihekäufe eine Mandatsüberschreitung?, IW policy paper, No. 14/2013

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/82622>

**Nutzungsbedingungen:**

Die ZBW räumt Ihnen als Nutzerin/Nutzer das unentgeltliche, räumlich unbeschränkte und zeitlich auf die Dauer des Schutzrechts beschränkte einfache Recht ein, das ausgewählte Werk im Rahmen der unter

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen> nachzulesenden vollständigen Nutzungsbedingungen zu vervielfältigen, mit denen die Nutzerin/der Nutzer sich durch die erste Nutzung einverstanden erklärt.

**Terms of use:**

*The ZBW grants you, the user, the non-exclusive right to use the selected work free of charge, territorially unrestricted and within the time limit of the term of the property rights according to the terms specified at*

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen>  
*By the first use of the selected work the user agrees and declares to comply with these terms of use.*

## IW policy paper 14/2013

Aktuelle politische Debattenbeiträge aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln

# Die EZB auf Abwegen?

## Teil 2: Sind die Staatsanleihekäufe eine Mandatsüberschreitung?

**Autoren:** Dr. Markus Demary / Jürgen Matthes

Tel. 0221/4981-732 [demary@iwkoeln.de](mailto:demary@iwkoeln.de)

Tel. 0221/4981-754 [matthes@iwkoeln.de](mailto:matthes@iwkoeln.de)

**Abstract**

Mit den Staatsanleihekaufprogrammen überschreitet die EZB nach Ansicht des IW Köln ihr Mandat nicht grundsätzlich, solange sie sich an eine Reihe von Bedingungen hält. Ihr Eingreifen erscheint geldpolitisch gerechtfertigt. Denn die EZB gefährdet mit den Staatsanleihekäufen (wegen der Sterilisierung) ihr primäres Ziel der Preisstabilität kurzfristig nicht, sondern sichert es gegen deflationäre Tendenzen. Darüber hinaus deutet viel darauf hin, dass die Staatsanleihemärkte in den Krisenländern zeitweilig übertrieben reagierten und die Gefahr sich selbst erfüllender Prophezeiungen bestand. Damit einher gingen über mehrere Kanäle starke Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus, vor allem mit Blick auf die Rolle der Banken darin. Staatsanleihekäufe am Sekundärmarkt stellen bei Einhaltung der hier formulierten Bedingungen nach Ansicht der Autoren keine (verbotene) monetäre Staatsfinanzierung dar. Bei der Erwägung, ob die EZB legitimiert ist, Risiken in ihrer Bilanz zu schaffen und zu vergemeinschaften, ist zu bedenken, dass bei ihrer Untätigkeit die Gefahr einer gravierenden Kriseneskalation bestanden hätte. Allerdings darf der Krisenmodus der EZB keine Dauerlösung sein. Staaten und Banken müssen die von der EZB gekaufte Zeit konsequent nutzen, um die EZB von ihrer Bürde als Krisenhelferin der letzten Instanz möglichst bald zu befreien.

## 1. Einleitung

### 1.1 Die Debatte über die Staatsanleihekäufe der EZB

Seitdem die Europäische Zentralbank (EZB) Mitte 2010 erstmals Staatsanleihen der Krisenländer zur Krisenbegrenzung aufkaufte, wird eine sehr kontroverse Diskussion darüber geführt, ob sie damit in unzulässiger Weise und mandatswidrig Staatsfinanzierung betreibt (Kerber, 2010; Berg/Carstensen, 2012; Homburg, 2012; Neumann, 2012; Straubhaar/Vöpel, 2012;). Diese Frage wird sogar vor dem Bundesverfassungsgericht diskutiert und bekommt somit eine besondere Brisanz.

Im Folgenden werden Kritik und Rechtfertigungsgründe differenziert und detailliert untersucht.<sup>1</sup> Dabei werden die entsprechende ökonomische Literatur und vor allem die Stellungnahmen der Gutachter vor dem Bundesverfassungsgericht berücksichtigt (Deutsche Bundesbank, 2012; Asmussen, 2013; Fratzscher, 2013; Fuest, 2013; Schorkopf, 2013; Sinn, 2013; Uhlig, 2013; Weidmann, 2013).

### 1.2 Die Rechtslage im Überblick

Die Rechtslage wird kurz dargelegt und daraus eine Gliederungs- und Prüfungsstruktur abgeleitet. Juristisch einschlägig sind zunächst die Vorschriften des Art. 123 (1) AEUV<sup>2</sup> (vormals Art. 104 des Maastricht-Vertrags) und des Art. 21 (1) des EZB-Statuts. Beide verbieten den *unmittelbaren* Erwerb von Staatsanleihen durch die EZB (am Primärmarkt), äußern sich aber nicht zum mittelbaren Erwerb durch die EZB im Rahmen von Sekundärmarktkäufen. Aus rechtlicher Sicht ist hier auch auf Art. 18 (1) des Protokolls des EZB-Statuts<sup>3</sup> zu verweisen, wie es auch die EZB macht (Asmussen, 2013; Schorkopf, 2013). Diese Vorschrift erlaubt es der EZB zur Erreichung der Ziele des Eurosystems zwar, im Rahmen der Geldpolitik börsengängige Wertpapiere zu kaufen (und zu verkaufen). Dabei gibt es keine Ausnahme für Staatsanleihen.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Dieser Beitrag ist eine Langfassung des Artikels von Matthes und Demary (2013a; 2013c).

<sup>2</sup> Art. 123 (1) AEUV lautet: Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der EZB oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten (im Folgenden als "nationale Zentralbanken" bezeichnet) für Organe, Einrichtungen oder sonstige Stellen der Union, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften oder andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten sind *ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die EZB oder die nationalen Zentralbanken.* (Hervorhebung durch die Autoren)

<sup>3</sup> Art. 18 (1) des Protokolls über die Satzung des ESZB und der EZB lautet: Zur Erreichung der Ziele des ESZB und zur Erfüllung seiner Aufgaben können die EZB und die nationalen Zentralbanken (...) auf den Finanzmärkten tätig werden, indem sie auf Gemeinschafts- oder Drittlandswährungen lautende Forderungen und *börsengängige Wertpapiere* sowie Edelmetalle endgültig (per Kasse oder Termin) oder im Rahmen von Rückkaufsvereinbarungen *kaufen und verkaufen* oder entsprechende Darlehensgeschäfte tätigen (...) (Hervorhebung durch die Autoren).

<sup>4</sup> Die Federal Reserve führt ihre Geldpolitik hauptsächlich über Offenmarktgeschäfte durch, das heißt durch den Kauf und Verkauf von Wertpapieren. Der Grund hierfür ist, dass in den USA die monetäre Transmission stärker über den Kapitalmarkt läuft. Im Vergleich dazu läuft die monetäre Transmission in der Eurozone stärker über die Banken, weshalb die EZB die Geldpolitik hauptsächlich über Refinanzierungskredite an Banken ausübt.

Ohne hier Anspruch auf ein finales juristisches Urteil zu erheben, legen diese Rechtsvorschriften doch nahe, dass die Vertragsparteien einen Unterschied zwischen Primär- und Sekundärmarktkäufen sahen (Schorkopf, 2013). Da sie nur den unmittelbaren Erwerb von Staatsanleihen verboten, erscheint der mittelbare Kauf am Sekundärmarkt erlaubt. Dies wird zwar von Sinn (2013) in Zweifel gezogen, jedoch auch von der Deutschen Bundesbank (2012, 12) grundsätzlich bestätigt.

Sekundärmarktkäufe von Staatsanleihen erscheinen damit unter gewissen Bedingungen erlaubt. Dieser Eingriff muss geldpolitisch gerechtfertigt sein und auch das Primärziel der Preisstabilität verfolgen. Auch das Prinzip offener Märkte im freien Wettbewerb ist einzuhalten. Ferner darf die EZB nicht über Umwege gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung verstoßen. Zudem ist zu prüfen, inwieweit die EZB dazu legitimiert ist, im Rahmen der Geldpolitik (mit potenziell unbegrenzten Staatsanleihekäufen) große Risiken in ihrer Bilanz zu schaffen und damit zu vergemeinschaften.<sup>5</sup>

Zur Klärung dieser Sachverhalte muss geprüft werden, ob

- das geldpolitische Primärziel der Preisstabilität gefährdet wird (Kapitel 2).
- die Transmissionsmechanismen der Geldpolitik gestört sind und welche Relevanz die Staatsanleihemärkte dabei haben (Kapitel 3).
- das Verbot monetärer Staatsfinanzierung umgangen wird (Kapitel 4).
- nicht legitimierte Risiken geschaffen und zwischen den Steuerzahlern der Eurozone umverteilt werden (Kapitel 5).

Zunächst wird in Kapitel 2 und 3 gefragt, ob die Staatsanleihekaufprogramme der EZB geldpolitisch gerechtfertigt sind. Dazu zählen das Securities Markets Programme (SMP), das von Mai 2010 bis September 2012 lief und in dessen Rahmen die EZB Staatsanleihen der Krisenländer in Höhe von über 200 Milliarden Euro erwarb, und die Ankündigung des OMT-Programms (Outright Monetary Transactions) Anfang September 2012, in dessen Rahmen aber noch keine Staatsanleihen gekauft wurden (vgl. Demary/Matthes, 2013).

## **2. Gefährdung des Primärziels der Preisstabilität?**

### **2.1 Erhaltung der Finanzstabilität als erlaubtes Sekundärziel?**

Das vorrangige Ziel von EZB und dem Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) ist die Wahrung der Preisstabilität (Art. 127 (1) und Art. 282 (2) AEUV und Art. 3 (1) EZB-Satzung). Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preis-

---

<sup>5</sup> Vgl. H.-W. Sinn (2013, 55 ff.); Deutsche Bundesbank (2012, 3 ff.) und unter anderen M. Neumann (2012).

Stabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union, um zur Verwirklichung der Ziele (vor allem das Wohlergehen der Völker gemäß Art. 3 (1) EUV) der EU beizutragen.<sup>6</sup> Im Kontext der Sekundärmarktkäufe der EZB ist zu prüfen, ob das angestrebte Sichern der Finanzmarktstabilität das Ziel der Preisstabilität beeinträchtigt (Brockmann/Keppler, 2012).

Kurzfristig ist diese Frage eindeutig zu verneinen. Im Gegenteil: Indem die EZB noch stärkere Verwerfungen am Finanzmarkt und wohl auch eine Kriseneskalation verhinderte, hat sie Deflationsgefahren abgewendet und zum Ziel der Preisstabilität beigetragen (Fratzscher, 2013; Weidmann, 2013). Denn ohne ihren Eingriff hätte die Gefahr einer tiefen Wirtschaftskrise bestanden, in deren Zug es zu deflationären Tendenzen hätte kommen können. Finanzstabilität ist aus Sicht von Fratzscher (2013) eine notwendige (aber keine hinreichende) Bedingung für Preisstabilität.

## 2.2 Mittelfristige Gefahren für die Preisstabilität?

Auch mittelfristig dürfen die Maßnahmen der EZB zur Sicherung der Finanzstabilität die Preisstabilität nicht gefährden (Deutsche Bundesbank, 2012; Weidmann, 2013).

### Wird mit den Staatsanleihekäufen die „Druckerpresse“ angeworfen?

In der öffentlichen und teils auch in der akademischen Debatte (Sinn, 2013, 18) wird zuweilen unterstellt, die EZB würde mit ihren Staatsanleihekäufen die Druckerpresse anwerfen. Auf diese Weise würde bei umfangreichen Interventionen die Geldmenge stark erhöht und mittelfristiges Inflationspotenzial geschaffen. Diese Behauptung, muss jedoch als eine problematische Irreführung angesehen werden. Denn die Liquidität, die durch die Staatsanleihekäufe in Umlauf kommt, soll durch andere geldpolitische Instrumente wieder rückgängig gemacht (sterilisiert) werden. Eine solche Sterilisierung fand beim SMP nahezu vollständig statt und ist auch beim OMT explizit vorgesehen.

Gewisse Probleme bei der **Sterilisierung** könnten freilich dann entstehen, wenn die EZB bei einer Kriseneskalation in sehr großem Umfang Staatsanleihen aufkaufen müsste. Es erscheint fraglich, ob es ihr dann in jedem Fall gelingen würde, dem Geldkreislauf auch wieder genauso viel Liquidität zu entziehen (Homburg, 2012). In einem solchen Krisenfall dürfte eine Ausdehnung der Basisgeldmenge jedoch keine Inflationsgefahren verursachen. Dazu würde die Risikoscheu der privaten Akteure

---

<sup>6</sup> Dabei muss auch im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb gehandelt werden (s. Kapitel 4.2).

vermutlich (derzeit) zu groß sein, sodass es kaum zu einer Erhöhung der Kreditvergabe kommen dürfte.

### **Droht fiskalische Dominanz?**

Eine mittelfristige Gefährdung der Preisstabilität durch die Staatsanleihekäufe der EZB zur Krisenrettung wird von verschiedenen Seiten gesehen (u. a. Deutsche Bundesbank, 2012, 12 ff.; Sinn, 2013, 38 ff.). Die Sorge dabei liegt in einer dauerhaften Vereinnahmung der Geldpolitik durch die Finanzpolitik. Sollten die hochverschuldeten Krisenstaaten ihre Schulden in absehbarer Zeit nicht nennenswert abbauen, wird die Gefahr gesehen, dass die EZB in ihrer Zinspolitik nicht mehr hinreichend frei ist. Denn eine Zinserhöhung zur Bekämpfung aufkommender Inflation könnte dann die Zinsbelastung der Staatshaushalte vergrößern und letztlich zu einer Insolvenz der betreffenden Staaten führen. In einer solchen Situation könnte das Primat der Geldpolitik und Preisstabilität aufgegeben und von einem Regime sogenannter fiskalischer Dominanz abgelöst werden (Weidmann, 2013). Dabei haben Geldpolitik und Inflation die Solvenz des Staates zu sichern. Die Deutsche Bundesbank (2012, 14) warnt davor, dass die Geldpolitik derzeit auf einem abschüssigen Kurs in diese Richtung sei, der nur schwer umkehrbar sein könnte.

Diese Gefahr ist sicherlich nicht ganz von der Hand zu weisen und derartige ordnungspolitische Mahnungen sind in der aktuellen Debatte zweifellos unerlässlich. Doch lassen sich die vorgetragenen Bedenken etwas relativieren. Sie unterstellen letztlich eine mangelnde Unabhängigkeit der EZB und mangelnde Konsolidierungs- und Reformbemühungen der Staaten aufgrund von Fehlanreizen (Moral-Hazard-Problemen), die durch die der EZB (statt der Fiskalpolitik) aufgebürdeten Krisenhilfe entstehen würden. Vor allem die Konditionalität der EZB-Krisenhilfe unter dem OMT-Programm und beachtliche Reformen in den Krisenländern wie auch weitere Argumente sprechen gegen diese Befürchtung (vgl. Matthes/Demary, 2013b).

Darüber hinaus lässt sich gegen die These der fiskalischen Dominanz argumentieren, dass die Tragfähigkeit der Staatsschulden durch Zinserhöhungen möglicherweise nicht so stark wie befürchtet gefährdet wäre. Denn Zinserhöhungen würden erst nötig werden, wenn Inflationsgefahren aufkommen. Diese entstehen wiederum, wenn ein Konjunkturaufschwung hinreichend stark ist. Ein damit einhergehendes höheres (nominales) Wirtschaftswachstum stützt jedoch die Tragfähigkeit der Staatsschulden – aus verschiedenen Gründen. So verbessert sich bei guter Konjunkturlage der Staatshaushaltssaldo und die Zins-Wachstumsdifferenz wird kleiner, was die Schuldendynamik positiv beeinflusst. Zudem sollten die Konsolidierungsbemühungen vieler Staaten und auch die Strukturreformen erst im nächsten Aufschwung ihre volle Wirkung entfalten. Zinserhöhungen erscheinen in einem solchen Umfeld durchaus verkraftbar.

Alles in allem stehen die Staatsanleihekäufe der EZB nach Ansicht der Autoren im Einklang mit dem Primärziel der Wahrung der Preisstabilität. Allerdings muss die Gefahr einer drohenden fiskalischen Dominanz – und vor allem das Durchhalten des Reformkurses in den anfälligen Staaten – genau im Blick gehalten werden.

### **3. Gestörter Transmissionsmechanismus?**

Eine weitere Frage in Bezug auf die potenzielle Mandatsüberschreitung durch die EZB bezieht sich auf die geldpolitische Rechtfertigung von Sekundärmarktkäufen, die von manchen Beobachtern in Zweifel gezogen wird (Berg/Carstensen, 2012; Deutsche Bundesbank, 2012; Fuest, 2013; Sinn, 2013). Genauer: Liegt eine Störung der Geldpolitik vor, die die Nutzung von Sekundärmarktkäufen von Staatsanleihen durch die EZB gemäß Art. 18 (1) des Protokolls des EZB-Statuts erlaubt?

Bei der Klärung dieser Frage spielen der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik und hohe Risikoprämien (vor allem) auf Staatsanleihen der Krisenländer eine entscheidende Rolle. Im Weiteren wird erläutert,

- in welcher Weise der Transmissionsmechanismus vor der Ankündigung des OMT-Programms gestört war (Kapitel 3.1).
- welche Rolle Staatsanleihen für den Transmissionsmechanismus spielen (Kapitel 3.2).
- ob Risikoprämien auf Anleihen von Staaten und Unternehmen und die Sorgen vor einem Auseinanderbrechen der Eurozone als überhöht gelten können (Kapitel 3.3).

Diese Aspekte sind zentral für die Mandatsfrage – und werden teils durchaus kritisch gesehen. Beispielsweise hält Fuest (2013, 3) die Argumente, dass die EZB-Staatsanleihekaufprogramme „vornehmlich geldpolitische Ziele verfolgen“ für „wenig überzeugend“.

#### **3.1 Evidenz für eine Störung des Transmissionsmechanismus**

Der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik umfasst den über verschiedene Kanäle vermittelten Zusammenhang zwischen dem Leitzins und der Inflationsrate in der Eurozone (Schorkopf, 2013, 20). Bei einer schweren Störung dieses Mechanismus verlöre die EZB demnach die Fähigkeit, ihr Primärziel der Preisstabilität steuern zu können. Die EZB (Schorkopf, 2013) liefert zahlreiche empirische Hinweise für eine Störung des Transmissionsmechanismus, die im Folgenden aufgegriffen und durch eigene Befunde ergänzt werden.

Die EZB und die Deutsche Bundesbank sind uneinig über die Frage, ob erhöhte Risikoprämien auf Staatsanleihen der Krisenländer fundamental gerechtfertigt sind oder nicht (s. Kapitel 3.3). Beide Institutionen stimmen aber darin überein, dass

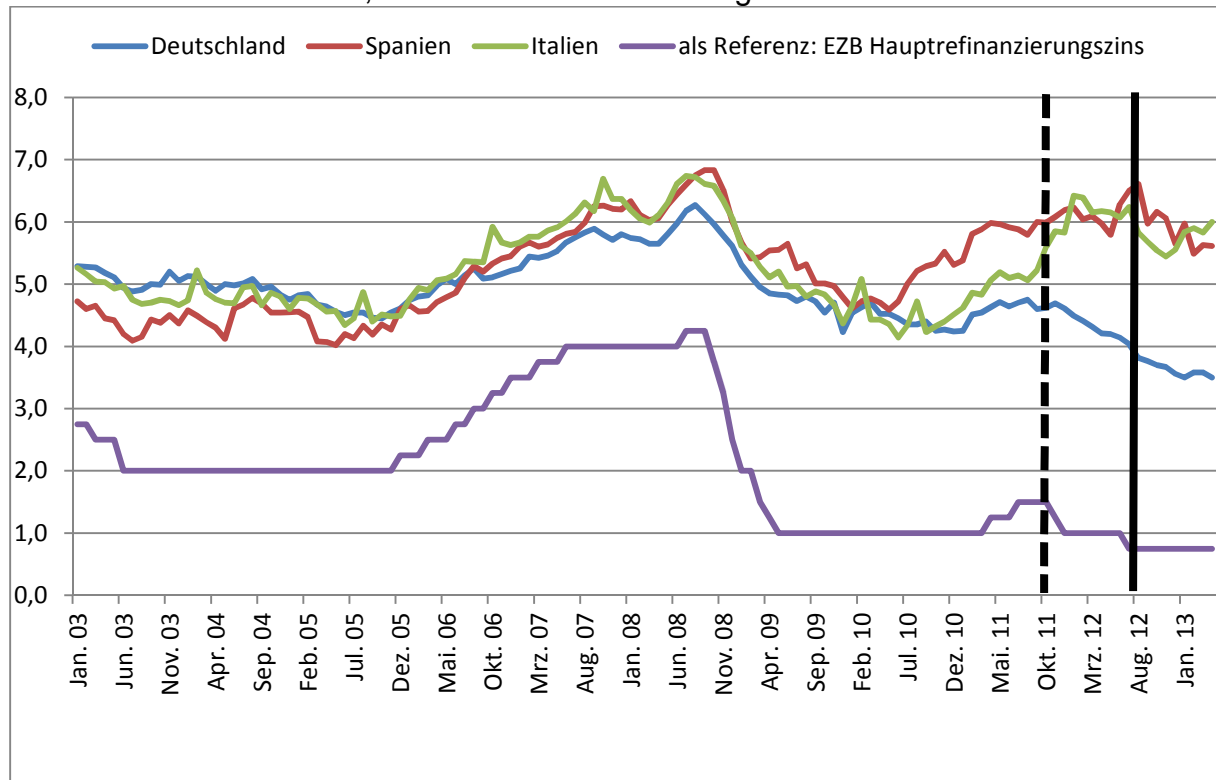


weniger die Zinshöhe entscheidend für die Diagnose einer Störung des Transmissionsmechanismus ist, sondern vor allem die Frage, ob die Zinsen in der Realwirtschaft auf eine Leitzinsänderung in die gleiche Richtung reagieren (Deutsche Bundesbank, 2012, 8; Schorkopf, 2013, 23).

Die EZB verweist darauf, dass diese Verbindung zuletzt gestört war, indem sie die Reaktion der kurzfristigen Zinsen für neue Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auf Leitzinssenkungen in zwei verschiedenen Zeiträumen miteinander vergleicht (EZB, 2012b, 10; Schorkopf, 2013, 23 ff.). Während diese Reaktion im Zeitraum 2002 bis 2003 recht rasch und in der Eurozone einheitlich erfolgte, war diese Reaktion in den Jahren 2011 und 2012 uneinheitlich und im Durchschnitt weniger stark. Am oberen Ende des Zinsspektrums stiegen die Bankkreditzinsen sogar an.

### Abbildung 1: Zinsen für kleine Unternehmenskredite

Kredite bis 1 Million Euro, Laufzeit 1 bis 5 Jahre Angaben in Prozent



Angaben zum Monatsende. Die senkrechte gestrichelte Linie gibt den Zeitpunkt kurz vor der Leitzinssenkung der EZB im Herbst 2011 an. Die senkrechte durchgehende Linie gibt in etwa die Ankündigung des OMT-Programms an.

Quelle: EZB

Abbildung 1 verdeutlicht dies mit Blick auf die Bankkreditzinsen für KMU für unterschiedliche Laufzeiten. Während die EZB-Leitzinsen und auch die Zinsen für deutsche KMU (spätestens) ab Herbst 2011 zurückgingen, stiegen die dargestellten

Zinsen für KMU in Italien und Spanien tendenziell weiter an oder verharrten (teils unter Schwankungen) bis Mitte 2012 auf einem hohen Niveau.

Erkennlich wird auch der Gegensatz zur Marktreaktion auf die EZB-Zinspolitik ab Anfang 2003 (frühere Daten in dieser Abgrenzung bei der EZB sind nicht verfügbar). Damals kam es auch in den südeuropäischen Ländern, wenngleich teilweise mit deutlichen Verzögerungen, zu Zinsrückgängen. Die betrachtete Zinsdifferenz zwischen Kreditzinsen und Leitzinsen blieb in der mittleren Frist weitgehend unverändert.

Abbildung 1 liefert klare Indizien dafür, dass der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik in Südeuropa im Zuge der Euro-Schuldenkrise zur Mitte des Jahres 2012 gestört war. Die Leitzinssenkungen der EZB kamen in der Privatwirtschaft der Euro-Krisenländer nicht oder kaum an. Damit war die Fähigkeit der EZB stark eingeschränkt, über ihre Zinspolitik die Preisstabilität in diesen Ländern zu beeinflussen. Diese Ansicht teilt auch Fratzscher (2013).

### **3.2 Die Relevanz der Staatsanleihemärkte für den Transmissionsmechanismus**

Staatsanleihemärkte spielen im Rahmen des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik über Kausalbeziehungen eine wichtige Rolle. Im Folgenden wird genauer beleuchtet, bei welchen Transmissionskanälen dies besonders relevant ist (Deutsche Bundesbank, 2012, 3 ff.; Schorkopf, 2013, 21; Zoli, 2013). Dabei werden zunächst zinsbezogene und danach kreditvolumenbezogene Kanäle betrachtet.

**Zinsrelevante Transmissionskanäle** stellen eine Beziehung her zwischen den Leitzinsen der EZB und den Zinsen für die Privatwirtschaft, die für Kredite und Unternehmensanleihen zu zahlen sind.

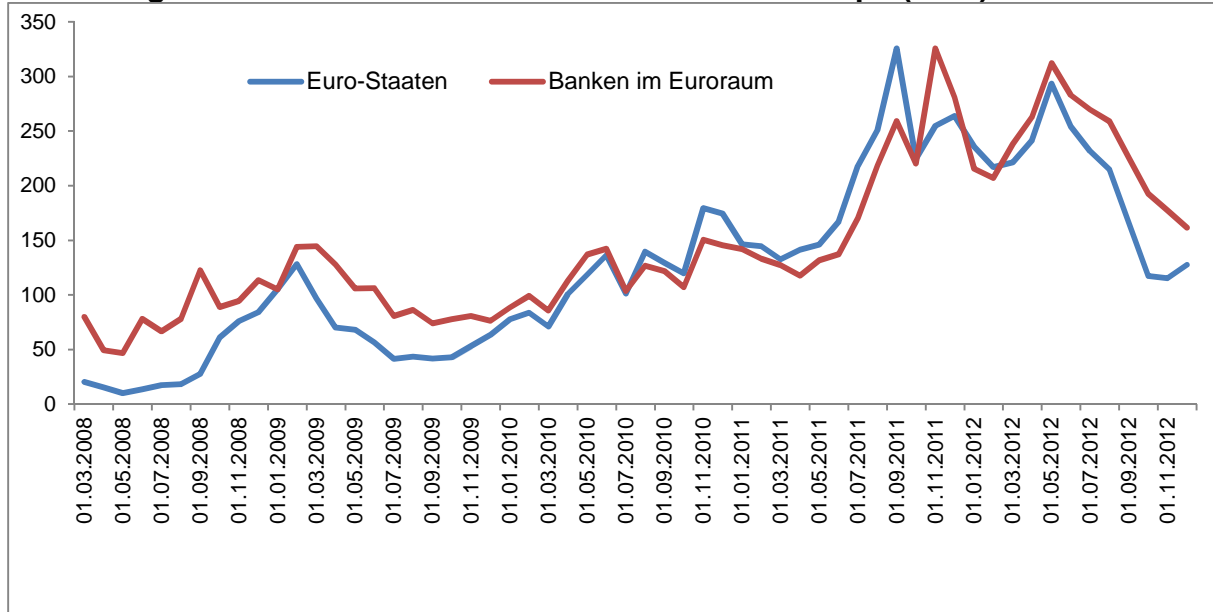
Staatsanleihezinsen sind ein wichtiger Einflussfaktor für die Zinsen für Anleihen privater Unternehmen (Schorkopf, 2013, 21). Doch die Bedingungen an den Staatsanleihemärkten wirken sich auch auf die Konditionen für **Unternehmenskredite** aus. Dies ist insofern von Bedeutung, als sich in der Eurozone nach Angaben der EZB 75 Prozent der Unternehmen über Kredite finanzieren (Schorkopf, 2013, 21). Der IWF (Zoli, 2013) hat den Zusammenhang für Italien näher untersucht und gezeigt, dass sich die Unternehmenszinsen für Neukredite vor allem zwischen Ende 2009 und Juli 2012 tendenziell recht ähnlich wie die italienischen Staatsanleihespreads (gegenüber Bundesanleihen) bewegt haben. Eine ökonometrische Schätzung bestätigt diesen Zusammenhang und kommt zu ähnlichen Ergebnissen wie auch Albertazzi et al. (2012).<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Auf Basis eines Vektorfehlerkorrekturmodells für den Zeitraum Januar 2006 bis September 2012 ergab sich, dass Veränderungen von Staatsanleihespreads recht schnell auf Unternehmenskreditzinsen durchschlagen. So führte ein Anstieg der Staatsanleihespreads um 1 Prozentpunkt demnach nach sechs Monaten zu einem Anstieg der Kreditzinsen für Firmen von 0,5 Prozentpunkten (Zoli, 2013).

Damit in engem Zusammenhang stehen die Probleme der Banken in den Krisenländern, die die Zinssenkungen der EZB nicht oder kaum weitergegeben haben – während parallel dazu die Staatsanleihezinsen in den Krisenländern deutlich gestiegen sind. Daher ist es wichtig, auf einen weiteren Teil des Transmissionskanals zu schauen und zu eruieren, wie Staatsanleihemärkte auf die Höhe der Zinsen wirken, die Banken für ihre Finanzierung zahlen müssen. Tatsächlich beeinflussen Staatsanleihemärkte die **Bankenfinanzierungskosten** auf vielfältige Weise:

- Dies wird besonders deutlich bei der Risikoeinschätzung des Marktes und dem hierbei sichtbar werdenden recht engen Zusammenhang zwischen Staatsanleihen und Banken (Abbildung 2). Zoli (2013) beispielsweise belegt diesen Zusammenhang mit einem ökonometrischen Modell für Italien. Sie zeigt, dass CDS-Spreadveränderungen von italienischen Staatsanleihen die CDS-Spreads der fünf größten italienischen Banken signifikant beeinflusst haben. Höhere CDS-Spreads bedeuten in der Regel auch höhere Finanzierungskosten.
- Einen noch engeren Zusammenhang zu den Staatsanleihemärkten gibt es bei den Ratings. Tatsächlich können in der Ratingpraxis größere Unternehmen oder Banken in der Regel kein besseres Rating als der Staat erhalten, in dem sie angesiedelt sind. Einer Ratingherabstufung beispielsweise des italienischen Staates folgt daher wenige Tage später meist auch eine Herabstufung der italienischen Großbanken, soweit sie nicht bereits zuvor ein deutlich schlechteres Rating als ihr Souverän hatten.
- Dieser enge Zusammenhang liegt nicht zuletzt daran, dass mit der schlechteren Bonität des Staates auch dessen Fähigkeiten zu einer möglichen Bankenrettung geringer werden (Demirgüç-Kunt/Huizinga, 2010).
- Banken müssen auch deshalb höhere Zinsen (für Einlagen) bieten, weil sie mit den Staaten um Anlagegelder konkurrieren.
- Die meisten der bisher genannten Faktoren führen dazu, dass Investoren ihre Anlagen in Banken als risikoreicher ansehen (Ratingherabstufung, geringere Rettungswahrscheinlichkeit, höhere Einlagezinsen). In der Folge verlangen sie höhere Risikoprämien.
- Zu einer schlechteren Risikoeinschätzung kommt es auch, wenn Staatsanleihen im Zuge einer krisenhaften Entwicklung deutlich an Wert verlieren. Damit verschlechtert sich die Liquiditätsposition der Banken und die Wahrscheinlichkeit einer Liquiditätskrise steigt. Denn Banken halten Staatsanleihen als Liquiditätspuffer und nutzen sie zudem als Sicherheiten am Interbankenmarkt oder bei ihrer Zentralbank, wenn sie über Refinanzierungskredite ihre Liquidität erhöhen wollen.

**Abbildung 2: Index von Prämien von Credit Default Swaps (CDS)**

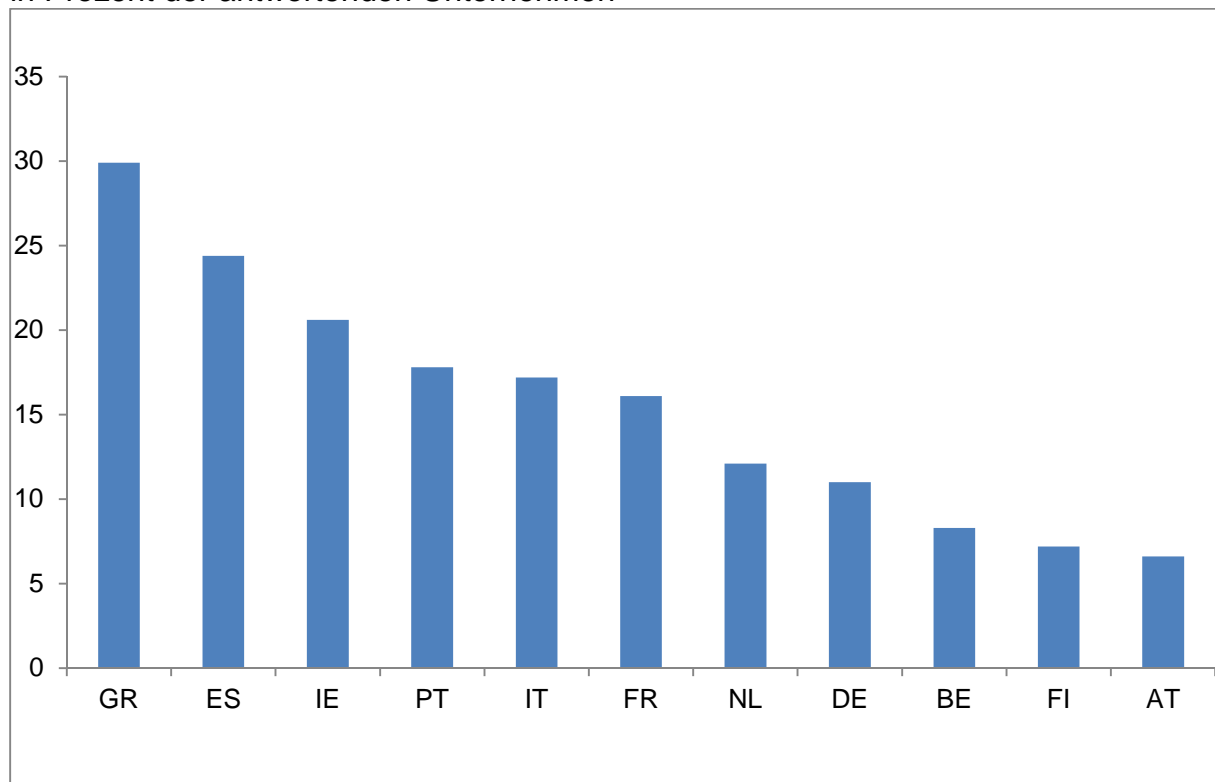
Die CDS-Prämien der Banken wurden mit ihrer Bilanzsumme gewichtet, die CDS-Prämien der Staaten wurden mit dem nationalen BIP gewichtet.

Quelle: Bloomberg, Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Durch Turbulenzen am Staatsanleihemarkt können nicht nur die Zinsen für Bankkredite steigen. Auch die Fähigkeit der Banken, Kredite zu vergeben, kann über den **Liquiditäts- oder den Bilanzkanal** des geldpolitischen Transmissionsmechanismus eingeschränkt werden. So bewirkt die schon im vorigen Absatz erwähnte Einschränkung bei der Liquiditätsversorgung der Banken (vor allem mit Blick auf die Zentralbank-Refinanzierung), dass die Kreditvergabefähigkeit der Banken an die Realwirtschaft abnimmt. Ebenso einschränkend auf die Kreditvergabemöglichkeit wirken Bilanzverluste auf Staatsanleihen, die die Banken in ihren Büchern haben und deren Wertminderungen sie verlustbringend als Abschreibungen verbuchen müssen. Problematisch dabei ist, dass die damit einhergehende Minderung des Eigenkapitals zu einer starken Verringerung des Kreditvolumens führen kann. Dies ist dann der Fall, wenn sich die Relation zwischen Eigenkapital und den Risikoaktiva, zu denen Kredite an die Realwirtschaft zählen, nicht verändern soll.

Diese Ausführungen zeigen die Rolle der Staatsanleihemärkte im Hinblick darauf, dass die Refinanzierungskosten der Banken in Südeuropa im Zuge der Euro-Staatschuldenkrise bis Mitte 2012 deutlich stiegen (EZB, 2012a, 27, Abb. B) und es zu einer Verknappung des Kreditangebots (und teilweise einer Kreditklemme) kam (Abbildung 3).

**Abbildung 3: KMU mit Finanzierungsrestriktionen**  
in Prozent der antwortenden Unternehmen



Befragungszeitraum April bis September 2011.

Quelle: EZB Survey on the access to finance of SMEs in the euro area (SAFE)

Mit Blick auf den Liquiditätskanal sieht Sinn (2013, 61) den Wertverlust von Staatsanleihen nicht als problematisch an, sondern als „gut für die Vergabe von Krediten an die Privatwirtschaft“. Dahinter steht vor allem die Überlegung, dass die Banken der Krisenländer als Sicherheiten für ihre Liquiditätsversorgung vermehrt auf Unternehmensanleihen ausweichen. Diese Ansicht ist jedoch in mehrfacher Hinsicht zu relativieren:

- Wie erwähnt finanzieren sich 75 Prozent der Unternehmen der Eurozone über Kredite.
- Gerade kleine Firmen, die in der Krise besonders unter Kreditbeschränkungen leiden, haben in der Regel keinen Zugang zum Anleihemarkt.
- Zudem hat sich im Krisenverlauf gezeigt, dass der Pool an Sicherheiten zur Refinanzierung der Banken beim Eurosystem beschränkt ist. Das Ausweichen auf Unternehmensanleihen als Sicherheiten hat also offenbar enge Grenzen. Damit führte der Wertverlust der Staatsanleihen – entgegen den Behauptungen von Sinn – zu einer deutlichen Einschränkung bei der Kreditvergabemöglichkeit an die Privatwirtschaft.
- Sinn bedenkt zudem nicht, dass die Einschränkungen über den Zinskanal bewirken, dass die Unruhe auf den Staatsanleihemärkten die Refinanzierungskosten

der Banken erhöhen und sich damit auch die Kreditbedingungen der Realwirtschaft verschlechtern.

- Unternehmensrisiken sind im Zuge der Euro-Schuldenkrise ebenso gestiegen, wie Sinn (2013, 57) an anderer Stelle betont. Eine stärkere Nutzung von Unternehmensanleihen als Sicherheiten würde daher die Bilanz des Eurosystems (ebenfalls) mit höheren Risiken belasten. Da Sinn dies mit Blick auf die Staatsanleihekäufe der EZB und auf die Target2-Salden stark kritisiert, erscheint seine Argumentation an dieser Stelle nicht konsistent.

### **3.3 Überhöhte Risikoprämien auf Anleihen von Staaten und Unternehmen?**

Wie in Kapitel 3.1 gezeigt wird, blieben die Zinsen in Südeuropa trotz Leitzinssenkung relativ hoch und die Differenz zwischen den Unternehmenskreditzinsen nahm zu. Auch die Risikoaufschläge auf die Staatsanleihezinsen stiegen deutlich an. Es stellt sich die Frage, ob es sich bei diesen Entwicklungen um eine „normale“ Marktreaktion handelte oder ob es zu Übertreibungen und Irrationalitäten kam. Dies ist insofern wichtig, als die EZB ihr Eingreifen durch die Ankündigung des OMT-Programms auch mit vermeintlichen Irrationalitäten am Finanzmarkt begründet hat.

Im Folgenden wird daher zunächst dokumentiert, dass die Risikozuschläge außergewöhnlich hoch waren und teilweise darauf zurückzuführen waren, dass das Risiko eines Austritts aus der Eurozone (und der Einführung einer neuen Währung) eingepreist wurde (Redenominationsrisiko). Danach wird erörtert, ob die höhere Risikoeinschätzung des Marktes fundamental gerechtfertigt war.

#### **Außergewöhnlich hohe Risikoprämien auf Staatsanleihen**

Asmussen (2013) verweist darauf, dass gerade die kurzfristigen Staatsanleihezinsen – trotz Leitzinssenkung der EZB – zur Mitte des Jahres 2012 deutlich gestiegen waren. So betragen die Renditen von zweijährigen Staatsanleihen im Juli 2012 in der Spitze in Spanien 6,6 Prozent und in Italien 5,1 Prozent. Mit Blick auf den ebenfalls erfolgten Renditenanstieg auf zehnjährige Staatsanleihen schätzt der IWF (IMF, 2013a, 28; 2013b), dass sich Mitte 2012 mehr als 2 Prozentpunkte des Zinsniveaus nicht mit den üblichen Fundamentalfaktoren erklären lassen.

Auch vor dem Juli 2012 waren die Zinsen auf Anleihen der südeuropäischen Staaten und auch die Zinsdifferenzen zu deutschen Staatsanleihen im Rahmen der Euro-Schuldenkrise bereits deutlich gestiegen.<sup>8</sup> Diese Entwicklung hat zu zahlreichen

---

<sup>8</sup> Sinn (2013, 62) zieht in Zweifel, dass das Auseinanderbrechen der Eurozone zu Zinsunterschieden führte, wenn alle Länder aufgrund einer symmetrischen Verunsicherung gleichermaßen somit mit Zinsanstiegen konfrontiert würden und bei der Einführung einer eigenen Währung nicht aufwerten oder abwerten würden. Dieser rein theoretischen Hypothese fehlt im aktuellen Kontext freilich der Bezug zur Realität.

Beiträgen in der ökonomischen Literatur geführt (als Überblick s. Canofari et al., 2013). Demnach lassen sich grundsätzlich die Risikoprämien auf Anleihen von Eurostaaten durch eine Reihe von Faktoren erklären, zum Beispiel die Risikoaversion internationaler Investoren, die Liquidität in Staatsanleihemärkten und länderspezifische Faktoren wie die Lage der öffentlichen Finanzen (etwa öffentlicher Schuldenstand) und andere makroökonomische und finanzielle Fundamentalfaktoren. Mit diesen Einflussgrößen lässt sich aber nach dem Jahr 2010 ein signifikanter Teil der Zinsunterschiede nicht mehr allein erklären. Eine Reihe von Arbeiten haben empirisch nachgewiesen, dass das Redenominationsrisiko (Klose/Weigert, 2012; Canofari et al., 2013) in dieser Zeit auch eine Rolle gespielt hat.

Darüber hinaus gibt es zahlreiche weitere Hinweise darauf, dass ein Austritt aus der Eurozone oder deren Zusammenbruch befürchtet wurde. Bei dem Wettanbieter Intrade konnte darauf gewettet werden, ob ein Land bis zum 31. Dezember 2013 aus der Eurozone austritt (Abbildung 4). Die auf dieser Grundlage berechnete Wahrscheinlichkeit für ein solches Ereignis lag in der Spitze bei 66 Prozent im Herbst 2011 und nach einem zwischenzeitlichen Rückgang auch im Juli 2012 wieder bei deutlich über 50 Prozent. Asmussen (2013) verweist zudem auf Hinweise darauf, dass internationale Unternehmen sich gegen das Risiko eines Austritts einzelner Euroländer absicherten und die britische Finanzaufsicht die Banken explizit dazu aufforderte.

### **Sind hohe Risikoprämien gerechtfertigt oder übertrieben?**

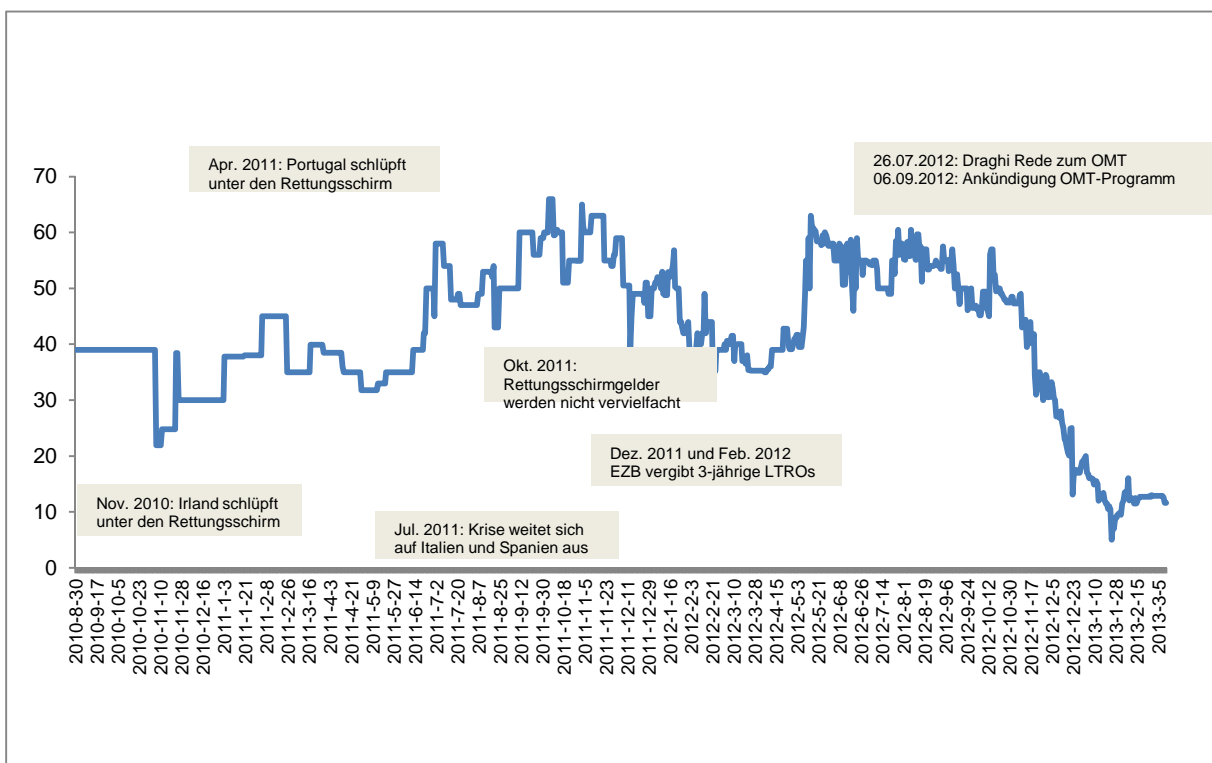
In der ökonomischen Zunft herrscht Uneinigkeit darüber, ob die deutlich erhöhten Risikoprämien auf Anleihen südeuropäischer Eurostaaten mit ökonomischen Fundamentalfaktoren gerechtfertigt werden können. Dies ist insofern wichtig, als die EZB ihr Eingreifen durch die Ankündigung des OMT-Programms auch mit vermeintlichen Irrationalitäten am Finanzmarkt begründet hat. Sinn (2013, 54; 57) und in der Tendenz auch die Deutsche Bundesbank (2012, 7; 9) halten die damit sichtbar gewordenen Zinsunterschiede (auch für Unternehmen) für eine weitgehend sinnvolle Marktreaktion. Sinn (2013, 61) bezieht dies auch explizit auf das Einpreisen des Redenominationsrisikos, vor allem, weil die Arbeitslosigkeit in den Krisenländern hoch und deren preisliche Wettbewerbsfähigkeit stark beeinträchtigt sei. Hinter diesen Einschätzungen verbirgt sich ein starker Glaube an die Effizienz von Finanzmärkten.

So wenig auf die Disziplinierungsfunktion des Finanzmarktes durch (moderate) Zinsanstiege verzichtet werden kann, so sehr lassen sich jedoch grundsätzliche Zweifel an diesem Glauben äußern. Zunächst gilt Sinns Argument, dass der Markt die Risikoprämien verlässlich bestimmen kann, formell nur, wenn sich die Marktteilnehmer zumindest subjektive Eintrittswahrscheinlichkeiten zu den einzelnen Umweltzuständen bilden können. Es gilt aber nicht mehr, wenn ein Umweltzustand möglich

ist, zu dem die Marktteilnehmer keine Eintrittswahrscheinlichkeiten kennen, da ihnen die historischen Daten oder Erfahrungen zu einem Eintritt des Ereignisses wie dem Austritt eines Landes aus der Eurozone fehlen. In diesem Fall ist es durchaus möglich, dass der Markt die Risikoaufschläge überschätzt. Dieser Effekt ist in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur zu Vermögenspreisen als Peso-Problem bekannt, weil er bei dem mexikanischen Peso zuerst systematisch untersucht wurde (Kaminsky, 1993; Bekaert et al., 2001; Barro, 2006).

#### Abbildung 4: Erwartungen an einen Austritt aus der Währungsunion

Wahrscheinlichkeit in Prozent, dass ein Land der Eurozone vor Ende 2013 die Absicht äußerte, aus der Eurozone auszutreten\*



\*Basierend auf Wetten bei dem Wettanbieter Intrade.

Quelle: Intrade

Zudem lassen sich grundlegende Zweifel an der Effizienzhypothese äußern (Ruckriegel, 2011; Demary/Schuster, 2013). Konkret bezogen auf die Euro-Schuldenkrise erscheint zum Beispiel kritikwürdig, dass der Finanzmarkt vor dem Jahr 2008 von den späteren Krisenstaaten zu niedrige Zinsen und Risikoprämien verlangt hatte. In Reaktion auf die Finanzmarkt- und Euro-Schuldenkrise kam es danach nachweislich zu einem Überschießen der Zinsdifferenzen nach oben (Grauwe/Ji, 2012). Bemerkenswert war auch, dass die erheblichen Reformfortschritte der Regierungen von Mario Monti in Italien und Mariano Rajoy in Spanien (auch wenn der Reformweg noch nicht beendet ist) nach dem Herbst 2011 nicht mit dauerhaft niedrigeren Risikoprämien honoriert wurden als noch zur Mitte des Jahres 2011.



Im Gegenteil, die Zinsen für die Staatsanleihen Italiens und Spaniens kletterten bis zur Mitte des Jahres 2012 allmählich immer höher. Fragwürdig erscheint ebenfalls, dass die Kreditzinsen für KMU zunehmend von dem Standort des Unternehmens und nicht von dessen Bonität bestimmt zu sein schienen (Asmussen, 2013).

Mit Blick auf das Einpreisen des Redenominationsrisikos erscheinen die Argumente von Sinn zwar auf den ersten Blick durchaus nachvollziehbar. Doch politisch gesehen sind Austritte aus der Währungsunion aufgrund der gravierenden ökonomischen und politischen Folgen wohl sehr unwahrscheinlich. Gerade im angelsächsischen Bereich ist jedoch das Narrativ stark verbreitet, die Zukunftsfähigkeit der EWU sei akut gefährdet (Krugman, 2010; Roubini, 2011). Dies kommt wohl auch in den erwähnten hohen Wahrscheinlichkeiten zum Ausdruck, die dem Austritt eines Landes aus dem Euroraum bei Intrade beigemessen werden (Abbildung 4). Daher lassen sich auch in dieser Hinsicht gewisse Zweifel daran äußern, ob der Finanzmarkt das Redenominationsrisiko richtig einschätzt.

Nach der Gegenüberstellung der Argumente fehlt eine befriedigende Antwort auf die Frage, ob die zur Mitte des Jahres 2012 existierenden Risikoprämien vom Niveau her fundamental gerechtfertigt waren oder nicht.

### **Zinsdynamik wichtiger – Gefahr von Zinsspiralen**

Doch beim Blick auf die Veränderung der Staatsanleiherenditen in einzelnen Zeiträumen scheint eine fundamentale Begründung mit großer Wahrscheinlichkeit zu fehlen. So war die Rendite von zweijährigen Staatsanleihen Spaniens, die am 24. Juli 2012 über 6,6 Prozent betrug, innerhalb von nur einer guten Woche um mehr als 2 Prozentpunkte gestiegen. In Italien kam es allein innerhalb dieser acht Tage zu einem Anstieg von knapp 1,5 Prozentpunkten auf fast 5,1 Prozent. In dieser kurzen Zeit haben sich die Fundamentalfaktoren mit großer Wahrscheinlichkeit nicht in beiden Ländern so stark verändert, um einen solchen Zinsanstieg zu rechtfertigen.

Diese kurzfristige Erhöhung scheint vielmehr ganz konkret auf die Relevanz von Ansteckungseffekten (u. a. Metiu, 2012; Santis, 2012) und auf die Gefahr von sich selbst erfüllenden Prophezeiungen hinzudeuten. Demnach kann – vereinfacht gesprochen – ein eigentlich solventes Land durch den Finanzmarkt in die Insolvenz getrieben werden, wenn sich am Finanzmarkt die (fragwürdige) Erwartung herausbildet, das Land sei insolvent, und der Finanzmarkt keine Kredite (oder nur noch Kredite zu sehr hohen Zinsen) vergibt. In der Literatur ist dieses Phänomen vor allem mit Blick auf Währungskrisen in Entwicklungs- und Schwellenländern (Obstfeld, 1996; Jeanne, 1997), aber auch auf Banken Krisen (Diamond/Dybvig, 1983; Allen/Gale, 2000; Diamond/Rajan, 2001) seit langem einschlägig bekannt. Grauwe und Yi (2012) haben dieses Konzept auf die Eurozone übertragen. Demnach macht der fehlende Zugang eines Eurostaates zu einer eigenen Zentralbank (und damit zu einem „lender of last resort“) die Länder der Eurozone besonders anfällig für sich

selbst erfüllende Prophezeiungen. Empirische Belege für die Relevanz dieses Phänomens in der Eurozone liefern nicht nur Grauwe und Yi (2012), sondern auch weitere Studien wie etwa die von Gärtner und Griesbach (2012) sowie Bruneau et al. (2012).

Auch die Theorie multipler Gleichgewichte spielt hier eine wichtige Rolle, da Zinsniveau und Insolvenzwahrscheinlichkeit sich gegenseitig beeinflussen (Calvo, 1988; Obstfeld, 1996; Gärtner/Griesbach, 2012; Grauwe/Ji, 2012; Romer, 2012, 632 ff.). Demnach existieren verschiedene Zinsniveaus, bei denen ein Staat bei gegebenen sonstigen Faktoren (wie Schuldensituation, Konsolidierungsverhalten und Wachstumsaussichten) entweder solvent oder insolvent ist.

Bei rapide steigenden Zinsen – wie im Juli 2012 beobachtet – besteht somit die Gefahr, dass sich das Zinsniveau bei sonst gleichen Bedingungen – auch im Zuge von Ansteckungseffekten und selbst erfüllenden Prophezeiungen – von einem „guten“ zu einem „schlechten“ Gleichgewicht verschiebt. Dies gilt umso mehr, als sich selbst verstärkende Effekte wirksam werden können, weil ein Zinsanstieg die Insolvenzwahrscheinlichkeit steigen lässt und sich dies wiederum in weiteren Zinserhöhungen niederschlagen kann. Es spricht aus Sicht der Autoren einiges dafür, dass im Juli 2012 – vor der Ankündigung des OMT-Programms – eine solche Gefahr drohte. Angesichts der aufgezeigten engen Verbindungen zwischen den Staatsanleihemärkten auf der einen Seite und den Finanzierungskosten und der Kreditvergabefähigkeit der Banken auf der anderen Seite, dürfte in einer solchen Situation der Transmissionskanal der Geldpolitik ernsthaft gefährdet sein.

Trotz der Gefahr von Zinsspiralen und sich selbst erfüllender Prophezeiungen votiert Sinn (2013, 54 f.) gegen einen Eingriff der EZB. Auch die Deutsche Bundesbank (2012, 9) und Fuest (2013) zeigen sich diesbezüglich sehr zögerlich und zurückhaltend. Sinn hält es explizit nicht für die Aufgabe der EZB, ein Land „in ein besseres Gleichgewicht mit niedrigeren Zinsen“ zu überführen, weil der Staat dazu selbst die Möglichkeit habe. Diese Einschätzung erscheint nur bedingt realistisch, denn sie unterstellt einen effizienten Finanzmarkt, der Reformen belohnt. Diese Voraussetzung ist jedoch nicht sicher gegeben, wie die Erfahrung der jüngeren Vergangenheit und die aufgeführte Literatur zu den Effizienzmängeln des Finanzmarktes zeigen.

Alles in allem erscheint daher den Autoren das Eingreifen der EZB an den Staatsanleihemärkten aus geldpolitischen Gründen grundsätzlich gerechtfertigt, allerdings nur unter Einhaltung gewisser Bedingungen, die am Ende des Artikels genauer erläutert werden.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> Auch M. Fratzscher (2013) sieht eine solche Rechtfertigung, C. Fuest (2013) anerkennt die Gefahr sich selbst erfüllender Prophezeiungen und multipler Gleichgewichte, rät aber bei solventen Staaten nur zu einem Eingriff des ESM und nicht der Geldpolitik.

#### 4. Umgehung des Verbots der monetären Staatsfinanzierung?

Im Folgenden gilt es, in mehreren Schritten zu erörtern, wie sichergestellt werden kann, dass mit einem solchen Eingriff das Verbot der monetären Staatsfinanzierung nicht umgangen wird, das in Art. 123 (1) AEUV und Art. 21 (1) des EZB-Statuts mit dem Verbot des *unmittelbaren* Erwerbs von Staatsanleihen durch die EZB (am Primärmarkt) niedergelegt ist.

Es wird zunächst erläutert, wie grundsätzlich erlaubte Sekundärmarktkäufe von verbotenen Primärmarktkäufen abzugrenzen sind (Kapitel 4.1) und wie die Marktdisziplin und damit der vertragliche Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb erhalten werden kann (Kapitel 4.2). Die Probleme, die mit Blick auf den Staatsanleihebestand bei der EZB drohen, wenn es zu einem Schulden-schnitt eines Staates kommt, werden in Kapitel 4.3 erläutert. Und schließlich geht es um die Relevanz einer mittelbaren Staatsfinanzierung, bei der Banken mit Refinanzierungskrediten Staatsanleihen kaufen, die sie als Sicherheiten verwenden können (Kapitel 4.4).

##### 4.1 Zu große Nähe zu Primärmarktkäufen?

Um zu verstehen, warum Sekundärmarktkäufe (im Gegensatz zu Primärmarktkäufen) von Staatsanleihen grundsätzlich nicht als monetäre Staatsfinanzierung angesehen werden, ist es wichtig, die ökonomischen Unterschiede zu erläutern:<sup>10</sup>

- Der Staat, dessen Staatsanleihen durch die EZB mittelbar aufgekauft werden, erhält kein Geld von der EZB. Denn sie kauft die Anleihen einem anderen Investor am Sekundärmarkt ab, an dem nur Finanzmarktakteure untereinander handeln. Bei Primärmarktkäufen würde die EZB die Anleihen dagegen unmittelbar vom Staat erwerben und damit direkte Staatsfinanzierung betreiben.
- Die Sekundärmarktinterventionen der EZB haben das Ziel, die Kurse der betreffenden Staatsanleihen zu erhöhen und damit deren (effektive) Zinsen zu senken. Auch dies hat (von Neuemissionen zunächst abgesehen) keine unmittelbaren Konsequenzen für den betreffenden Staat. Denn der Coupon einer Staatsanleihe, das heißt die vertraglich festgelegte Zinszahlung des Staates an den Halter der Anleihe, ändert sich nicht durch den EZB-Ankauf. Der Staat muss sie nun an die EZB statt an einen Investor leisten. Durch die Intervention kommt es lediglich zu einer Kurssteigerung, die die Effektivverzinsung der Anleihe allein aus Sicht des Neukäufers senkt, der zum höheren Kurs kauft. Bezogen auf den

---

<sup>10</sup> Bei Sekundär- wie Primärmarktkäufen gilt, dass die EZB durch ihre Käufe keine Haftung für die Verbindlichkeiten der betreffenden Staaten übernimmt, solange die Staatsanleihen vollständig bedient und fristgemäß getilgt werden (vgl. Kapitel 4.3 zum Thema Schuldenschnitt).

höheren Kurs entspricht der feste Coupon einem niedrigeren effektiven Zins für diese Anlage.

- Etwas kritischer zu sehen ist aber folgender Wirkungskanal: In der Regel hängen die Zinsen am Sekundär- und Primärmarkt tendenziell eng zusammen. Niedrigere Zinsen am Sekundärmarkt ermöglichen es dem betreffenden Staat folglich, bei einer Neuemission von Staatsanleihen eine niedrigere Verzinsung zu bieten und seine zukünftige Zinsbelastung weniger stark steigen zu lassen als ohne EZB-Intervention.

Die Experten scheiden sich an der Frage, ob diese Wirkung auf die Zinsen am Primärmarkt de facto eine Staatsfinanzierung und damit eine Mandatsüberschreitung impliziert oder nicht. Sinn sieht in dieser zinsmindernden Wirkung (und in der Risikominderung) aus ökonomischer Sicht eine (verbotene) unmittelbare Staatsfinanzierung, was für *jeden* Kauf von Staatspapieren durch die EZB gelte (Sinn, 2013, 20). Mit dieser schwer nachvollziehbaren Argumentation stellt er sich in Widerspruch zu anderen Gutachtern (Fuest, 2013; Uhlig, 2013) und zur EZB (2012b, 31). Diese betonen zu Recht, dass Staatsanleihekäufe zum Standardrepertoire der Offenmarktpolitik gehören und die Zinswirkung von Sekundärmarktkäufen ein normaler (fiskalischer) Effekt der Geldpolitik ist. Auch Leitzinserhöhungen haben naturgemäß durchaus nennenswerte fiskalische Auswirkungen.

Jenseits der rechtlichen Einschätzung stellt sich die Frage nach dem Ausmaß der ökonomischen Effekte. Eine interventionsbedingte Senkung der Primärmarktzinsen erleichtert die fiskalische Zinsbelastung im Vergleich zu einem Basisszenario ohne EZB-Käufe nur geringfügig.<sup>11</sup> Hinzu kommt, dass die Zinsbelastung aufgrund der vor allem in den Krisenstaaten stark gestiegenen Staatsverschuldung (im Basisszenario) deutlich zunimmt. Sekundärmarktkäufe der EZB mindern folglich lediglich den Anstieg der Zinsquote (vgl. Abbildung 5). Es fällt daher auch aus ökonomischer Sicht schwer, Sekundärmarktkäufe als eine relevante Form der Staatsfinanzierung und damit als eine Mandatsüberschreitung zu bezeichnen.

Entscheidend für diese Argumentation ist, dass die Verbindung zwischen dem Sekundär- und dem Primärmarkt nur auf die Zinshöhe beschränkt bleibt. Sinn (2013, 18) argumentiert jedoch, dass ein Kauf der EZB am Sekundärmarkt „Luft für neue Staatspapiere“ verschaffe, „die die Krisenländer ohne Zinserhöhungen auf dem Markt unterbringen konnten“. Diese These eines gedachten Verschiebebahnhofs steht jedoch auf unsicherem Fundament. Denn die EZB agiert mit großer Wahrscheinlichkeit nur in einer Krisensituation. Dabei ist jedoch davon auszugehen, dass

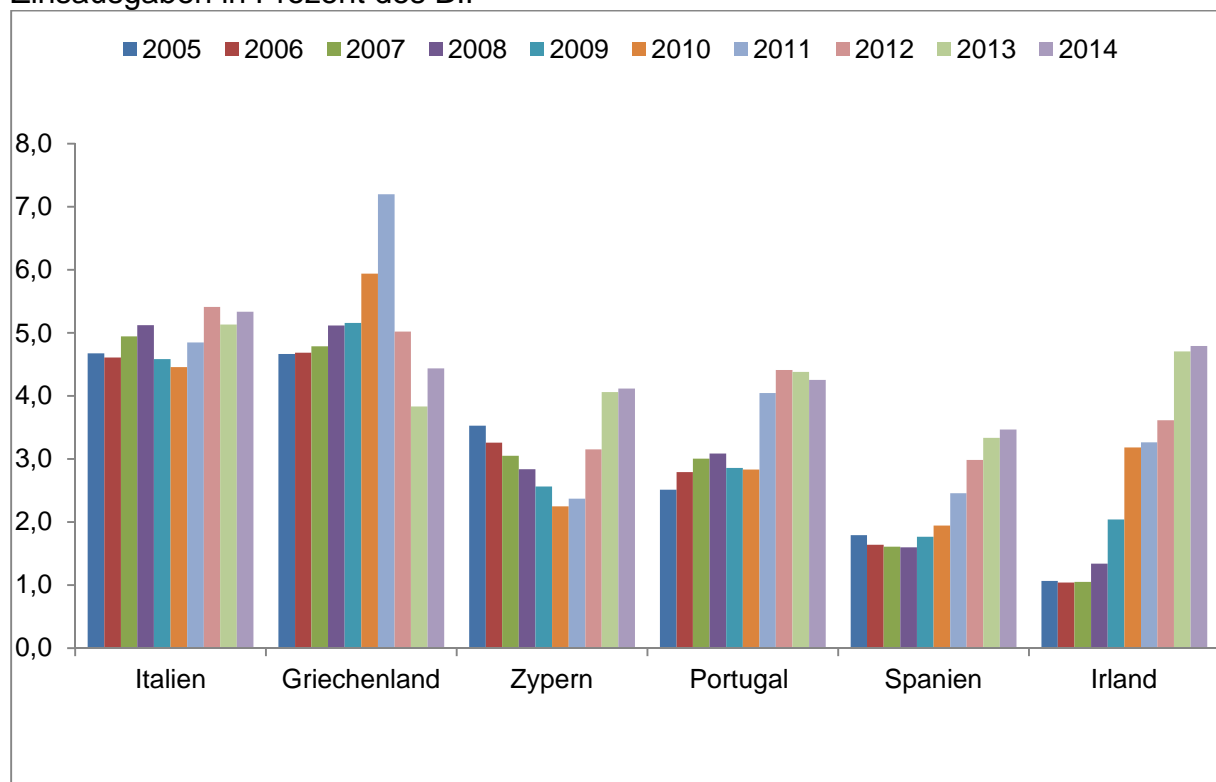
---

<sup>11</sup> Eine stark vereinfachte Beispielsrechnung soll dies verdeutlichen: Per Annahme sei die Staatsverschuldung eines Landes bei 100 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) konstant und deren Fälligkeit über zehn Jahre gleichmäßig verteilt, sodass pro Jahr Neuemissionen an Staatsanleihen in Höhe von 10 Prozent des BIP nötig sind, zuzüglich einer Neuverschuldung von 5 Prozent des BIP. In einem solchen Fall würde eine Senkung der Zinsen am Primärmarkt um beispielsweise 2 Prozentpunkte die Zinsbelastung pro Jahr nur um 0,3 Prozentpunkte des BIP senken.

sich die Bereitschaft der Investoren, Staatsanleihen nachzufragen und zu halten, bei gegebenem Zins (Preis) deutlich verringert hat. Es dürfte in einer solchen Lage eine große Verkaufsbereitschaft herrschen, aber nur eine geringe Kaufbereitschaft. Daher erscheint es wenig plausibel, dass es in solch einem Fall zu einem reinen Verschiebeparkplatz kommt, also dass die Anleger am Primärmarkt in dem Maß Staatsanleihen nachkaufen wie die EZB Sekundärmarktkäufe tätigt. Wichtig ist, dass die Anleger bei Primärmarktkäufen weiterhin ein erhebliches Ausfallrisiko tragen (vgl. Kapitel 4.2).

### Abbildung 5: Zinsquoten der Krisenländer

Zinsausgaben in Prozent des BIP



Prognosen für 2013 und 2014.

Quelle: EU-Kommission, AMECO Datenbank, Frühjahr 2013

Eine wirklich bedenkliche Nähe zur unmittelbaren Staatsfinanzierung würde jedoch entstehen, wenn Anleger gerade am Primärmarkt gekaufte Anleihen kurze Zeit später ohne Risiko – also mit Sicherheit und zu gleichem Preis – an die EZB weiterreichen könnten. Die EZB (Schorkopf, 2013, 32) hat diese Gefahr zwar grundsätzlich erkannt und sagt zu, nicht unmittelbar nach (oder vor) einer Staatsanleiheemission zu kaufen. Sie will eine Stillhaltefrist „in Tagen zählend“, aber ausreichend für die Marktpreisbildung ermöglichen. Diese Frist erscheint jedoch zu kurz, wie auch die Deutsche Bundesbank (2012, 16) meint. Daher sollten hier Veränderungen des OMT-Programms ansetzen, auf die im Schlusskapitel eingegangen wird.

## 4.2 Beeinträchtigung der Marktdisziplin?

Bei der Bewertung des OMT-Programms ist nicht nur das Verbot der monetären Staatsfinanzierung zu beachten, sondern auch der Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb unter anderem nach Art. 127 (1) AEUV. Hier geht es besonders darum, die Funktionsfähigkeit des Staatsanleihe-marktes zu erhalten – und damit auch die disziplinierende Wirkung von Zinserhöhungen auf das Fiskalverhalten der Staaten. Die Wirkung auf die Marktdisziplin hängt dabei entscheidend davon ab, wie sehr die EZB den Banken das Risiko eines Staatsanleihekaufs nimmt und damit Risikoprämien auf die Staatsanleihezinsen vermindert.

Verschiedene Gutachter kritisieren die Staatsanleihekaufprogramme als eine Untergrabung des freien Wettbewerbs und der Marktdisziplin (z. B. Konrad, 2013; Uhlig, 2013). Sinn (2013, 38) sieht in diesem Zusammenhang in dem OMT-Programm eine kostenlose Versicherung für Anleger. Diese Ansicht kann jedoch relativiert werden. Denn eine kostenlose Vollversicherung würde die Notenbank nur dann zur Verfügung stellen, wenn sie die Staatsanleihen mindestens zu dem Preis erwirbt, den die Anleger gezahlt haben. Das macht sie aber sehr wahrscheinlich nicht, da sie die Anleihen nur in einer Krisenphase kauft, und zwar zu deutlich gesunkenen Kursen. Damit entstehen den Anlegern nicht versicherte Verluste in Höhe der Kursdifferenz.

Zwar bewahrt ein EZB-Kauf einen Anleger vor möglichen weiteren Kursverlusten und stellt insofern schon einen gewissen Markteingriff dar. Zudem senkt die EZB die am Markt sich einspielenden Risikoprämien, was besonders Konrad (2013) kritisiert. Ein begrenzter Eingriff erscheint den Autoren jedoch aus verschiedenen Gründen vertretbar. Denn wie schon erwähnt, mindern die Sekundärmarktkäufe der EZB (respektive die Ankündigung des OMT) in der aktuellen Situation lediglich den nennenswerten Anstieg der Zinsbelastung der Staaten (Abbildung 5). Die EZB verhindert zwar nennenswerte Zinsanstiege, weil aber gleichzeitig die Staatsschulden erheblich gestiegen sind, nimmt die Zinsbelastung insgesamt zu. Trotz des OMT-Programms hat sich der Konsolidierungsdruck daher in den vergangenen Jahren in den meisten Ländern deutlich erhöht. In der Tat zeigen empirische Studien (Debrun/Kinda, 2013), dass Konsolidierungsanstrengungen (gemessen am Primärsaldo) in der Tendenz umso höher sind, je größer die Zinsbelastung eines Staates ist.

Zudem kann ein Anleger nicht mit Sicherheit darauf vertrauen, dass die EZB ihm seine Staatsanleihen abkauft:

- Gemäß den OMT-Bedingungen wird die EZB nur Anleihen mit einer Restlaufzeit von ein bis drei Jahren kaufen. Wenn zum Beispiel eine zehnjährige Anleihe nach

sechs Jahren ausfällt, müsste der Anleger das volle Ausfallrisiko tragen und wäre nicht versichert.<sup>12</sup>

- Ferner kann der Anleger auch bei ein- bis dreijährigen Anleihen nicht sicher sein, dass die EZB sie ihm im Notfall abnimmt. Denn an dem OMT-Programm dürfen nur die Länder teilnehmen, die unter den Rettungsschirm ESM schlüpfen und sich auf ein Reformprogramm einlassen. Wenn diese Bedingung nicht oder nicht mehr erfüllt ist, hat die EZB angekündigt, keine Staatsanleihen (mehr) zu kaufen.

Die EZB (Schorkopf, 2013, 26) macht selbst deutlich, dass sie die Marktdisziplin über den Zinsmechanismus aufrechterhalten will. Neben den schon erwähnten Einschränkungen muss ein Land als eine weitere Voraussetzung für das OMT-Programm Zugang zum Kapitalmarkt haben. Die EZB werde die Lage am Primärmarkt (etwa Volumen und Fristigkeit der Emissionen, Anwesenheit von mit dem Emittenten nicht eng verbundenen Investoren) und am Sekundärmarkt (Umsatz und Margen) überwachen. Darüber hinaus hat Asmussen (FAZ, 2013) vor dem Bundesverfassungsgericht deutlich gemacht, dass die Marktteilnehmer das wirtschaftliche Risiko tragen und sich nicht auf das Ob und Wie potenzieller EZB-Käufe verlassen könnten.

Diese Aussage ist sehr wichtig, übernimmt doch die EZB nicht in jedem Fall das volle Risiko von den Marktteilnehmern. Bei sehr enger Auslegung kann darin ein Eingriff in den freien Wettbewerb gesehen werden. Die Autoren sind aber der Meinung, dass dieser Eingriff zu rechtfertigen ist, wenn der Finanzmarkt in Krisenzeiten zu Übertreibungen neigt. Zudem erscheint er begrenzt genug und wegen der steigenden Zinsquoten in der aktuellen Situation nicht hinreichend einschränkend mit Blick auf die Marktdisziplin zu sein, um als Mandatsverstoß zu gelten. Dass der Disziplinierungsdruck nicht aus dem Markt gewichen ist, zeigt in diesem Zusammenhang der zeitweise deutliche Zinsanstieg auf portugiesische Staatsanleihen im Zuge der Regierungskrise im Juli 2013. Gleichwohl muss die Marktdisziplin auch mittelfristig gewährt bleiben. Dafür werden im Schlusskapitel einige Vorschläge unterbreitet.

### 4.3 Problematik eines Schuldenschnitts

Neben einer möglicherweise zu großen Nähe von Sekundärmarktkäufen zum Primärmarkt kann es auch durch einen Schuldenschnitt (und durch einen Staatsbankrott oder eine Umschuldung<sup>13</sup>) eines Staates zu einer verbotenen monetären Staatsfinanzierung kommen. Bei näherer Betrachtung der mit einem Schuldenschnitt verbundenen Prozesse stellen sich sehr prekäre Fragen. Ein solcher Schritt bedeu-

---

<sup>12</sup> Die Behauptung von Sinn (2013, 30 f.), alle Staatsanleihen außer den kurzfristigen Schatzwechseln seien durch das OMT-Programm geschützt, ist damit in der geäußerten Pauschalität nicht nachvollziehbar. Richtig ist nur, dass eine zehnjährige Staatsanleihe lediglich im Zeitfenster zwischen dem Ablauf von sieben und neun Jahren (also bei einer verbleibenden Restlaufzeit von ein bis drei Jahren) geschützt wäre.

<sup>13</sup> Im Weiteren ist der Einfachheit halber nur noch von Schuldenschnitt die Rede, auch wenn es verschiedene Möglichkeiten gibt, mit denen ein Staat seine Schuldenlast verringern kann.

tet, dass ein Staat seine Schulden bei einem Anleihegläubiger nicht vollständig begleicht, also letztlich ein finanzieller Transfer vom Gläubiger zum Schuldner stattfindet. Da die EZB und die nationalen Zentralbanken im Rahmen des OMT-Programms keinen bevorrechtigten Gläubigerstatus haben, werden sie wie alle anderen Gläubiger (*pari passu*) behandelt und würden bei einem Schuldenschnitt auf Forderungen verzichten müssen.<sup>14</sup>

Deshalb würde eine **freiwillige** Zustimmung der EZB zu einem Schuldenschnitt eine verbotene monetäre Staatsfinanzierung bedeuten. Die EZB (Schorkopf, 2013, 15; 28) macht daher sehr deutlich, dass sie auf Forderungen gegenüber Mitgliedstaaten aus geldpolitischen Operationen nicht verzichten und einem Schuldenschnitt nicht zustimmen wird. Im Gegensatz dazu würde es rein rechtlich einen wichtigen Unterschied machen, wenn die EZB bei einem **unfreiwilligen** Schuldenschnitt ohne Wahlmöglichkeit eine Forderungskürzung hinnehmen müsste. Dies wird nach allgemeinem Rechtsverständnis nicht als verbotene monetäre Staatsfinanzierung betrachtet.

Aus ökonomischer Sicht findet unabhängig von der Freiwilligkeit ein finanzieller Transfer statt. Allerdings erscheinen die Begründungen für ein Verbot monetärer Staatsfinanzierung im Kontext eines Schuldenschnitts in einem anderen Licht. So würde mit diesem finanziellen Transfer ein Staat nicht „über Wasser“ gehalten. Vor allem droht keine Gefahr für die Preisstabilität und Unabhängigkeit der EZB aufgrund von zunehmender Staatsverschuldung durch die monetäre Staatsfinanzierung. Im Gegenteil, mit einem Schuldenschnitt würde die Schuldenlast des Staates vermindert. Die Geldpolitik kann dann wieder leichter zur Inflationsbekämpfung die Zinsen erhöhen, ohne damit die Solvenz des Staates zu gefährden.

Allerdings könnten sich in Zukunft erhebliche Probleme mit Blick auf das neue Insolvenzverfahren von Staaten in der Eurozone ergeben. Ein potenzieller Schuldenschnitt soll in der Eurozone in Zukunft mittels sogenannter Collective Action Clauses abgewickelt werden, die ab 2013 nach und nach in den neuen Staatsanleihen eingeführt werden. Dabei müssen auf Basis einzelner Emissionen von Staatsanleihen bei einer Gläubigerversammlung 75 Prozent der (anwesenden) Gläubigerstimmen einem Schuldenschnitt zustimmen. Falls eine emissionsübergreifende Mehrheit von 75 Prozent der (anwesenden) Gläubigerstimmen zustande kommt, reicht eine Zustimmung von 66 2/3 Prozent der (anwesenden) Gläubigerstimmen einer einzelnen Emission für einen Schuldenschnitt aus. Kommen die entsprechenden Mehrheiten nicht zustande, gibt es keinen (freiwilligen) Schuldenschnitt. Mit dieser Neuregelung könnte sich durch die Staatsanleihekäufe der EZB ein Konflikt zwischen der Absage der EZB an eine freiwillige Zustimmung zu einem Schuldenschnitt und der

---

<sup>14</sup> Beim SMP wurde der EZB beim griechischen Schuldenschnitt allerdings zwar nicht formell, aber *de facto* (durch einen Schuldentausch) ein bevorrechtigter Senioritätsstatus zugebilligt.



theoretischen Unbegrenztheit der Anleihekäufe ergeben. Wenn die EZB einem freiwilligen Schuldenschnitt nicht zustimmen darf, zugleich aber im Rahmen des OMT-Programms bereits so viele Anleihen aufgekauft hat, dass sie eine Sperrminorität hat, könnte eine solche Konstellation einen freiwilligen Schuldenschnitt erschweren. Hier muss folglich noch nach geeigneten Lösungen gesucht werden, wie die Wirksamkeit von Collective Action Clauses in Zukunft auch im Fall von EZB-Interventionen gesichert werden kann.

#### **4.4 Indirekte Staatsfinanzierung über Banken durch die erweiterte Liquiditätspolitik?**

In die Debatte über eine mögliche Mandatsüberschreitung spielt auch die Kritik an der erweiterten Liquiditätspolitik der EZB hinein, vor allem mit Blick auf die sehr umfangreichen langfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRG), die Emergency Liquidity Assistance (ELA) und die Lockerung des Sicherheitenrahmens. So hatte die EZB die Bonitätsanforderungen für Staatsanleihen, die bei der Vergabe ihrer Refinanzierungskredite als Sicherheiten bei ihr hinterlegt werden, generell und für einige Länder sehr stark abgesenkt. Damit ermöglichte sie Banken, trotz teils erheblicher Downgrades der Ratings weiter Staatsanleihen ihrer Souveräne als Sicherheiten zu hinterlegen und ihre Liquiditätsversorgung zu sichern. Unterstützt von den LRG konnten die Banken der Eurozone und vor allem der Krisenländer weiterhin (und vermehrt) Staatsanleihen kaufen und zur Überbrückung ihre Refinanzierungsgpässe als Sicherheiten nutzen. Dies wird als verdeckte monetäre Staatsfinanzierung und damit als Mandatsüberschreitung durch die EZB kritisiert (Berg/Carstensen, 2012; Sinn, 2013, 14 ff.; Stark, 2013).

Tatsächlich haben Banken in Italien und Spanien, die hier exemplarisch näher betrachtet werden, ihren Bestand an Staatsanleihen in den vergangenen Jahren deutlich aufgestockt (Abbildung 6), während Ausländer Staatsanleihen in erheblichem Umfang verkauften.<sup>15 16</sup> Vermutlich hat vor allem der erleichterte Liquiditätszugang zur EZB-Refinanzierung die zusätzlichen Staatsanleihekäufe der Banken ermöglicht. Darauf deutet der starke Anstieg des Anteilsbesitzes der Banken vor allem im ersten Quartal 2012 hin, als die LRG vom Dezember 2011 und Februar 2012 griffen.

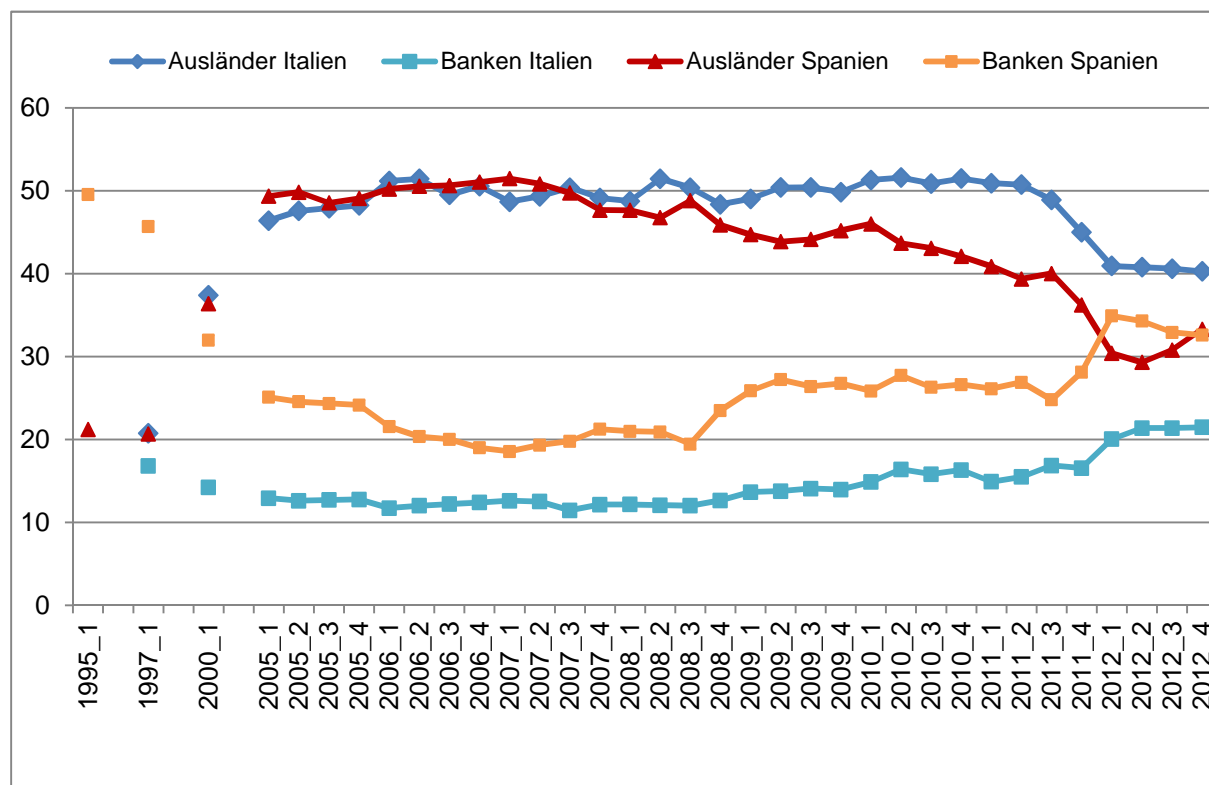
---

<sup>15</sup> Für Griechenland traf dies auch für den Zeitraum ab Anfang 2010 nicht zu, für Portugal liegen nur Jahresdaten vor, die zwischen 2009 und 2011 einen Anstieg der Staatsanleihen in Bankenbesitz von rund 19 auf 37 Milliarden Euro anzeigen; allerdings bauten dort auch die Ausländer ihren Anteilsbesitz aus.

<sup>16</sup> Sinn (2013, 14) behauptet mit Verweis auf eine Statistik von Eurostat, dass allein im Zeitraum 2008 bis 2011 die nationalen Geschäftsbanken ihre Staatsanleihebestände des eigenen Souveräns massiv aufgestockt haben: in Italien um 221 Milliarden Euro, in Spanien um 200 Milliarden Euro und in Portugal um 35 Milliarden Euro. Diese Angaben sind nicht korrekt, da die Daten von Eurostat sich auf finanzielle Kapitalgesellschaften beziehen, von denen die Geschäftsbanken nur eine Untergruppe ausmachen. Die Daten von Bruegel trennen diese Untergruppen und weisen für Geschäftsbanken zwischen den Jahren 2008 und 2011 (Jahresdurchschnitte) deutlich niedrigere Bestandsanstiege an Staatsanleihen von 86 Milliarden Euro in Italien, 92 Milliarden Euro in Spanien und rund 25 Milliarden Euro in Portugal aus.

### Abbildung 6: Staatsanleihen im Besitz von Ausländern und Banken

Angaben in Prozent des Anteilsbesitzes insgesamt



Quelle: Bruegel database, Merler/Pisany-Ferry (2012)

Formalrechtlich handelt es sich dabei allerdings nicht um eine verbotene (unmittelbare) Staatsfinanzierung. Auch wird das Prinzip des offenen Marktes bei freiem Wettbewerb nicht ausgehebelt, da die Banken weiterhin das Risiko von Wertverlusten der Staatsanleihen tragen. Beide Aspekte bekräftigt auch Sinn (2013, 20). Zudem war die Lockerung der Sicherheitenanforderungen (auch von Staatsanleihen) motiviert durch das geldpolitische Ziel, den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik sicherzustellen und dazu die Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken in den Krisenländern nicht versiegen zu lassen. Wäre das nicht gelungen, hätten eine Wirtschaftskrise und eine deflationäre Gefahr für die Preisstabilität gedroht.

Trotz dieser grundsätzlichen Rechtfertigungsgründe sind die Nebenwirkungen dieser Maßnahmen problematisch:

- Kauften die Banken in den Krisenländern mit den EZB-Refinanzierungskrediten Staatsanleihen am Primärmarkt, hatten die Staaten – wenngleich nur indirekt und mittelbar – Zugang zu Finanzierungsmitteln der EZB.
- Durch Refinanzierungskredite ermöglichte Käufe der Banken am Primär- und Sekundärmarkt hatten zudem eine zinsenkende Wirkung.

- Die starke und potenziell schädliche Verschränkung von Staaten und Banken wurde durch die Staatsanleihekäufe der Banken noch weiter verstärkt. So lag der Anteil der Staatsanleihen in Bankenbesitz im vierten Quartal 2012 (ersten Quartal 2010) in Spanien bei knapp 33 (rund 26) Prozent und in Italien bei fast 22 (15) Prozent.<sup>17</sup>

Aufgrund der erwähnten Nachteile und Risiken müssen über EZB-Liquidität finanzierte Staatsanleihekäufe der Banken die absolute – und vorübergehende – Ausnahme bleiben. Ein wichtiges Argument spricht dafür, dass es sich um eine temporäre Episode gehandelt haben dürfte. So kann es nicht im Interesse der ohnehin teilweise angeschlagenen Banken in den Krisenländern liegen, sich durch weitere Staatsanleihekäufe immer mehr von der Politik und den Staatsanleihemärkten abhängig zu machen. Tatsächlich zeigt Abbildung 6, dass sich der Anteilsbestand von Staatsanleihen im Besitz der nationalen Banken in Italien im weiteren Jahresverlauf 2012 nicht mehr nennenswert erhöht hat und in Spanien sogar wieder deutlich gesunken ist.

## **5. Fehlende Legitimation zur Schaffung und Umverteilung von Steuerzahlerrisiken**

Auf die Frage, ob die EZB demokratisch legitimiert sein muss, um durch ihre unkonventionelle Geldpolitik Risiken zu schaffen und sie zwischen den Steuerzahlern verschiedener Euroländer umzuverteilen, gibt es keine einfache Antwort.

### **5.1 Die Kritik**

Zunächst ist unzweifelhaft, dass durch die unkonventionelle Geldpolitik der EZB erhebliche Risiken geschaffen und zumindest potenziell vergemeinschaftet werden. Viele Beobachter, wie auch Sinn (2013, 26), sehen es sehr kritisch, dass mit diesen Risiken möglicherweise die Haftungsgrenze des ESM in Höhe von 190 Milliarden Euro ausgeweitet werden könnte, ohne dass der Bundestag dies im Einzelnen kontrollieren kann (Fuest, 2013). Sinn (2013, 29) zeigt sich daher recht sicher, dass das Bundesverfassungsgericht eine unbegrenzte Haftungsausweitung Deutschlands durch die EZB nicht akzeptieren wird.

Darüber hinaus wird kritisiert, dass die EZB (anders als etwa die US-Notenbank) gezielt Staatsanleihen einzelner Eurostaaten mit schlechter Bonität aufgekauft hat (gegebenenfalls aufkaufen will) und so Risiken zwischen den Steuerzahlern innerhalb der Eurozone umverteilt (Deutsche Bundesbank, 2012, 11; 16). Konrad (2013) sieht auch in den zinssenkenden Wirkungen der Staatsanleiheprogramme eine ungerechtfertigte Umverteilung, die den Staatshaushalten der Krisenstaaten Milliardengewinne zuschieben würde.

---

<sup>17</sup> Allerdings lagen diese Quoten in Spanien in den 1990er Jahren noch deutlich höher (s. Abbildung 6).

Grundsätzlich, so die vielfach vertretene These, sei es Aufgabe der Fiskalpolitik und damit der demokratisch legitimierten Regierungen, über Haftungsrisiken zu entscheiden und auch ein Auseinanderbrechen der Währungsunion zu verhindern (Mandler/Tillmann, 2010; Deutsche Bundesbank, 2012, 11; 16; Fuest, 2013; Sinn, 2013, 27). Wenn die EZB dies mache, überschreite sie ihr Mandat (Sinn, 2013, 27). Einen (ultra vires) Verdacht der Kompetenzüberschreitung durch die EZB formuliert Sinn (2013, 46) auch mit Bezug auf die Sekundärmarktfazität des ESM, mit der der Rettungsschirm auch Staatsanleihen kaufen kann. Weil durch diese Zuordnung zum staatlich gesteuerten Rettungsschirm Staatsanleihekäufe als fiskalische Angelegenheit eingestuft würden, ließe sich daraus ableiten, dass Staatsanleihekäufe für die EZB eine Mandatsüberschreitung seien.

## 5.2 Relativierende Argumente

Viele dieser Kritikpunkte sind zweifellos nachvollziehbar, ihnen können aber eine Reihe von relativierenden Argumenten gegenübergestellt werden:

Eine weitgehende, aber nicht vollständige demokratische Legitimierung des OMT-Programms ist vorgesehen. Denn es ist noch nicht formell in Kraft. Zuvor müssen nach Aussagen von Asmussen und Bundesfinanzminister Schäuble während der Anhörung beim Bundesverfassungsgericht die nationalen Parlamente seiner Aktivierung zustimmen (Wiedemann, 2013). Zudem hat Deutschland im Rahmen des ESM de facto ein Vetorecht, wenn es um ein ESM-Hilfsprogramm geht, das Voraussetzung für EZB-Staatsanleihekäufe zugunsten eines einzelnen Landes ist. Der deutsche Vertreter im ESM ist dabei an die Weisung des Bundestages gebunden. Allerdings ist richtig, dass die Kontrolle über das Ausmaß möglicher OMT-Käufe allein bei der EZB liegt.

Die Kritik an der regionalen Ausrichtung der unkonventionellen Geldpolitik beantwortet die EZB (Schorkopf, 2013, 41 f.) mit stichhaltigen Argumenten.<sup>18</sup> Das Unionsrecht kenne demnach den Grundsatz der geldpolitischen Nichtdiskriminierung nicht, und die Geldpolitik werde nicht nach Staatsangehörigkeit, sondern nach statistischen Daten und bezogen auf den Euroraum insgesamt gemacht. Wenn aber die geldpolitische Transmission gestört ist, dann setze man da an, wo dieser Mechanismus beeinträchtigt ist – unter anderem an den Anleihemärkten der (betroffenen) Staaten. Anders als in den USA gebe es im Euroraum keine zentralen Schuldtitel, sondern die

---

<sup>18</sup> Das Argument von Konrad (2013), die Staatshaushalte der Krisenländer würden durch die EZB-Politik ungebührlich entlastet und erhielten aus der Umverteilung von Risiken letztlich Milliardengewinne, muss in der aktuellen Situation als überzogen angesehen werden. Denn die Zinsquoten der Staaten steigen stark (Abbildung 5) und die EZB mindert lediglich weitere Anstiege, die die Staaten angesichts der aktuellen Wachstumsschwäche möglicherweise zu überfordern drohen und die zu übermäßig starken Ausgabenkürzungen führen könnten.

Anleihen der Eurostaaten seien (unter anderem über deren Hinterlegung als Sicherheiten) das Bindeglied der geldpolitischen Transmission.

An dieser Verbindung zwischen Staatsanleihen und Transmission setzt auch der (ultra vires) Verdacht gegenüber der EZB von Sinn (2013, 46) an. Er leitet diesen Vorwurf daraus ab, dass bei der Begründung der ESM-Sekundärmarktfazilität auch Refinanzierungsprobleme der Banken erwähnt werden, die durch Störungen an den Staatsanleihemärkten entstehen können. Wenn nun, so das Argument, dem ESM ähnliche Aufgaben wie der EZB zugeordnet werden, sei dies letztlich ein Beleg für die Kompetenzüberschreitung der EZB. Diese These erscheint jedoch nicht ausreichend durchdacht. Denn wie in Kapitel 3 ausführlich erläutert, hängen die Störungen an den Finanz- und Staatsanleihemärkten eng miteinander zusammen. Der ESM zielt dabei vor allem auf die Beibehaltung eines „guten“ Gleichgewichts auf den Staatsanleihemärkten und hat als untergeordnetes Nebenziel auch die Verhinderung einer Störung der Refinanzierungsbedingungen der Banken. Die EZB dagegen hat als einziges Ziel die Sicherstellung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus, muss dabei wie erläutert aber auch an den Staatsanleihemärkten ansetzen. Sie würde – so die klare Festlegung – keine Käufe im Rahmen des OMT-Programms tätigen, wenn die geldpolitische Transmission nicht gefährdet wäre (Schorkopf, 2013, 26). Letztlich ist die ordnungsökonomische Aufgabenzuteilung recht eindeutig. Es gibt zwei Problemkreise: Staatsanleihemärkte und geldpolitische Transmission, die allerdings miteinander zusammenhängen. Mit dem ESM und der EZB werden diesen beiden Problemen zwei Instrumente mit klaren Aufgabenprioritäten zugeordnet.

Ein sehr wichtiges relativierendes Argument betont, dass auch im Zuge der normalen Geldpolitik der EZB Risiken und regionale fiskalische Verteilungswirkungen zwischen den Euroländern entstehen (Fratzscher, 2013; Fuest, 2013; Uhlig, 2013). Begrenzte Verlustrisiken entstehen den Notenbanken beispielsweise bei Offenmarktgeschäften durch den Ankauf oder die Beleihung von Wertpapieren. Fiskalische Wirkungen, die zulasten der Steuerzahler gehen, werden beispielsweise durch Zinserhöhungen der EZB ausgelöst, die die Bedienung der Staatsschulden für den Fiskus verteuern. Aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive kommt es durch Zinserhöhungen zudem zu Verteilungswirkungen zwischen Staaten, je nachdem, ob sie Nettoschuldner oder Gläubiger sind. Derartige Nebenwirkungen der Geldpolitik sind zweifellos durch das Mandat der EZB gedeckt.

Die zentrale Frage ist daher (auch mit Blick auf die regionalen Wirkungen der Geldpolitik der EZB), ob ihr Mandat mit zunehmender Höhe der Risiken und der fiskalischen Verteilungswirkungen an seine Grenzen stößt. Die EZB (Schorkopf, 2013, 36; 41) argumentiert, dass sie die Risiken durch zahlreiche Maßnahmen und Vorkehrungen (etwa durch die ESM-Konditionalität des OMT und die Begrenzung auf Staatsanleihen mit kurzer Restlaufzeit) ausreichend kontrolliert und das Eurosystem etwaige Verluste aufgrund von Risikopuffern (wie Rückstellungen, Rücklagen und Bewertungsreserven) aus sich selbst heraus tragen kann, sodass sich diese nicht auf

die Staatshaushalte auswirken würden. Dies erscheint für Staatsanleihekäufe bis in den niedrigen dreistelligen Milliardenbereich plausibel.<sup>19</sup> Bei noch umfangreicheren Käufen besteht aber die Gefahr, dass im Falle eines Schuldenschnitts größere nicht (sofort) aus sich selbst heraus tragbare Verluste im Eurosystem entstehen, die allerdings über Verlustvorträge in die Zukunft verschoben werden könnten.<sup>20</sup>

Diesen Risiken ist entgegenzuhalten, dass die unkonventionelle Geldpolitik der EZB bislang eine Kriseneskalation verhindert hat – und somit das Entstehen potenziell noch sehr viel größerer Verluste für die europäischen und deutschen Steuerzahler. Die Erfahrungen mit der globalen Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise nach dem Lehman-Konkurs haben gezeigt, dass wegen Steuerminderungen und Ausgaben-erhöhungen sehr starke (auch zukünftige) Belastungen der Steuerzahler entstanden. Für eine erneute Krise würde dies wohl umso mehr gelten, weil die Fähigkeit des Staates sich wegen der gestiegenen Staatsschulden verringert hat, mit einer anti-zyklischen Fiskalpolitik gegenzusteuern. Daher wäre im Fall einer Kriseneskalation auch in Deutschland wohl ein deutlich stärkerer und anhaltenderer Wachstums-einbruch mit einem wesentlich gravierenderen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu erwarten als in der Phase nach dem Herbst 2008.

Vor diesem Hintergrund erscheint auch die Forderung, die Krisenlösung mit ihren Umverteilungswirkungen allein der demokratisch legitimierten Fiskalpolitik aufzubürden, zwar theoretisch sauber. Faktisch greift sie aber zu kurz. Denn die Debatte über die mangelnde Kreditkapazität des ESM (um Italien oder Spanien aufzufangen) hat gezeigt, dass die Fiskalpolitik mit der Krisenbekämpfung überfordert wäre. Das Eingreifen des ESM am Sekundärmarkt wäre daher nicht glaubwürdig und würde die Gefahr bergen, dass die Finanzmärkte seine Kapazität testen und gegen ihn spekulieren. Dann müsste der ESM massiv intervenieren und würde erhebliche Verlustrisiken eingehen, die sich nach seiner Erschöpfung letztlich auch realisieren würden. Allein die EZB hat ausreichende finanzielle Kapazitäten und strahlt die nötige Glaubwürdigkeit aus, indem sie unbegrenzte Interventionen ankündigt. Die Hoffnung dabei ist, dass auf diese Weise spekulative Attacken der Finanzmärkte verhindert werden. Ob dies dauerhaft gelingen wird, bleibt abzuwarten.

---

<sup>19</sup> Es ist zu vermuten, dass es bei den bisherigen Staatsanleihekäufen unter dem SMP-Programm, die noch ohne Konditionalität erfolgten, im Falle eines Schuldenschnitts wie in Griechenland nicht zu Verlusten für die EZB kommt. Ausführlicher mit dem Umgang mit potenziellen Notenbankverlusten befassen sich Matthes und Demary (2013d).

<sup>20</sup> Die pauschale Gleichsetzung der Verlustrisiken von EZB und ESM durch Sinn (2013), 29 ist daher hinterfragbar. Es ist zwar richtig, dass es einen gewissen Zusammenhang zwischen den Zentralbankbilanzen und den Staatshaushalten gibt, vor allem durch Ausschüttungen des Reingewinns. Doch enthält die Bilanz der Deutschen Bundesbank erhebliche Bewertungsreserven, auf die der Bund keinen direkten Anspruch hat. Zudem können die Notenbanken – anders als der ESM – mögliche Verluste sehr breit über die Zeit verteilen, sei es ex ante durch Aufbau von Rückstellungen und Rücklagen (und niedrigere Gewinnüberweisungen) oder ex post durch einen Verlustvortrag, der durch zukünftige Gewinne (und damit niedrigere zukünftige Gewinnausschüttungen) allmählich abgebaut wird. Damit wirken sich Notenbankverluste zwar letztlich auch weitgehend auf die nationalen Staatshaushalte aus, allerdings nicht wie beim ESM sofort in voller Höhe. Das ist vor allem politisch ein sehr bedeutsamer Unterschied, weil die öffentlich diskutierten Handlungszwänge der Staaten (etwa zu Steuererhöhungen oder höheren Defiziten) bei Notenbankverlusten deutlich geringer ausfallen. Ausführlicher mit dem Umgang mit potenziellen Notenbankverlusten befassen sich J. Matthes und M. Demary (2013d).

## 6. Fazit und wirtschaftspolitische Empfehlungen

Mit dem SMP-Programm und der Ankündigung des OMT-Programms überschreitet die EZB nach Ansicht des IW Köln ihr Mandat nicht grundsätzlich,<sup>21</sup> solange sie sich an eine Reihe von Bedingungen hält (s. unten):

- Ihr Eingreifen erscheint geldpolitisch gerechtfertigt. Denn die EZB gefährdet mit den Staatsanleihekäufen (wegen der Sterilisierung) ihr primäres Ziel der Preisstabilität kurzfristig nicht, sondern sichert es gegen deflationäre Tendenzen. Darüber hinaus deutet einiges darauf hin, dass die Staatsanleihemärkte in den Krisenländern zeitweilig übertrieben reagierten und die Gefahr sich selbst erfüllender Prophezeiungen bestand. Damit einher gingen über mehrere Kanäle starke Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus, vor allem mit Blick auf die Rolle der Banken.
- Staatsanleihekäufe am Sekundärmarkt stellen bei Einhaltung der unten formulierten Bedingungen nach Ansicht der Autoren keine (verbotene) monetäre Staatsfinanzierung dar.
- Bei der Erwägung, ob die EZB legitimiert ist, Risiken in ihrer Bilanz zu schaffen und zu vergemeinschaften, ist zu bedenken, dass bei ihrer Untätigkeit die Gefahr einer gravierenden Kriseneskalation bestanden hätte.

Allerdings hat die EZB zu deren Bekämpfung so unkonventionelle Maßnahmen ergriffen, dass sie nah an ihre Mandatsgrenze gekommen ist. Letztlich stellt sich aus ökonomischer Sicht die Frage der Verhältnismäßigkeit, die eine schwierige Güterabwägung erfordert. Das EZB-Mandat – wie etwa von Sinn und der Deutschen Bundesbank gefordert – eng auszulegen, birgt die Gefahr einer gravierenden Krise. Das Beharren auf ordnungsökonomischen Prinzipien und der überzogene Glauben an die Finanzmarkteffizienz drohten einen hohen Preis zu haben. Eine weite Mandatsauslegung verursacht hingegen (auch) Risiken für die Staatshaushalte, fiskalische Umverteilungen, Legitimationsprobleme und möglicherweise auch längerfristige Inflationsgefahren. Der Krisenmodus der EZB darf daher keine Dauerlösung sein.

Zudem müssen folgende Bedingungen erfüllt sein, damit Staatsanleihekäufe nach Meinung der Autoren durch das EZB-Mandat gedeckt sind:

- Die EZB muss hinreichende Indizien dafür aufzeigen, dass Zinsen von Staatsanleihen und Unternehmenskredite gemessen an den Fundamentaldaten „zu hoch“ sind und/oder die Gefahr von sich selbst erfüllenden Prophezeiungen besteht. Auch sind Belege nötig, dass hierdurch der geldpolitische Transmissionsmechanismus gestört ist. Die EZB hat dies bisher nach Meinung

---

<sup>21</sup> Für eine ähnliche Einschätzung vgl. Brockmann/Keppler (2012); Lamla/Sturm (2012); Straubhaar/Vöpel (2012); M. Fratzscher (2013).

der Autoren in einem ausreichenden Maß getan, auch wenn sich hier sicherlich Interpretationsspielräume auftun.

- Die Abwendung der Insolvenz eines Staates muss möglich und wahrscheinlich sein. Dazu ist die Tragfähigkeit der Staatsschulden zum Zeitpunkt der EZB-Intervention nötig. Zudem hat der Staat hinreichende Konsolidierungs- und Reformanstrengungen zu unternehmen, um die Schuldensituation deutlich zu verbessern. Auch hier setzt die EZB mit der Bindung des OMT-Programms an ein ESM-Reformprogramm bereits die richtigen Grenzen.<sup>22</sup>
- Es darf keine dauerhafte und verhaltensunabhängige Garantie der EZB für die Erhaltung eines „guten“ Gleichgewichts und der Mitgliedschaft in der Eurozone geben (vgl. auch Deutsche Bundesbank, 2012, 7; Fuest, 2013). Die Stellungnahme der EZB bleibt hier zwar etwas unklar (Schorkopf, 2013). Aber Asmussen hat als EZB-Vertreter während der Anhörung beim Bundesverfassungsgericht für die EZB deutlich gemacht, dass ein Land bei einem Nicht-Einhalten der Konditionalität mit einem Ausscheiden aus der Eurozone rechnen müsse (zitiert nach Wiedemann, 2013).

Darüber hinaus sollte sich die EZB – in Wahrung ihrer Unabhängigkeit – *noch vor dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts* etwas engere und spezifischere Rahmenbedingungen für ihre Staatsanleihekäufe setzen:

- Zur Verhinderung einer unmittelbaren monetären Staatsfinanzierung sind zusätzliche Einschränkungen nötig. Um ein „Durchreichen“ von Staatsanleihen vom Primärmarkt an die EZB (und damit auch ein Aushebeln der Marktdisziplin) zu verhindern, sollte die EZB bei ihren Käufen am Sekundärmarkt einen größeren zeitlichen Abstand von der Emission als „in Tagen zählend“ (s. o.) wahren und zumindest mehrere Wochen warten. Sie sollte – wie bisher gemäß Sinn (2013, 20) offenbar geschehen – zudem vorwiegend schon länger im Markt befindliche Anleihen kaufen.
- Darüber hinaus darf die EZB nicht *alle* Anleihen einer Emission (oder Laufzeit) am Sekundärmarkt aufkaufen, damit Investoren nicht sicher sein können, dass sie mit Sicherheit an die EZB verkaufen können.<sup>23</sup> Die EZB (Schorkopf, 2013, 35) sieht das Problem ebenfalls. Das ESZB habe „ein Interesse“ an einem weiterhin liquiden Markt in einzelnen Emissionen, was nicht gewährleistet wäre, wenn ein „Großteil der Anleiheemission“ aufgekauft und gehalten würde. Diese Formulierung erscheint den Autoren aber zu schwach.

---

<sup>22</sup> Ein ESM-Programm beinhaltet Konsolidierungsvorgaben und wird nur bei nachgewiesener Schuldentragfähigkeit gewährt. Die Schuldentragfähigkeit will die EZB auch dadurch sicherstellen, dass der Staat (noch) Zugang zum Kapitalmarkt hat.

<sup>23</sup> Diese Forderung erhebt auch H. Uhlig (2013). Allerdings birgt sein Vorschlag, einen Teil der Staatsanleihen als nicht kauffähig zu kennzeichnen, um einen funktionsfähigen Sekundärmarkt zu ermöglichen, erhebliche Probleme. Denn es würde ein gespaltenen Markt entstehen, bei dem zudem vermutlich überproportionale Verlustrisiken auf den gekennzeichneten Anleihen liegen würden, was sich in höheren Risikoprämien niederschlagen dürfte.



- Um den Investoren nicht zu sehr das Anlagerisiko zu nehmen, sollte die EZB keinen Mindestpreis (einen maximalen Zins) bei ihren potenziellen Interventionen ankündigen – was bisher auch nicht von ihr avisiert wurde.

Zudem muss der EZB möglichst bald wieder ein Rückzug aus ihrer unkonventionellen Geldpolitik ermöglicht werden. Dies gilt auch für ihre erweiterte Liquiditätspolitik, also besonders für die LRG, die ELA-Kredite und die Erweiterung des Sicherheitenrahmens. Denn es gilt, eine ausufernde und dauerhafte mittelbare Staatsfinanzierung über die Banken zu verhindern. Daher ist es nötig, dass Staaten und Banken die von der EZB gekaufte Zeit für die nötigen Korrekturen auch wirklich nutzen. Die Staaten müssen dazu weiterhin konsequent ihre strukturellen Defizite abbauen sowie die nötigen Reformen auf den Produkt- und Arbeitsmärkten und vor allem im Bankensektor ergreifen. Hierzu gehören Restrukturierungen und Abwicklungen von Problembanken und besonders eine deutliche Stärkung der Eigenkapitalvorsorge. Vor allem darf es nicht dabei bleiben, dass Staatsanleihen dauerhaft unabhängig von ihrer Bonität nicht mit Eigenkapital unterlegt werden müssen (Demary/Schuster, 2013). Denn damit droht der fatale Nexus zwischen Staaten und Banken auf Dauer erhalten zu bleiben und damit auch die starke Rolle der Staatsanleihemärkte für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus.

## Literatur

- Albertazzi**, Ugo / **Ropele**, Tiziano / **Sene**, Gabriele / **Signoretti**, Federico M., 2012, The impact of the sovereign Debt Crisis on the Activity of Italian Banks, Bank of Italy Occasional Paper, Nr. 133
- Allen**, Franklin / **Gale**, Douglas, 2000, Financial Contagion, in: Journal of political economy, Vol. 108, No. 1, S. 1–33
- Asmussen**, Jörg, 2013, Einleitende Stellungnahme der EZB in dem Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht, Karlsruhe
- Barro**, Robert J., 2006, Rare Disasters and Asset Markets in the Twentieth Century, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 121, No. 3, S. 823–866
- Bekaert**, Geert / **Hodrick**, Robert / **Marshall**, David, 2001, Peso problem explanations for term structure anomalies, in: Journal of Monetary Economics, Vol. 48, No. 2, S. 241–270
- Berg**, Tim Oliver / **Carstensen**, Kai, 2012, Funktionswandel der EZB? Baldige Rückkehr zur alten Rolle erforderlich!, in: Wirtschaftsdienst, 92. Jg., Nr. 2, S. 79–81
- Brockmann**, Heiner / **Keppler**, Horst, 2012, EZB-Käufe von Staatsanleihen anders begründen!, in: Wirtschaftsdienst, 92. Jg., Nr. 3, S. 173–176
- Bruneau**, Catherine / **Delatte**, Anne-Laure / **Fouquau**, Julien, 2012, Is the European sovereign crisis self-fulfilling? Empirical evidence about the drivers of market sentiments, Document de travail / OFCE, 2012-22, Paris
- Calvo**, Guillermo Antonio, 1988, Servicing the public debt. The role of expectations, in: The American economic review, Vol. 78, No. 4, S. 647–661
- Canofari**, Paolo / **Marini**, Giancarlo / **Piersanti**, Giovanni, 2013, Expectations and Systemic Risk in EMU-Government Bond Spreads, University of Rome
- Debrun**, Xavier / **Kinda**, Tidiane, 2013, That squeezing Feeling: The Interest Burden and the Public Debt Stabilization, IMF working paper, 13/125
- Demary**, Markus / **Matthes**, Jügen, 2013, EZB auf Abwegen? Teil 1: Die unkonventionelle Geldpolitik der EZB - eine Bestandsaufnahme, IW policy paper, Köln
- Demary**, Markus / **Schuster**, Thomas, 2013, Die Neuordnung der Finanzmärkte. Stand der Finanzmarktregulierung fünf Jahre nach der Lehman Pleite, Köln
- Demirgüç-Kunt**, Asli / **Huizinga**, Harry, 2010, Are banks too big to fail or too big to save? International evidence from equity prices and CDS spreads, CEPR discussion papers, Nr. 7903, London
- Deutsche Bundesbank**, 2012, Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht zu den Verfahren mit den Az. 2 BvR 1390/12, 2BvR 1421/12, 2BvR1439/12, 2BvR 1824/12, 2 BvE 6/12
- Diamond**, Douglas / **Rajan**, Raghuram, 2001, Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking, in: Journal of political economy, Vol. 109, No. 2, S. 287–327
- Diamond**, Douglas W. / **Dybvig**, Philip H., 1983, Bank runs, deposit insurance, and liquidity, in: Journal of political economy, Vol. 91, No. 3, S. 401–419
- EZB**, 2012a, Monatsbericht Dezember, Frankfurt am Main
- EZB**, 2012b, Monatsbericht September, Frankfurt am Main

- FAZ**, 2013, EZB-Direktor Asmussen in der Zwickmühle, in: FAZ, Nr. 134, S. 9–10
- Fratzcher**, Marcel, 2013, Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht in den Verfassungsbeschwerden 2BvR 1390/12, 2BvR 1421/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR 1824/12, 2 BvE 6/12, Berlin
- Fuest**, Clemens, 2013, Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht in den Verfassungsbeschwerden 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR 1824/12, 2 BvR 6/12, Mannheim
- Gärtner**, Manfred / **Griesbach**, Björn, 2012, Rating agencies, self-fulfilling prophecy and multiple equilibria? An empirical model of the European sovereign debt crisis 2009 - 2011, University of St. Gallen Discussion Paper, 2012-15, St. Gallen
- Grauwe**, Paul de / **Ji**, Yuemei, 2012, Self-fulfilling crises in the Eurozone: an empirical test, CESifo Working Papers, Nr. 3821
- Homburg**, Stefan, 2012, Der neue Kurs der Europäischen Zentralbank, 92. Jg., Nr. 10, S. 673–677
- IMF**, 2013a, Global Financial Stability Report. Old Risks, New Challenges, April 2013, Washington, D.C.
- IMF**, 2013b, Statement at the End of the IMF Financial Sector Assessment Program (FSAP) Mission to Italy, <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2013/pr1394.htm> [1.8.2013]
- Jeanne**, Olivier, 1997, Are Currency Crises Self-Fulfilling? A Test, in: Journal of International Economics, Vol. 43, S. 263–286
- Kaminsky**, Graciela, 1993, Is there a Peso Problem? Evidence from the Dollar/Pound Exchange Rate 1976-1987, in: American Economic Review, Vol. 83, No. 3, S. 450–472
- Kerber**, Markus C., 2010, Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB: Wie ist die neue Offenmarktpolitik der Europäischen Zentralbank zu bewerten?, in: ifo Schnelldienst, 63. Jg., Nr. 21, S. 3–7
- Klose**, Jens / **Weigert**, Benjamin, 2012, Determinants of sovereign yield spreads during the Euro-crisis. Fundamental factors versus systemic risk, No. 7, November
- Konrad**, Kai A., 2013, Haftungsrisiken und Fehlanreize aus ESM und OMT-Programm, in: Wirtschaftsdienst, 93. Jg., Nr. 7, S. 431–454
- Krugman**, Paul, 2010, Et tu, Wolfgang? Blogbeitrag in NY Times.com, The Conscience of a Liberal v. 17.5.2010
- Lamla**, Michael J. / **Sturm**, Jan-Egbert, 2012, Die EZB und ihre politische Unabhängigkeit, in: Wirtschaftsdienst, 92. Jg., Nr. 2, S. 79–94
- Mandler**, Martin / **Tillmann**, Peter, 2010, Das Securities Markets Programm der EZB: Ein Ressourcentransfer durch die Hintertür?, No. 21
- Matthes**, Jügen / **Demary**, Markus, 2013a, Überschreitet die EZB mit ihren Staatsanleihekäufen ihr Mandat. EZB auf Abwegen? Teil 2, in: Wirtschaftsdienst, 93. Jg., erscheint demnächst
- Matthes**, Jürgen / **Demary**, Markus, 2013b, Gefährden die Staatsanleihekäufe die Unabhängigkeit der EZB und bewirken starke Fehlanreize? EZB auf Abwegen? Teil 3, IW policy paper, Köln

- Matthes, Jürgen / Demary, Markus**, 2013c, Überschreitet die EZB mit den Staatsanleihenkäufen ihr Mandat? EZB auf Abwegen? Teil 2, IW policy paper, Köln
- Matthes, Jürgen / Demary, Markus**, 2013d, Wie relevant sind die Risiken der EZB-Staatsanleihenkäufe für den deutschen Staatshaushalt? EZB auf Abwegen? Teil 4, IW policy paper, Köln
- Merler, Silvia / Pisani-Ferry, Jean**, 2012, Who's afraid of sovereign bonds, Bruegel Policy Contribution 2012/02, Februar
- Metiu, Norbert**, 2012, Sovereign risk contagion in the Eurozone, in: Economics Letters, Vol. 117, No. 1, S. 35–38
- Neumann, Manfred J. M.**, 2012, Die Europäische Zentralbank auf Abwegen, Argumente zur Marktwirtschaft und Politik 116, Berlin
- Obstfeld, Maurice**, 1996, Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features, in: European Economic Review, Vol. 40, S. 1037–1047
- Romer, David**, 2012, Advanced macroeconomics, The McGraw-Hill series in economics, New York, NY
- Roubini, Nouriel**, 2011, Down with the eurozone. Project Syndicate v. 11.11.2011
- Ruckriegel, Karlheinz**, 2011, Behavioral Economics: Erkenntnisse und Konsequenzen, in: Das Wirtschaftsstudium, 40. Jg., Nr. 6, S. 832–842
- Santis, Roberto A. de**, 2012, The Euro area sovereign debt crisis. Safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal, ECB Working paper series, 1419, Februar, Frankfurt am Main
- Schorkopf, Frank**, 2013, Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht in den Verfassungsbeschwerden 2BvR 1390/12, 2BvR 1439/12 und 2BvR 1824/12 Organstreitverfahren 2 BvE 6/12, Göttingen
- Sinn, Hans-Werner**, 2013, Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht in den Verfassungsbeschwerden 2BvR 1390/12, 2 BvR 1439/12 und 2 BvR 1824/12 Organstreitverfahren 2 BvE 6/12, München
- Stark, Jürgen**, 2013, Verbotene Staatsfinanzierung, <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/geldpolitik/juergen-stark-verbotene-staatsfinanzierung-seite-all/7065178-all.html> [22.1.2013]
- Straubhaar, Thomas / Vöpel, Henning**, 2012, Euro- und Finanzkrise: Sollte die EZB ihre Aufgabe über die Inflationsbekämpfung hinaus erweitern?, in: ifo Schnelldienst, 65. Jg., Nr. 2, S. 4–7
- Uhlig, Harald**, 2013, Stellungnahme in den Verfassungsbeschwerden 2 BvR 1390/12, Chicago
- Weidmann, Jens**, 2013, Eingangserklärung anlässlich der mündlichen Verhandlung im Hauptsacheverfahren ESM/EZB, Karlsruhe
- Wiedemann, Andreas**, 2013, Overview of the Karlsruhe Hearing on OMT. Summary, 13th June 2013, <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1109-overview-of-the-karlsruhe-hearing-on-omt-summary/> [31.7.2013]
- Zoli, Edda**, 2013, Italian Sovereign Spreads: Their Determinants and Pass-through to Bank Funding Costs and Lending Conditions. IMF Working Paper Nr. 13/84, Washington, D.C.