

Die Bedeutung der EZB-Anleihekäufe für die Schuldenfinanzierung der Euro-Staaten

Friedrich Heinemann

Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) und Universität Heidelberg

Oktober 2017

Zusammenfassung

Seit März 2015 kaufen die Zentralbanken der Eurozone Staatsanleihen der Euroländer im Rahmen des Public Sector Purchasing Programme (PSPP). Die Bestände (ohne supranationale Anleihen) haben bislang (September 2017) ein Volumen von 14,4 Prozent des Eurozonen-BIP erreicht. Das Eurosystem hält damit Anleihen im Volumen von 15,9 Prozent der aggregierten Euro-Staatsverschuldung. Die Begünstigung der einzelnen Eurostaaten weicht deutlich von der BIP-Proportionalität ab. Stark überproportional werden Anleihen Spaniens (Begünstigung 25 Prozent oder 43 Mrd. Euro oberhalb der BIP-Proportionalität) und Italiens (Abweichung 21 Prozent oder 51 Mrd. Euro) gekauft. Grund dafür sind zum einen die Verwendung des EZB-Kapitalschlüssels und die damit neben den BIP-Gewichten zur Anwendung kommenden Bevölkerungsgewichte. Zum anderen wirkt sich das Fehlen von ankaufsfähigem Material für die niedriger verschuldeten Eurostaaten aus; dieses Problem wird sich mit Fortsetzung des Programms weiter verschärfen. Für die ESM-Programmländer Portugal, Irland und Spanien haben die Anleihekäufe bereits heute eine höhere Finanzierungsbedeutung als es die EFSF/ESM-Liquiditätshilfen jemals hatten. Die PSPP-Käufe sind außerdem in Relation zu den laufenden Staatsdefiziten hoch: Sogar für die Länder mit den höchsten Defiziten im Dreijahreszeitraum 2015-2017 übersteigen die Aufkäufe die Summe ihrer Haushaltsdefizite in diesem Zeitraum. Seit 2015 ist damit kein Euro-17-Staat (Eurozone ohne Griechenland und Zypern) mehr zur Finanzierung seiner Staatsdefizite noch auf andere Kreditgeber als das Zentralbankensystem angewiesen. Diese Befunde belegen, dass die Sorgen der Kritiker und des Bundesverfassungsgerichts, das Anleihekaufprogramm verletze das Verbot der monetären Schuldenfinanzierung, eine substantielle Grundlage haben. Das Programm hat schon heute für die Staaten mit hohen Schulden und hohen Defiziten ein Ausmaß erreicht, welches einen ganz maßgeblichen Faktor für die gegenwärtig niedrigen Zinsaufschläge für diese Länder darstellen dürfte. Kritisch zu sehen ist zudem die fortlaufende Absenkung der Anforderungen an ankaufsfähige Anleihen (Emissionsgrenzen, Restlaufzeit). Vor diesem Hintergrund ist es wünschenswert, das PSPP rasch zu beenden. Gleichzeitig deutet die Analyse darauf hin, dass der scheinbaren neuen Stabilität der Euro-Anleihemärkte die wirkliche Bewährungsprobe noch bevorsteht, wenn nämlich die Finanzierungshilfe durch das Eurosystem endet.

Prof. Dr. Friedrich Heinemann
Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung
L 7,1
68161 Mannheim
Deutschland
Tel: + 49 621 1235 149
Email: friedrich.heinemann@zew.de

1. Einleitung

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat im März 2015 ihr Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Expanded Asset Purchase Programme: EAPP) in Gang gesetzt. Mit einiger Verzögerung ist sie damit dem Beispiel der amerikanischen Notenbank und anderer Zentralbanken gefolgt, durch umfangreiche Interventionen auf den Anleihemärkten auch die langfristigen Zinsen zu beeinflussen. Der bedeutsamste Teil dieser europäischen Variante des Quantitative Easing (QE) ist das Ankaufprogramm für Wertpapiere des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchasing Programme: PSPP). Auf das PSPP entfielen per Ende September 2017 82,5 Prozent aller bis dahin im Rahmen des EAPP erworbenen Wertpapiervolumina.

Das EAPP der EZB insgesamt und insbesondere seine PSPP-Komponente sind umstritten. Befürworter verweisen auf die Notwendigkeit unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen angesichts einer Euro-Inflation hartnäckig unterhalb der Zwei-Prozent-Zielmarke und des verloren gegangenen zinspolitischen Spielraums. Wenn sich die Leitzinsen zur Steuerung der kurzfristigen Geldmarktzinsen bereits an der Nullzinsgrenze befänden, so das Argument, dann müsse die EZB zusätzlich das lange Ende der Zinsstrukturkurve beeinflussen. Gegner des QE kritisieren, dass die EZB mit ihren umfangreichen Käufen im Rahmen des PSPP die Grenzen ihres geldpolitischen Mandats überschreiten und außerdem gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung verstoßen könnte. Diese Kritik hat mir der im August 2017 veröffentlichten Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts prominente Unterstützung erfahren.¹ Das Gericht hat in seiner Entscheidung zur Vorlage der PSPP-Klage an den Europäischen Gerichtshof Zweifel an der Vereinbarkeit des Anleihekaufprogramms mit dem geldpolitischen Mandat der EZB, dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung und – aufgrund der Haftung bei möglichen Ausfällen – dem Budgetrecht des Deutschen Bundestages geäußert.

Die folgende quantitative Analyse liefert Anhaltspunkte dafür, inwieweit das geldpolitisch motivierte Anleihekaufprogramm für Staatsanleihen tatsächlich Gefahr läuft, ein maßgebliches Instrument zur monetären Staatsfinanzierung zu werden. Zu diesem Zweck wird nicht nur seine aggregierte Größenordnung beleuchtet, sondern auch untersucht, wie sich die Verteilung der Anleihekäufe auf die Staaten der Eurozone darstellt und in welchem Verhältnis die Käufe sowohl zum Schuldenstand (Bestandsgröße) als auch zum laufenden Defizit (Stromgröße) der Eurostaaten stehen.

2. Details des Ankaufsprogramms

Die Aufteilung der Käufe auf die nationalen Zentralbanken (NZB) wird am EZB-Kapitalschlüssel ausgerichtet, allerdings beansprucht die EZB eine flexible Anwendung, sodass monatlichen Anteile abweichen können. NZB können zudem Substitute (supranationale Anleihen, öffentliche Unternehmen) erwerben, wenn sie ihre Quote nicht durch Wertpapiere des Heimatlandes erfüllen können. 20 Prozent der im PSPP angekauften Wertpapiere (die Hälfte davon entfallen auf supranationale Emittenten) unterliegen im Fall von Verlusten der Risikoteilung im Rahmen des Eurosystems, die sich nach den EZB-Kapitalanteilen richtet. Für 80 Prozent der PSPP-Bestände haften nur die NZB. Weil sich die NZB im Wesentlichen auf Ankäufe von Wertpapieren ihres jeweiligen Heimatlandes konzentrieren, soll diese Regelung die Sorgen um eine Vergemeinschaftung der Risiken verringern.

¹ Bundesverfassungsgericht, Verfahren zum Anleihekaufprogramm der EZB ausgesetzt und dem Gerichtshof der Europäischen Union vorgelegt, Pressemitteilung Nr. 70/2017 vom 15. August 2017; Bundesverfassungsgericht, Beschluss vom 18. Juli 2017 2 BvR 859/15, 2 BvR 980/16, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 1651/15.

Für die Anleihekäufe kommen nur Anleihen mit einem Investmentgrade-Rating in Betracht, wodurch Griechenland und Zypern von Käufen ausgeschlossen sind. Um den Vorwurf einer direkten Staatsfinanzierung im Widerspruch zu Artikel 123 AEUV abzumildern, berichtet die EZB von der Anwendung einer Mindestwartezeit zwischen Anleiheemission und ersten Käufen durch das Eurosystem („blackout period“).

Der EZB-Rat sah sich gezwungen, im Zuge der Ausweitung des Programms eine Reihe von Bedingungen für Ankäufe schrittweise zu lockern, um eine ausreichende Verfügbarkeit von ankaufsfähigen Wertpapieren zu gewährleisten. Die Ankaufgrenze für jede einzelne Anleihe (Emissionsgrenze) wurde von anfänglich 25 Prozent im September 2015 auf 33 Prozent angehoben. Im Dezember 2015 hat der EZB-Rat die Ausweitung auf subnationale Anleihen (Regionen und Kommunen) beschlossen. Die Obergrenze für den angekauften Anteil pro Emittent über alle dessen Anleihen hinweg (Emittentengrenze) ist für nationale und subnationale Emittenten seit Beginn an bei 33 Prozent festgeschrieben, wurde aber für die supranationalen Emittenten im April 2016 auf 50 Prozent erhöht. Damit wurde auch die Emissionsgrenze pro Wertpapier für die supranationalen Emittenten auf 50 Prozent angehoben. Im Januar 2017 hat der Rat schließlich die minimale Restlaufzeit einer Anleihe bis zur Endfälligkeit von zwei auf ein Jahr abgesenkt. Mit demselben Beschluss wurde außerdem das Verbot fallen gelassen, keine Anleihen mit Ablaufrenditen unter dem Zinssatz der Einlagefazilität (aktuell -0,4 Prozent) zu kaufen. Außerdem wurde im Laufe des Programms die Liste der akzeptierten supranationalen Emittenten und nationalen Agenturen schrittweise ausgeweitet.

3. Volumen und makroökonomische Größenordnung

Zum Stichtag 30. September 2017 hat die EZB im Rahmen des PSPP Wertpapiere im Volumen von 1.784 Mrd. Euro erworben. Davon entfielen 1.592 Mrd. Euro unmittelbar auf Emissionen der Eurostaaten. Für 193 Mrd. Euro hat die EZB zudem Papiere supranationaler europäischer Emittenten angekauft. Diese supranationalen Bestände werden in der folgenden Analyse nicht weiter betrachtet, obwohl die darin enthaltenen Anleihen des Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM) ebenfalls der Finanzierung der Euro-Staaten dienen oder eine Haftung von EU-Staaten für diese Anleihen besteht (bei Emissionen der Europäischen Investitionsbank oder der EU).

Die Größenordnung der PSPP-Bestände an direkten Anleihen der Euro-Staaten ist makroökonomisch bedeutsam: Sie entsprechen Ende September 14,4 Prozent des BIP der Eurozone (2017). Diese Quote wird zum Jahresende 2017 aufgrund der fest angekündigten weiteren Käufe auf 15,7 Prozent des BIP ansteigen. Noch bedeutsamer stellt sich der erreichte Bestand in Bezug auf die gesamte Staatsverschuldung der Euro-Staaten dar: Im September hat das Eurosystem staatliche Anleihen im Umfang von 15,9 Prozent der gesamten Staatsverschuldung der Eurozone gehalten und für Ende 2017 ist mit einem Anteil von bereits 17,4 Prozent zu rechnen.

Die Anleihebestände von EZB und NZB übersteigen inzwischen für Portugal, Irland und Spanien auch die Maximalbeträge, welche die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und der ESM diesen Programmländern als Liquiditätshilfe gewährt hat. EFSF/ESM-Liquiditätshilfen für Portugal in Höhe von 26,0 Mrd. Euro stehen inzwischen Eurosystem-Anleihebestände in Höhe von 29,6 Mrd. Euro gegenüber. Irland erhielt von EFSF/ESM 17,7 Mrd. Euro und das Eurosystem hält 23,5 Mrd. Euro Volumina an irischen Staatsanleihen. Spanien erhielt vom ESM 41,3 Mrd. Euro zur Bankenrekapitalisierung; das Eurosystem hält heute bereits spanische Staatsanleihen im Umfang von 212,3 Mrd. Euro.

4. Verteilung auf die Euro-Staaten

Die Bedeutung des PSPP für die Schuldenfinanzierung der Euro-Staaten differiert deutlich sowohl in Relation zur Wirtschaftsleistung als auch zur existierenden Staatsverschuldung. Abbildung 1 zeigt die Bestände pro Land in Relation zum BIP, Abbildung 2 in Relation zur nationalen Staatsverschuldung.

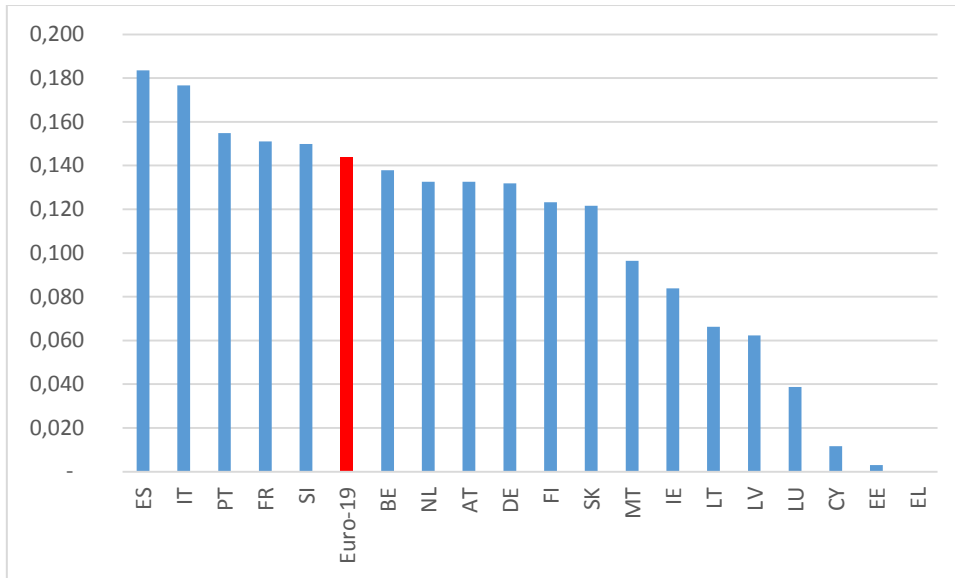
Auffällig ist die – gemessen am BIP – deutlich überproportionale Rolle des Programms für spanische und italienische Staatsanleihen. Gegenüber dem Durchschnitt der Eurozone (14,4 Prozent) belaufen sich die Eurosystem-Anleihebestände für Spanien auf 18,3 Prozent des BIP und für Italien auf 17,7 Prozent. Leicht überdurchschnittlich werden außerdem Portugal, Frankreich und Slowenien begünstigt. Am anderen Ende mit einer stark unterdurchschnittlichen Bedeutung des Programms liegen Griechenland, Zypern und die baltischen Staaten.

Diese Abweichungen von der BIP-Proportionalität sind durch verschiedene Faktoren erklärbar. Die geringe Bedeutung des Programms für Griechenland (keinerlei EZB-Anleihebestände) und Zypern ergibt sich aus den Bonitätsanforderungen des PSPP. Griechische und zypriotische Anleihen erfüllen die Mindestanforderungen nicht und scheiden daher für den Kauf weitgehend aus. Für sehr niedrig verschuldete Staaten wie Estland, Lettland und Litauen sind die Emissions- und Emittenten-Obergrenzen des Programms bereits bindend geworden, so dass den zuständigen NZB hier das ankaufsfähige Material im Inland fehlt und diese NZB vermehrt auf Substitute ausweichen müssen.

Für die deutlich über die BIP-Proportionalität hinausgehende Begünstigung von Spanien und Italien gibt es zwei wesentliche Gründe. Zum einen ergibt sich für diese hoch verschuldeten Länder ein zu den baltischen Staaten umgekehrter Effekt. Die hohe Staatsverschuldung dieser Länder erlaubt es den jeweiligen NZB und der EZB große Volumina anzukaufen, ohne dass Emissions- oder Emittentenobergrenzen erreicht werden. Zum anderen begünstigt die im PSPP angestrebte Verteilung der Käufe gemäß EZB-Kapitalschlüssel diese Länder. Die nationalen Anteile am EZB-Kapitalschlüssel werden nicht alleine nach BIP-, sondern auch nach Bevölkerungsanteilen bestimmt. BIP und Bevölkerung gehen dabei mit gleichen Gewichten ein. Für Italien und Spanien liegen die Bevölkerungsanteile an der Eurozone über deren BIP-Anteilen. Somit ist bereits in den Regeln des Programms eine – gemessen an einer reinen BIP-Betrachtung – überproportionale Begünstigung Spaniens und Italiens angelegt, die aber noch durch den Mangel an Anleihen in den niedriger verschuldeten Länder verstärkt wird.

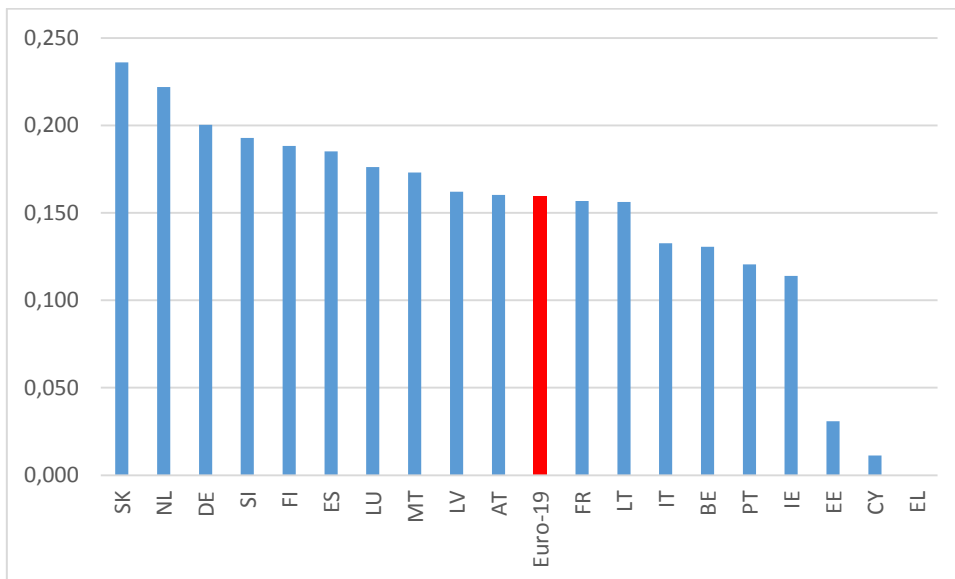
Die Abbildungen 3 und 4 quantifizieren die Abweichungen von einer BIP-proportionalen Aufteilung prozentual und in Absolutbeträgen. Griechenland und Zypern werden aufgrund der bonitätsmäßigen Nichterfüllung des PSPP-Mindeststandards dabei nicht einbezogen. Es zeigt sich, dass die Begünstigung Spaniens und Italiens relativ und in Absolutbeträgen ein erhebliches Ausmaß hat. Für Spanien haben die Banco de España und die EZB 43 Mrd. Euro (25 Prozent) mehr an Anleihen erworben als es einer BIP-Gewichtung entspräche, für Italien ist ein überschießender Betrag von 51 Mrd. Euro (21 Prozent) zu verzeichnen. Während die Abweichung nach unten in relativer Betrachtung für Estland am größten ist (-98 Prozent), ist sie in Absolutbeträgen für Deutschland am höchsten (-47 Mrd. Euro). Maßgeblich dafür ist die Tatsache, dass für Deutschland der EZB-Kapitalanteil deutlich unter dem BIP-Anteil liegt.

Abbildung 1: PSPP-Bestände / BIP (30.09.2017)



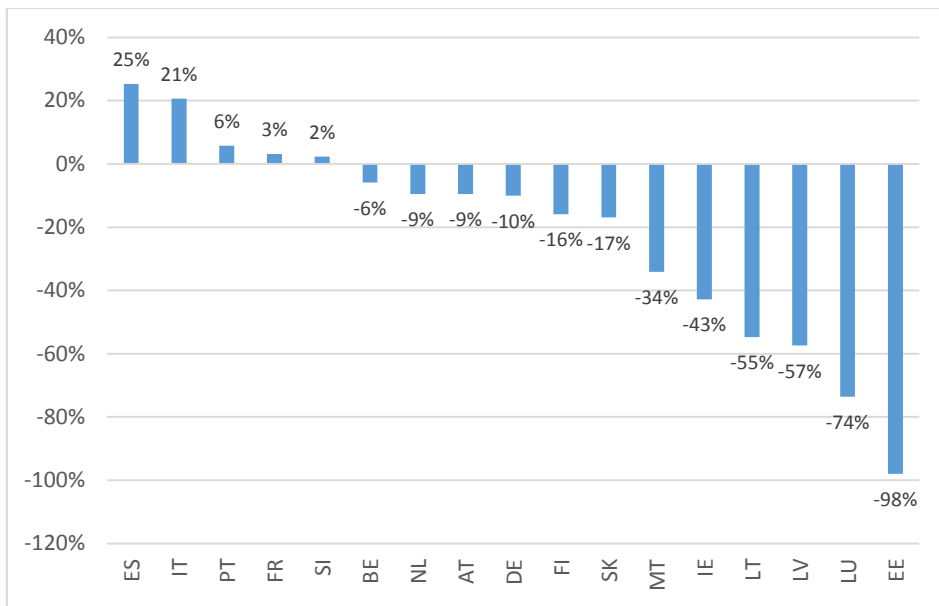
Quellen: EZB, Europäische Kommission, ZEW-Berechnungen;
BIP 2017: Prognose Europäische Kommission (Frühjahrsprognose)

Abbildung 2: PSPP-Bestände / Staatsverschuldung (30.09.2017)



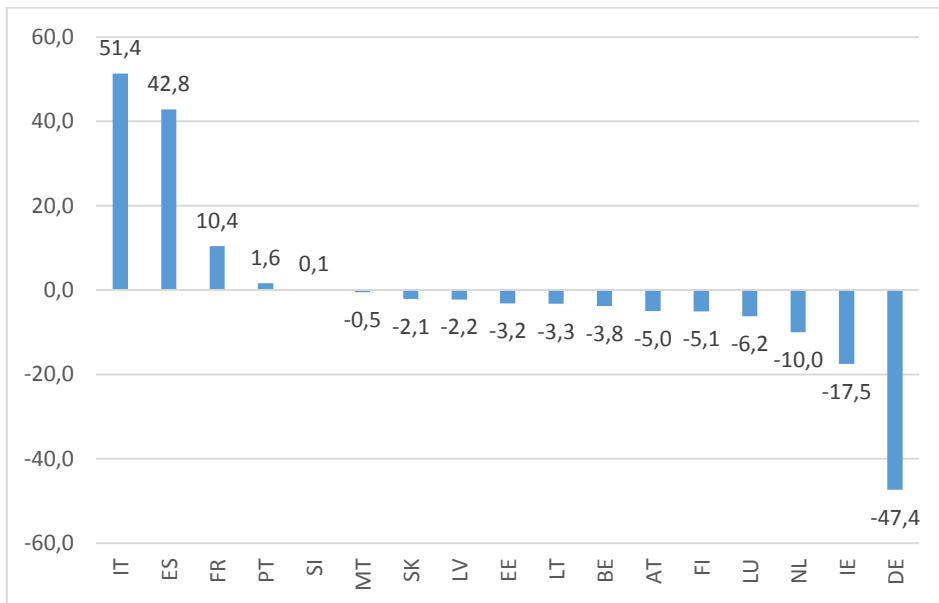
Quellen: EZB, Europäische Kommission, ZEW-Berechnungen; Staatsverschuldung:
Prognose Brutto-Staatsverschuldung Europäische Kommission für Jahresende 2017 (Frühjahrsprognose)

Abbildung 3: Abweichung PSPP-Bestände von BIP-Proportionalität (30.09.2017) in %



Quellen: EZB, Europäische Kommission, ZEW-Berechnungen;
BIP 2017: Prognose Europäische Kommission (Frühjahrsprognose)

Abbildung 4: Abweichung PSPP-Bestände von BIP-Proportionalität (30.09.2017) in Mrd. Euro



Quellen: EZB, Europäische Kommission, ZEW-Berechnungen;
BIP 2017: Prognose Europäische Kommission (Frühjahrsprognose)

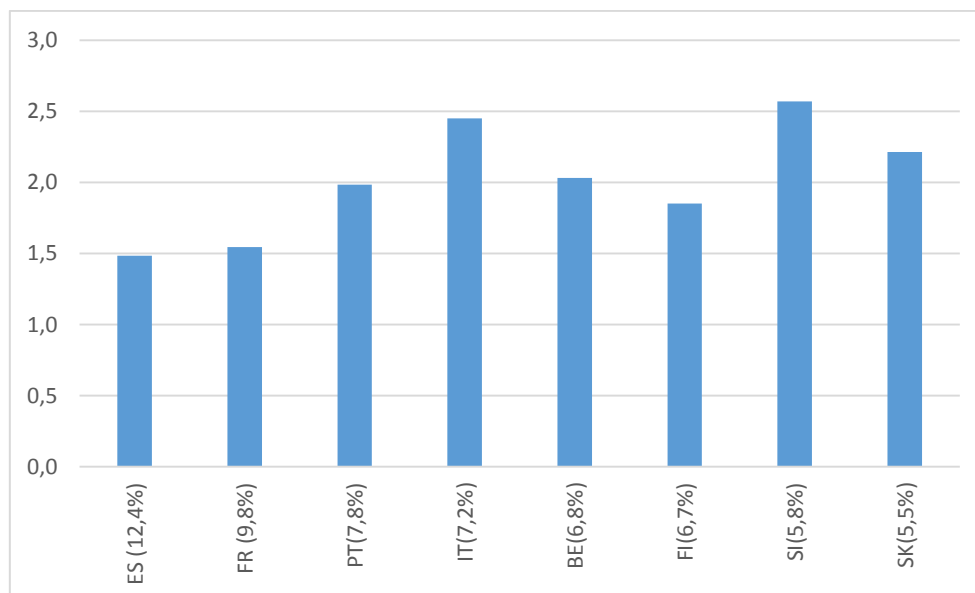
5. Relation der EZB-Anleihekäufe zu den Haushaltsdefiziten

Aufschlussreich ist zusätzlich die Betrachtung der EZB-Anleihekäufe in Relation zum Haushaltsdefizit der Eurostaaten. Auch in diesem Verhältnis wird die erhebliche Finanzierungsbedeutung des Programms deutlich. Die aggregierten Haushaltsdefizite aller 19 Euro-Staaten über die Haushaltsjahre 2015 bis 2017 (dem bisherigen Zeitraum des PSPP) belaufen sich auf 536 Mrd. Euro.

Ende September 2017 war dieses kollektive Eurozonen-Defizit somit durch die seit 2015 durch das Eurosystem angekauften Euro-Staatsanleihen (1.592 Mrd. Euro) 3,3-fach abgedeckt. Eine hohe Relation von QE-Volumina zum Defizit ist für Länder mit geringen Defiziten oder sogar ausgeglichenen öffentlichen Haushalten wenig überraschend. Von besonderer Bedeutung ist in der einzelstaatlichen Betrachtung daher die Relation für die Euro-Staaten mit hohen Defiziten. In der Abbildung 5 ist das Verhältnis EZB-Anleihekäufe zu Haushaltsdefizit für alle Euro-Staaten abgebildet, deren Dreijahresdefizit 2015 bis 2017 in der Summe fünf Prozent des 2017er-BIP übersteigen. An der Spitze dieser Länder mit der höchsten Neuverschuldung liegen Spanien (12,4 Prozent des BIP über den Dreijahreszeitraum), Frankreich (9,8 Prozent), Portugal (7,8 Prozent) und Italien (7,2 Prozent).

Die Berechnung zeigt, dass die Anleihekäufe der EZB von 2015 bis heute auch für die Eurostaaten mit den höchsten Fehlbeträgen das Dreijahresdefizit 2015 bis 2017 deutlich übersteigen. Die Relation liegt für die Defizit-Spitzenreiter Frankreich und Spanien bei 150 Prozent. Für die anderen betrachteten Hoch-Defizit-Länder werden Größenordnungen von bis ca. 250 Prozent erreicht (Italien und Slowenien).

Abbildung 5: PSPP-Bestände (30.09.2017) / Summe der Haushaltsdefizite 2015-2017



Quellen: EZB, Europäische Kommission, ZEW-Berechnungen; Haushaltsdefizit 2017: Prognose Europäische Kommission (Frühjahrsprognose); in Klammern: Summe der Haushaltsdefizite 2015/2017 in Relation zum BIP 2017.

6. Bewertung und Empfehlung

Die hier vorgelegten Berechnungen belegen, dass das PSPP der EZB eine makroökonomisch bedeutsame Größenordnung hat, bevölkerungsreiche und hoch verschuldete Staaten wie Spanien und Italien besonders begünstigt und seit seiner Aktivierung für jeden einzelnen Eurostaat ausreichend war, die seitdem aufgelaufenen neuen Defizite abzudecken. Für die ESM-Programmländer Portugal, Irland und Spanien haben die Anleihekäufe schon heute eine höhere Finanzierungsbedeutung als es die EFSE/ESM-Liquiditätshilfen jemals hatten.

Die besondere Begünstigung Spaniens und Italiens wird vor allem durch die Verwendung der EZB-Kapitalschlüssel als Steuerungsgröße verursacht. Ein legitimes Argument für die Verwendung dieser

Größe könnte sich aus Haftungsüberlegungen ergeben: Die nationalen Zentralbanken und damit die Mitgliedstaaten haften im Verhältnis ihrer Kapitalanteile für gemeinschaftliche Verluste des Eurosystems. Nun zeichnet das PSPP aber aus, dass die NZB für 80 Prozent aller Ankaufvolumina alleine haften und nur im Umfang von 20 Prozent eine Vergemeinschaftung möglicher Ausfallrisiken im Eurosystem (nach Maßgabe der EZB-Kapitalschlüssel) erfolgt. Wenn die NZB tatsächlich alleine für mögliche Ausfälle von Forderungen gegen ihre jeweiligen Heimatländer haften, dann stellen sich für diesen Teil der angekauften Bestände jedoch keine Fragen der gemeinsamen Haftung. Es wäre dann unproblematisch, die PSPP-Anleihekäufe nach BIP-Anteilen auf die NZB zu verteilen.

BIP-Anteile empfehlen sich zudem eindeutig aus der geldpolitischen Perspektive. Für alle anderen zentralen geldpolitischen Orientierungsgrößen (Inflationsentwicklung, Wachstum) kommen Gewichte zur Anwendung, welche die Wirtschaftskraft der Eurostaaten und eben nicht den Bevölkerungsanteil abbilden. Ein einzig geldpolitisch motiviertes Programm müsste daher die PSPP-Käufe folgerichtig nach BIP-Anteilen allozieren. Die Verwendung der EZB-Kapitalanteile im Programm lässt sich somit indirekt als Hinweis deuten, dass die geldpolitische Motivation im Programm eine nachgeordnete Rolle spielt. Außerdem könnte diese Vorgehensweise als Hinweis gedeutet werden, dass die alleinige Haftung der NZB für ihre Anleihebestände nicht vollständig glaubwürdig ist.

Sollte das Programm über das Jahresende 2017 hinaus fortgesetzt werden, dann wird sich die ungleichgewichtige Begünstigung der hoch verschuldeten Euro-Staaten noch verstärken. Bei vergleichsweise gering verschuldeten Staaten mangelt es immer mehr an ankaufsfähigen Anleihen, so dass sich die Gewichte weiter zu den hoch verschuldeten Staaten verschieben dürften.

Diese Befunde belegen, dass die Sorgen der QE-Kritiker und des Bundesverfassungsgerichts eine substantielle Grundlage haben. Das Programm zum Ankauf von Euro-Staatsanleihen hat schon heute für die Staaten mit hohen Schulden und hohen Defiziten ein Ausmaß erreicht, welches ein ganz maßgeblicher Faktor für die gegenwärtig niedrigen Zinsaufschläge für diese Länder darstellen dürfte. Diese Verzerrung der Risikoaufschläge wird durch die aufgezeigte Asymmetrie in der Begünstigung noch verstärkt. Die Stromgrößenanalyse zeigt, dass seit 2015 kein Euro-17-Staat (Euro-19 ohne Griechenland und Zypern) zur Finanzierung seiner Defizite neben der EZB noch auf andere Kreditgeber angewiesen ist. Zudem verringert die fortlaufende Verschlechterung der Anforderungen an ankaufsfähige Anleihen (Erhöhung Emittentengrenze, Erlaubnis zum Ankauf von Anleihen mit Negativzinsen unter dem Zinssatz der Einlagefazilität, Erlaubnis zum Ankauf von Anleihen mit nur noch einem Jahr Restlaufzeit) immer mehr den Abstand zum klaren Tatbestand der monetären Staatsfinanzierung.

Vor diesem Hintergrund ist es wünschenswert, das PSPP rasch zu beenden. Für die Zukunft sollte außerdem der EZB-Kapitalschlüssel als Orientierungsgröße für die Länderaufteilung zur Disposition stehen. Die für diesen Schlüssel relevanten Bevölkerungsgewichte sind keine sinnvolle Richtschnur für eine ökonomisch neutrale Aufteilung der Käufe und eine Geldpolitik, die sich sonst an BIP-gewichteten Durchschnittswerten der Eurozone orientiert.

Die überragende aktuelle Bedeutung der EZB als Financier potenzieller Euro-Krisenstaaten macht schließlich auch deutlich, dass der scheinbaren neuen Stabilität der Euro-Anleihemärkte die wirkliche Bewährungsprobe noch bevorsteht, wenn nämlich die massive Finanzierungshilfe durch das Eurosystem endet.