

Prof. Dr. Clemens Fuest
Präsident

T. +49621/1235-100, -101
F. +49621/1235-222
E-Mail fuest@zew.de

Mannheim, 10. Juni 2013

Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht anlässlich der mündlichen Verhandlung zu den Verfahren 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1438/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR 1440/12, 2 BvR 1824/12 und 2 BvR 6/12, am 11. und 12. Juni 2013

Diese Stellungnahme konzentriert sich auf folgende Fragen:

1. Sind die Programme der Europäischen Zentralbank (EZB) zum Aufkauf von Staatsanleihen aus ökonomischer Perspektive dem Bereich der Geldpolitik oder der Fiskalpolitik (bzw. der Staatenfinanzierung) zuzurechnen?
2. Was sind die Folgen für die Unabhängigkeit der Geldpolitik, die Budgethoheit des Deutschen Bundestages und die Funktionsfähigkeit des ESM?

1. Staatsanleihenkäufe und die Unterscheidung zwischen Geldpolitik und Staatenfinanzierung

Prinzipiell ist der Sekundärmarktkauf von Staatsanleihen durch die EZB zulässig, wenn es sich dabei um eine geldpolitische Maßnahme handelt und das Verbot der Staatenfinanzierung nicht umgangen wird. Jeglicher Kauf von Staatsanleihen durch die Notenbank hat die Wirkung, dass die Finanzierung von Staatshaushalten erleichtert wird, vor allem deshalb, weil diese Käufe das Zinsniveau bei Neuemissionen beeinflussen werden. Deshalb ist eine ökonomische Abgrenzung zwischen Geldpolitik und Staatenfinanzierung bei Käufen von Staatsanleihen schwierig.

Um zu beurteilen, ob es sich um Geldpolitik oder Staatenfinanzierung handelt, kann man sich an die *ökonomischen Wirkungen* der erfolgten oder angekündigten Käufe halten oder fragen, ob die *vorgetragene Begründung* dafür, dass die Käufe geldpolitisch motiviert sind, überzeugend ist.

1.1. Die ökonomischen Wirkungen

Zunächst zu den Wirkungen. Es ist offensichtlich und wird auch nicht ernsthaft bestritten, dass die EZB-Programme zum Aufkauf von Staatsanleihen die Wirkung haben, den Zugang der hoch verschuldeten Mitgliedstaaten zum Kapitalmarkt aufrechtzuerhalten sowie ihre Finanzierungskosten zu senken, und dass die Programme den Staaten, die derzeit Rettungsschirmkredite erhalten, die Rückkehr an den Kapitalmarkt erleichtern. Das sind eindeutig fiskalpolitische Wirkungen.

Dem kann man entgegenhalten, dass es sich bei den fiskalischen Effekten um eine *Nebenwirkung* einer im Kern geldpolitischen Maßnahme handelt. Geldpolitische Wirkungen ergeben sich, weil geldpolitische Impulse – beispielsweise eine Leitzinssenkung – in der Tat nicht in der Realwirtschaft einer Volkswirtschaft ankommen, wenn Regierung und Banken dort kurz vor einer Insolvenz stehen. Das bedeutet allerdings zunächst nur, dass Geldpolitik, um funktionsfähig zu sein, ein Umfeld mit soliden Staatsfinanzen und stabilem Finanzsektor braucht. Es bedeutet nicht, dass die Geldpolitik die Staatsfinanzen stabilisieren und so die Bedingungen dafür herstellen soll, dass der Transmissionsmechanismus funktioniert. Eine direkte Kreditvergabe der EZB an Staaten hätte ebenfalls die Wirkung, Störungen der Transmission geldpolitischer Impulse zu beseitigen, ließe sich aber schwerlich als geldpolitische Maßnahme rechtfertigen.

1.2. Die Begründungen

Nun zu den Begründungen: Der erfolgte oder vorgesehene Aufkauf von Staatsanleihen im Rahmen des SMP-Programms und des OMT-Programms wird mit vier Argumenten gerechtfertigt.

Das erste Argument lautet, wie im vorangehenden Abschnitt erwähnt, die an den Kapitalmärkten herrschende Unsicherheit über die Solvenz einzelner Mitgliedstaaten und ihrer Bankensysteme behindere die Übertragung geldpolitischer Impulse in die betroffenen Volkswirtschaften. Daraus zu schließen, eine Intervention sei der Geldpolitik zuzuordnen, weil sie die Funktionsweise der Transmission wiederherstelle, ist jedoch nicht sinnvoll, wie im vorangehenden Abschnitt erläutert.

Zweitens wird argumentiert, die im Markt zeitweise beobachteten Risikozuschläge bei Renditen auf Staatsanleihen seien Ausdruck eines Marktversagens, weil sie das Risiko eines eventuellen Austritts einzelner Mitgliedstaaten aus der Europäischen Währungsunion reflektierten. Da die Währungsunion irreversibel sei, sei diese Erwartung unbegründet.¹

Dieses Argument ist mehrdeutig und m.E. nicht tragfähig.

Dass Austrittszenarien eine Relevanz für die Preisbildung an den Finanzmärkten haben, ist sicherlich plausibel. Allerdings existiert kein überzeugender Beleg dafür, dass der Hauptgrund für die beobachteten Risikozuschläge die Erwartung einer Reversibilität der Währungsunion ist. Die beobachteten Risikozuschläge sind auch dadurch erklärbar, dass Investoren einen Schuldenschnitt ohne Austritt aus der Währungsunion erwarten.

Außerdem ist es keineswegs unbegründet oder gar irrational, wenn Investoren in ihr Kalkül die Möglichkeit einbeziehen, dass einzelne Länder austreten könnten. Die Mitglieder der Eurozone sind souveräne Staaten und ein Austritt aus der EU, der mit einem Austritt aus der Eurozone

¹ Vgl. ECB Monthly Bulletin, October 2012, S. 8-9.

einhergehen würde, ist ja in den Verträgen explizit vorgesehen. Er wäre wohl auch dann möglich, wenn er nicht explizit vorgesehen wäre.

Ferner muss man fragen, ob es Aufgabe der Geldpolitik ist, einzugreifen, wenn Investoren an Kapitalmärkten tatsächlich oder vermeintlich die Zukunft falsch einschätzen.

Das dritte Argument² lautet, dass ein Zerbrechen der Eurozone bzw. ein Austritt einzelner Mitgliedstaaten mit der Wahrung von Preisstabilität unvereinbar sei und daher Maßnahmen, die ein solches Zerbrechen verhindern, Geldpolitik seien. Dieses Argument überzeugt ebenfalls nicht.

Erstens kann die EZB Austritte aus der Währungsunion nicht unter allen Umständen verhindern, weil die Eurozone aus souveränen Staaten besteht.

Zweitens ist es nicht so, dass Insolvenzen von Banken oder Mitgliedstaaten der Eurozone zwingend Austritte nach sich ziehen, wie die Beispiele Griechenland und Zypern zeigen.

Drittens ist es nicht zwingend, dass ein Austritt einzelner Länder aus der Währungsunion die Preisstabilität im Rest der Währungsunion gefährdet. Ein solcher Austritt würde viele ökonomische Probleme verursachen, aber die Wahrung der Preisstabilität in den verbleibenden Staaten wäre wohl nicht das Hauptproblem, sondern eher die anstehenden Turbulenzen an den Finanzmärkten.

Viertens: Selbst wenn man annimmt, dass ein Austritt aus der Währungsunion die Preisniveaustabilität im Euroraum gefährdet, birgt die Ankündigung einer Notenbank, zu tun, was immer notwendig ist, um die Währungsunion zusammenzuhalten, ebenfalls massive Risiken für die Preisniveaustabilität. Die Notenbank macht sich erpressbar.

Ein weiteres Argument, das zur Rechtfertigung der EZB-Politik vorgetragen wird, verweist darauf, dass es an den Kapitalmärkten zu Marktversagen in folgender Form kommen kann: Wenn pessimistische Erwartungen bei den Marktteilnehmern vorherrschen, verlangen sie hohe Risikozuschläge für das Halten von Staatsanleihen, mit der Folge, dass die hohen Finanzierungskosten den betreffenden Staat in die Überschuldung treiben können und die pessimistischen Erwartungen sich als richtig erweisen. Wenn optimistische Erwartungen vorherrschen, sind die Finanzierungskosten niedrig, und der betreffende Staat bleibt solvent.

Grundsätzlich spricht dieses Argument dafür, Staaten, die in finanziellen Schwierigkeiten, aber nicht eindeutig überschuldet sind, mit Krediten zu helfen. Wie immer man dieses Argument bewertet, da es sich hier um fiskalpolitische Probleme handelt, sollte eine Institution mit fiskalpolitischem Mandat (etwa der ESM) eingreifen, nicht die Geldpolitik.

Insgesamt komme ich zu dem Ergebnis, dass die wichtigste ökonomische Wirkung der EZB-Programme zum Kauf von Staatsanleihen darin liegt, den Zugang einiger hoch verschuldeter Mitgliedstaaten sowie der dort ansässigen Banken zu privaten Kapitalgebern aufrechtzuerhalten. Die EZB verschweigt nicht, dass diese Politik zu Konflikten mit einer an Preisniveaustabilität orientierten Geldpolitik führen kann. Um dem zu begegnen, hat die Bank die Bindung des OMT-Programms an ein ESM/EFSF-Programm beschlossen. Zweifellos hat diese Politik *auch* eine geldpolitische Wirkung. Die Argumente, die vorgetragen werden, um darzulegen, dass die EZB-Programme *vornehmlich* geldpolitische Ziele verfolgen, sind allerdings wenig überzeugend.

² Dieses Argument wird von der EZB meines Wissens nicht verwendet, um das OMT-Programm zu begründen.

2. Konsequenzen der Bindung des OMT-Programms an ESM/EFSSF-Programme

2.1. Unabhängigkeit der Zentralbank

Dass die EZB die Existenz eines ESM/EFSSF-Programms und die Erfüllung der wirtschaftspolitischen Auflagen im Rahmen dieses Programms zur einer notwendigen Bedingung für Aufkäufe von Staatsanleihen gemacht hat, muss man meines Erachtens deshalb nicht als eine direkte Gefährdung ihrer Unabhängigkeit ansehen, weil die EZB die Bedingungen des OMT-Programms jederzeit ändern kann.

So lange das OMT-Programm gilt, kann man von einer freiwilligen Selbstbindung der Geldpolitik sprechen, die als Signal dafür verstanden werden kann, dass die EZB zwar bereit ist, Staatsanleihen zu kaufen und damit ein Ansteigen der Renditen zu verhindern, dass diese Käufe aber dort ihre Grenzen finden, wo sie mit dem Ziel der Sicherung der Preisniveaustabilität in Konflikt geraten. Das wäre dann der Fall, wenn einzelne Mitgliedstaaten die durch das OMT-Programm geschaffenen günstigen Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt dafür missbrauchen würden, ihre Verschuldung exzessiv auszudehnen.

Sicherlich wird eine unabhängige Geldpolitik erschwert, wenn die Notenbank in größerem Umfang Staatsanleihen erwirbt und so immer mehr zu einem direkten Gläubiger einzelner Mitgliedstaaten wird. Dann entstehen Konflikte zwischen den Interessen der Notenbank als Gläubiger und den Interessen einer an Preisniveaustabilität orientierten Geldpolitik.

Eindeutig unvereinbar mit einer unabhängigen Geldpolitik wäre es, wenn die Notenbank sich darauf festlegen würde, die Irreversibilität der Währungsunion dadurch zu garantieren, dass sie Mitgliedstaaten, die überschuldet sind, durch den Aufkauf von Staatsanleihen unter allen Umständen davor bewahren wollte, wegen Zahlungsunfähigkeit in Euro aus der Währungsunion ausscheiden zu müssen. Damit wäre die Notenbank erpressbar und die Unabhängigkeit der Geldpolitik gefährdet. Derartiges hat die EZB auch nicht angekündigt, aber genau das verweist noch einmal darauf, dass die Prämisse der Irreversibilität der Währungsunion keine Grundlage der EZB-Geldpolitik sein kann.

2.2. Auswirkungen auf die Budgethoheit des Deutschen Bundestages

Diskussionswürdig sind die Auswirkungen des OMT-Programms auf die Budgethoheit des Deutschen Bundestages. Wenn es künftig zu einem Hilfsantrag beim ESM kommt, wird er Bundestag über diesen Antrag entscheiden müssen. Dabei ist es von großer Bedeutung, dass der Umfang der Übernahme von Verpflichtungen oder Gewährleistungen und damit Risiken für die deutschen Steuerzahler definiert und den Bundestagsabgeordneten bekannt ist. Die Existenz des OMT-Programms stellt dies in Frage. Mit einer Zustimmung zu dem Hilfsprogramm wird eine notwendige Bedingung dafür erfüllt, dass die EZB Staatsanleihen des betreffenden Landes in einem zum Zeitpunkt des Bundestagsbeschlusses nicht bestimmten Umfang erwirbt. Da mit diesen Käufen zusätzliche Risiken auch für die deutschen Steuerzahler übernommen werden, kann man nicht davon sprechen, dass der Bundestag seine Entscheidung in Kenntnis des Gesamtumfangs an Risikoübernahme fällt, der durch diese Entscheidung verursacht wird. Man kann dem nur entgegenhalten, dass die Staatsanleihenkäufe der EZB keine automatische Folge der Bundestagsentscheidung sind. Gleichwohl ist die Bundestagsentscheidung für Staatsanleihenkäufe eine *notwendige* Bedingung.

2.3. Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit des ESM

Das OMT-Programm hat Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit des ESM und auf den Verlauf der makroökonomischen Anpassungsprogramme, die im Kontext von Kredithilfen des ESM vereinbart werden. Da Staatsanleihenkäufe im Rahmen des OMT-Programms ausgesetzt werden, während überprüft wird, ob ein Land die mit dem Programm verbundenen Auflagen erfüllt, muss man davon ausgehen, dass Art und Ergebnis der Prüfung nicht vom OMT-Programm unabhängig sind. Insbesondere wird es schwieriger, eine Verletzung der Auflagen zu diagnostizieren, da damit auch die Möglichkeit des Kaufs von Staatsanleihen durch die EZB ausgeschlossen wird.

3. Fazit

Die wichtigste ökonomische Wirkung der Programme der EZB zum Aufkauf von Staatsanleihen liegt darin, einigen hoch verschuldeten Staaten in der Eurozone die Verschuldung bei privaten Investoren weiterhin zu ermöglichen und ihre Finanzierungskosten zu senken. Diese Stabilisierung der Staatsfinanzen und in Verbindung damit die Stabilisierung des Bankensystems hat Auswirkungen auf den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik – in einem Umfeld drohender Insolvenz von Staaten oder großer Banken ist der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik gestört. Das allein kann allerdings kein hinreichendes Kriterium für die Abgrenzung zwischen Fiskal- und Geldpolitik sein, weil direkte Kreditvergabe der Notenbank an Staaten in ähnlicher Weise Störungen des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik beseitigen würde. Andere Rechtfertigungen, insbesondere die Begründung der EZB-Programme mit dem Ziel, die Irreversibilität der Währungsunion sichern zu wollen, sind nicht geeignet, zu belegen, dass die Notenbank sich innerhalb ihres Mandats bewegt.

Es ist zu berücksichtigen, dass die EZB sich in einer schwierigen Lage befindet, weil der Druck zur Stabilisierung der öffentlichen Finanzen und des Finanzsektors im Euroraum sehr hoch ist und die Politik bei der Bekämpfung der Krise nur langsam vorankommt. Mit der Bindung des OMT-Programms an die Konditionalität betont die EZB die potentiellen Konflikte zwischen dem Aufkauf von Staatsanleihen und der Wahrung von Preisniveaustabilität. Gleichzeitig besteht kein Zweifel daran, dass die Notenbank in einer Grauzone zwischen Geldpolitik und Fiskalpolitik sowie Maßnahmen zur Wahrung der Stabilität des Finanzsektors operiert. Die Gefahr ist groß, dass die Geldpolitik zunehmend durch Anliegen der Fiskalpolitik und der Stabilität des Finanzsektors dominiert wird und so Konflikte zum Ziel der Wahrung der Geldwertstabilität auftreten.