

Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht zu den Verfahren mit den Az. 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR 1824/12, 2 BvE 6/12

A. Einleitung

In der Europäischen Währungsunion ist der geldpolitische Rahmen durch den Maastricht-Vertrag und die darauf gestützten Rechtsakte vorgegeben. Leitbild ist eine stabilitätsorientierte Geldpolitik mit Preisniveaustabilitätsziel, die durch unabhängige Notenbanken umgesetzt wird und der die monetäre Staatsfinanzierung verboten ist. Dies reflektiert die Erfahrungen derjenigen Notenbanken, die vor Beginn der Währungsunion unabhängig und mit einem Fokus auf Preisniveaustabilität Geldwertstabilität zu sichern vermochten. Mit einem engen, klar begrenzten Mandat des Notenbanksystems trägt es der besonderen Konstellation der Währungsunion Rechnung: Als einer Gemeinschaft von Staaten, die die Geldpolitik der supranationalen Ebene überantwortet haben, die Finanz- und Wirtschaftspolitik aber weiterhin hauptsächlich in nationaler Verantwortung entscheiden und bewusst keine Haftungs- oder Transferunion eingegangen sind. Dem Schutz der gemeinsamen Geldpolitik – etwa vor unsoliden Staatsfinanzen einzelner Mitgliedstaaten – dienen in diesem Rahmen der Ausschluss der Haftung für andere Mitgliedstaaten, das Verbot der monetären Staatsfinanzierung sowie die aus der fiskalischen Eigenverantwortung erwachsende eigenständige Rolle einer Bewertung der Solidität der Mitgliedstaaten der Währungsunion durch die Märkte. Letztere drückt sich über die jeweiligen Risikoprämien bei staatlicher Mittelaufnahme am Kapitalmarkt aus.

Die Finanz- und Wirtschaftskrise seit 2007 sowie die Schuldenkrisen in einigen Mitgliedstaaten des gemeinsamen Währungsraums seit 2009 waren mit einer erheblichen Ausweitung des genutzten geldpolitischen Instrumentariums und einer starken Ausdehnung der Bilanzen der Eurosystem-Zentralbanken verbunden. Mit diesen Maßnahmen hat das Eurosystem einen erheblichen Beitrag zur Eindämmung der Krise geleistet. Die Deutsche Bundesbank hat zahlreiche der ergriffenen Maßnahmen befürwortet. Einzelne Entscheidungen hält die Deutsche Bundesbank jedoch für sehr problematisch und hat ihre Kritik auch in der Öffentlichkeit vorgetragen.

Vor dem Hintergrund der in den Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht neu vorgebrachten Argumente und Auffassungen ergänzt die Deutsche Bundesbank ihre Stellungnahme. Im Mittelpunkt stehen dabei die Staatsanleihekäufe durch das Eurosystem, die TARGET2-Salden und die hieraus resultierenden Verlustrisiken für den Bundeshaushalt.

B. OMT-Programm

Im Anschluss an eine kurze Darstellung des beschlossenen OMT-Programms wird die geldpolitische Begründung dieses Programms diskutiert, insbesondere im Hinblick auf eine Störung des Transmissionsmechanismus. Der darauf folgende Abschnitt geht ausführlicher auf das Instrument des Staatsanleihekaufs und sein Verhältnis zur monetären Staatsfinanzierung ein.

I. Beschlusslage zum OMT

Am 6. September 2012 hat der Rat der Europäischen Zentralbank das SMP beendet. Es war im Mai 2010 initiiert worden, und der aktuelle Bestand des Eurosystems an Staatsanleihen, die im Rahmen des SMP erworben wurden, beläuft sich auf ein Ankaufsvolumen von knapp 210 Mrd €. ¹ Zeitgleich mit der Einstellung des SMP wurde das OMT-Programm beschlossen.

Durch das OMT-Programm sollen – wie schon zuvor durch das SMP – eine ordnungsgemäße geldpolitische Transmission und die Einheitlichkeit der Geldpolitik sichergestellt werden. Im Gegensatz zum SMP ist der Umfang der Käufe explizit nicht begrenzt, gleichzeitig werden die Käufe ausdrücklich an bestimmte Bedingungen geknüpft. Als notwendige – aber nicht unbedingt hinreichende – Voraussetzung werden ein vollständiges makroökonomisches EFSF/ESM-Anpassungsprogramm oder ein vorbeugendes EFSF/ESM-Programm genannt, die die Möglichkeit von EFSF/ESM-Primärmarktkäufen einschließen. Der EZB-Rat hält sich allerdings die Möglichkeit offen, darüber hinausgehende Bedingungen zu stellen. OMT-Käufe sollen grundsätzlich eingestellt werden, wenn ein betroffenes Land gegen die Auflagen eines Programms verstößt. ² Während einer laufenden Programmüberprüfung sollen keine Käufe stattfinden. ³ Käufe dürfen des Weiteren nur stattfinden, wenn das betreffende Land einen breiten Zugang zum Kapitalmarkt hat.

Zu weiteren Gestaltungsdetails zählen die erwünschte Einbindung des IWF bei der Ausgestaltung und Überwachung des Anpassungsprogramms sowie die Möglichkeit von Käufen auch von den derzeitigen Programmländern (Griechenland, Portugal und Irland), wenn sie wieder Zugang zum Anleihemarkt erlangt haben. Ferner soll die mittels der OMT-Käufe bereitgestellte Liquidität ebenso wie im Fall des SMP vollständig absorbiert werden und zwar unabhängig davon, ob und wie lange die derzeitige Vollzuteilung der geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte fortbesteht. Anders als im Rahmen des SMP sollen die OMT-Käufe auf das kürzere Ende des Laufzeitenspektrums konzentriert werden, worunter eine Restlaufzeit von ein bis drei Jahren verstanden wird. Da nicht erwünscht ist, dass die begünstigten Länder als Reaktion auf Käufe etwaige Emissionen hin zu kürzeren Laufzeiten verschieben, soll das Emissionsverhalten dieser Länder genau beobachtet werden. Das Eurosystem will bei den mittels der OMT-Käufe erworbenen Staatsanleihen keinen bevorrechtigten

¹ Da die Ankaufskurse vom Nominalwert der gekauften Anleihen – typischerweise nach unten – abweichen, entspricht das angegebene Ankaufsvolumen, d.h. die Menge an Liquidität, die durch die Käufe bereitgestellt wurde, nicht dem Nominalwert der gekauften Anleihen.

² Es ist aber nicht ausgeschlossen, dass das Eurosystem in einem solchen Fall andere Maßnahmen im Hinblick auf das Land ergreifen wird, um einer möglichen Reversibilität zu begegnen, auch wenn die Konditionalität nicht eingehalten wird.

³ Eingangserklärung von EZB-Präsident Draghi bei der Pressekonferenz am 04.10.2012: „OMTs would not take place while a given programme is under review and would resume after the review period once programme compliance has been assured.“

Gläubigerstatus beanspruchen. Die Öffentlichkeit soll wöchentlich über den Gesamtbestand und den Marktwert des OMT-Portfolios informiert werden, monatlich sollen zusätzlich die durchschnittliche Laufzeit sowie eine Aufschlüsselung nach Ländern mitgeteilt werden. Beginn, Fortsetzung und Aussetzen von Staatsanleihekäufen liegen im alleinigen Ermessen des EZB-Rats und sollen im Einklang mit dem geldpolitischen Mandat bestimmt werden.

II. Geldpolitische Begründung des OMT-Programms im Hinblick auf den Transmissionsmechanismus

Die EZB begründet die Notwendigkeit, die geldpolitische Transmission mit Hilfe des OMT-Programms zu gewährleisten, damit,⁴ dass die aktuelle Lage von Risikoaufschlägen auf die Renditen von Staatsanleihen geprägt sei, die insbesondere auf unbegründete Ängste seitens der Anleger bezüglich der Reversibilität des Euro zurückzuführen seien.⁵ Da die Staatsanleihemärkte an verschiedenen Stellen des Transmissionsmechanismus wichtig seien, würden diese Risikoaufschläge das Funktionieren der geldpolitischen Transmission untergraben. Die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen sei deshalb insbesondere in den Ländern der Eurozone, in denen (ungerechtfertigte) Risikoaufschläge auf Staatsanleihen bestünden, eingeschränkt. Aufgrund der Spannungen an den Staatsanleihemärkten sei die Fähigkeit der Banken zur Kreditvergabe erheblich eingeschränkt, was negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft habe. Dementsprechend sollen OMT-Käufe dazu dienen, die Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft besser mit den Leitzinsen der EZB in Einklang zu bringen. Im Folgenden werden daher zunächst das Konzept der geldpolitischen Transmission sowie die Notwendigkeit einer Korrektur im Falle einer Störung und die Rolle der Konditionalität von OMT-Käufen diskutiert.

1. Konzept des Transmissionsmechanismus

Beim geldpolitischen Transmissionsmechanismus handelt es sich um einen Prozess, mittels dessen sich geldpolitische Entscheidungen auf die Wirtschaft im Allgemeinen und das Preisniveau im Besonderen auswirken.⁶ Übertragen werden geldpolitische Entscheidungen durch unterschiedliche Kanäle, die in verschiedenen Phasen des Transmissionsprozesses ihre Wirkung entfalten. Geldpolitische Entscheidungen schlagen in der Regel erst mit zeitlicher Verzögerung auf die Preisentwicklung durch und wirken sich je nach Wirtschaftslage unterschiedlich aus. Grundsätzlich ist eine präzise („punktgenaue“) Schätzung der Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen aufgrund von Unsicherheit über die verwendeten Daten (z.B. Revisionen, Untererfassung), Modelle (Nichtberücksichtigung wichtiger Wirkungskanäle) und Parameter (z.B. bei strukturellen Änderungen in einer Volkswirtschaft) nicht möglich. Es können lediglich Wahrscheinlichkeitsaussagen, typischerweise in Form von

⁴ Vgl. z.B. das Editorial zum Monatsbericht September 2012 der EZB.

⁵ Es wird teilweise argumentiert, dass die Stabilität des Euro insgesamt als gefährdet angesehen wird, wenn auch nur in einem einzigen Land die Reversibilität immer wahrscheinlicher wird. In der Pressekonferenz nach der EZB-Ratssitzung Anfang August hat EZB-Präsident Draghi die Irreversibilität des Euro in jedem Mitgliedstaat unterstrichen und explizit darauf verwiesen, dass Drachme und Lira nicht wiederkehren würden. Mit den Staatsanleihekäufen soll selbstverstärkenden Dynamiken entgegen getreten werden, die auf „irrationale Markteinschätzungen“ zurückgehen. Es wird argumentiert, dass es multiple Gleichgewichte gäbe, wobei die Geldpolitik in der Lage sei, durch OMT die sehr nachteiligen möglichen Szenarien zu verhindern.

⁶ EZB (2011), Die Geldpolitik der EZB, S. 62.

Konfidenzbändern, getroffen werden. Mit Sicherheit kann man lediglich feststellen, dass sich Notenbanken in der Regel bei der Durchführung der Geldpolitik mit langen, variablen und nicht genau vorhersagbaren Wirkungsverzögerungen konfrontiert sehen; als grobe Orientierung gilt eine Verzögerung von ein bis zwei Jahren, bis geldpolitische Impulse ihre volle Wirkung in der Volkswirtschaft entfalten. Zu berücksichtigen ist darüber hinaus, dass ökonomische Strukturzusammenhänge im Allgemeinen einem permanenten Wandel unterliegen. Für die geldpolitische Transmission im Speziellen bedeutet dies, dass nicht davon ausgegangen werden kann, dass sie über die Zeit unveränderlich ist, sondern sich beispielsweise durch die zunehmende Globalisierung, durch Strukturreformen oder auch durch Verhaltensänderungen wandelt. Ob und wie diese Änderungen ausfallen, lässt sich empirisch erst einige Zeit nach ihrem Auftreten prüfen, da hierzu genügend Daten verfügbar sein müssen.

Am Anfang der Übertragungs- oder Wirkungskanäle steht zumeist eine Änderung des von der Notenbank eingesetzten Hauptinstruments, d.h. der Leitzinsen.⁷ Aufgrund des Monopols zur Schaffung von Zentralbankgeld bestimmt die Notenbank die für ihre geldpolitischen Operationen geltenden Zinssätze und so die Refinanzierungskosten der Geschäftsbanken.⁸ Über die Steuerung der Refinanzierungskosten übt die Notenbank einen wesentlichen Einfluss auf die Geldmarktsätze aus. Änderungen der Geldmarktsätze wirken sich wiederum – in unterschiedlichem Maße – auf andere Zinssätze aus, zum Beispiel auf die Zinssätze der Banken für kurzfristige Kredite und Einlagen („Zinskanal“). Untersuchungen im Rahmen des Monetary Transmission Network des Eurosystems zeigen, dass die Volkswirtschaften im Euroraum primär über diesen Zinskanal von der Geldpolitik beeinflusst werden.⁹

Die Zinssätze für längere Laufzeiten (beispielsweise Renditen von Staatsanleihen oder langfristige Kreditzinssätze) werden durch die Änderungen der Geldmarktsätze nur mittelbar beeinflusst, denn für die längerfristigen Marktzinssätze spielen die Erwartungen der Marktteilnehmer eine entscheidende Rolle. So werden die längerfristigen Marktzinssätze zu einem bedeutenden Anteil von den Erwartungen der Marktteilnehmer zur langfristigen Wachstums- und Inflationsentwicklung und somit von den langfristigen Perspektiven einer Volkswirtschaft (oder eines Währungsraums) bestimmt. Entsprechend spiegeln sich in den längerfristigen Marktzinssätzen die Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Leitzinsen und damit dem erwarteten geldpolitischen Kurs wider. Im Ergebnis schlagen Änderungen der Leitzinsen erst dann auf längerfristige Marktzinssätze durch, wenn sie zu einer Veränderung der Markterwartungen hinsichtlich der langfristigen Preis- und Wirtschaftsentwicklung führen.

Über den skizzierten Zinskanal wirken sich die Zinsänderungen auf vielfältige Art und Weise auf die Spar-, Konsum- und Investitionsentscheidungen privater Haushalte und

⁷ Bei der Darstellung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus wird zumeist nur implizit unterstellt, dass Güterpreise nicht vollkommen flexibel sind, obschon diese Annahme eine wesentliche Voraussetzung darstellt wie über eine Veränderung nominaler Zinsen realwirtschaftliche Effekte hervorgerufen werden können. Für die nachfolgenden Ausführungen ist es nicht notwendig, die einzelnen Transmissionskanäle im Detail zu beschreiben, siehe hierzu ausführlich Worms, A. (2004), Monetary policy transmission and the financial system in Germany, in: J.-P. Krahen & R. Schmidt (Hrsg.), The German Financial System, Oxford University Press oder J. Bolvin, M. Kiley und F. Mishkin (2011), How has the monetary transmission mechanism changed over time?, in: B. Friedman & M. Woodford (Hrsg.), Handbook of Monetary Economics, North-Holland.

⁸ Die Geschäftsbanken fragen Zentralbankgeld nach, um den Bargeldbedarf zu decken, Interbankenkredite auszugleichen und ihre Verpflichtungen hinsichtlich der zu hinterlegenden Mindestreserven zu erfüllen.

⁹ Siehe beispielsweise B. Hofmann und A. Worms (2008), Financial Structure and Monetary Transmission in the EMU, in: X. Freixas, P. Hartmann & C. Mayer (Hrsg.), Handbook of European Financial Markets and Institutions, Oxford.

Unternehmen aus. Die daraus resultierenden Nachfrageeffekte beeinflussen temporär die wirtschaftliche Aktivität und darüber die Preisentwicklung. Aufgrund ihres Einflusses auf die Finanzierungsbedingungen wirken geldpolitische Entscheidungen darüber hinaus auf finanzielle Größen wie Vermögenspreise („Vermögenspreiskanal“) und Wechselkurse („Wechselkurskanal“). Schließlich können sich Änderungen der Leitzinsen auch auf das Kreditangebot („Bankkreditkanal“)¹⁰ und auf die Unternehmensbilanzen („Bilanzkanal“) auswirken.¹¹

Wichtige Teilaspekte des geldpolitischen Transmissionsmechanismus und seiner Übertragungskanäle bleiben allerdings auch nach einer Reihe jüngerer empirischer Untersuchungen unvollständig erschlossen. So besteht im Besonderen ein nur beschränktes Wissen darüber, wie institutionelle Veränderungen und Finanzinnovationen seit Beginn der Währungsunion im Jahr 1999 die dynamischen Beziehungen zwischen verschiedenen ökonomischen Variablen im Euroraum verändert haben (die ihrerseits die geldpolitische Transmission beeinflusst haben dürften). Alles in allem besteht ein nur unvollständiges Wissen darüber, wie sich die geldpolitische Transmission über die Zeit entwickelt hat – dies gilt in besonderer Weise für den jeweils aktuellen Datenrand, da der Datenbedarf zur Analyse solcher Änderungen hoch ist und dann naturgemäß erst wenige Daten verfügbar sind. Diese Wissenslücke hat sich seit Ausbruch der Finanzkrise eher vergrößert als verkleinert.

Stilisiert lässt sich zusammenfassen: Erstens existieren unverändert nicht exakt bestimmbare Verzögerungen hinsichtlich der Übertragung geldpolitischer Impulse auf das Preisniveau. Zweitens beeinflusst die Geldpolitik im Regelfall die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in erster Linie über den Zinskanal. Eine Straffung des geldpolitischen Kurses führt vorübergehend zu einem Produktionsrückgang, der seinen Höhepunkt wie bereits erläutert nach rund ein bis zwei Jahren nach der entsprechenden Zinserhöhung erreicht. Diese Erkenntnis basiert im Wesentlichen auf Studien mit Daten aus der Zeit vor der Krise. Preisrückgänge vollziehen sich tendenziell langsamer, und die Preise reagieren zögerlicher auf geldpolitische Veränderungen als die Produktion. Drittens wirken sich Zinsänderungen über die Cashflows der Unternehmen und das Kreditangebot der Banken auf die Konjunktur aus und unterstreichen so die Bedeutung des Kreditkanals der Geldpolitik.

2. Vorliegen einer aktuellen Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus

Ebenso wie die Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Realwirtschaft eine Reihe unterschiedlicher Mechanismen und Reaktionen der Wirtschaftsakteure umfasst, können auch Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus grundsätzlich an unterschiedlichen Stellen auftreten. Eine Störung des Transmissionsprozesses kann als eine unerwartete Wirkung geldpolitischer Impulse beschrieben werden. Man kann also schlicht

¹⁰ Neben dem traditionellen Bankkreditkanal, der sich auf den Umfang des Kreditangebots konzentriert – höhere Leitzinsen verringern oder verteuern die Mittel, die Banken zur Kreditvergabe zur Verfügung stehen –, wird in der neueren Literatur auch der sogenannte „Risikoübernahmekanal“ diskutiert, der seine Wirkung entfaltet, wenn der Anreiz der Banken zur Übernahme von Risiken bei der Kreditvergabe durch geldpolitische Entscheidungen beeinflusst wird.

¹¹ Der Unternehmensbilanzkanal stellt darauf ab, dass eine Leitzinserhöhung die Aktivseite von Unternehmensbilanzen belastet, bspw. weil bestimmte Forderungen relativ weniger wert werden. Ein geringerer Nettowert belastet aber die Bonität des Unternehmens als Kreditnehmer und dämpft damit die Kreditvergabe.

dann von einer Störung sprechen, wenn etwaige geldpolitische Impulse nicht ihre hinsichtlich Vorzeichen, Zeitprofil oder Stärke „normale“ oder „üblicherweise zu erwartende“ Wirkung hervorrufen. Oder etwas technischer formuliert: Eine Störung kann vorliegen, wenn aktuelle Schätzungen zur geldpolitischen Transmission außerhalb derjenigen Konfidenzbänder liegen, die man „üblicherweise“ im Rahmen ökonometrischer Schätzungen erhält. Ein naheliegender Grund für eine Störung kann sein, dass ein oder mehrere der oben genannten Übertragungskanäle nur noch eingeschränkt oder überhaupt nicht funktionieren, beispielsweise dadurch, dass die Preisbildung an bestimmten Märkten nicht mehr den bislang üblichen empirischen Mustern folgt. So könnte unter Umständen in einer krisenhaften Situation an den Finanzmärkten die Risikoeinschätzung der Marktteilnehmer losgelöst von den üblichen Einflussfaktoren erfolgen.

Allerdings ist nicht feststellbar, ob eine derzeit beobachtbare Abweichung eine temporäre Störung oder eine fundamental begründbare langfristige Änderung der geldpolitischen Transmission darstellt, weil sich die ökonomischen Rahmenbedingungen geändert haben, so dass die unterstellte Konstanz in den Wirkungszusammenhängen nicht mehr gegeben ist. Letzteres würde nicht rechtfertigen, von einer Störung zu sprechen. Eine exakte Diagnose wird zudem dadurch erschwert, dass nach einhelliger Meinung eine solche Störung mit Gewissheit immer nur aus der Retrospektive beurteilt werden kann. Eine empirische Analyse des geldpolitischen Transmissionsmechanismus in Echtzeit ist somit mit ganz erheblichen Unsicherheiten behaftet.

3. Indizien für eine Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus

Eine Diagnose in Krisenzeiten ist deshalb auf die Bewertung von Indizien angewiesen. Diese sind angesichts der vorherrschenden Unsicherheit und auch der potenziell gravierenden langfristigen Risiken der darauf gegründeten geldpolitischen Maßnahmen erhöhten Anforderungen an ihre Belastbarkeit zu unterwerfen.

Risikoaufschläge auf Staatsanleihen als Indiz für eine Störung

Als Indiz für das Vorliegen einer Störung der geldpolitischen Transmission könnten gegebenenfalls die gegenüber der Vorkrisenzeit sich unterschiedlich entwickelnden Renditen für Staatsanleihen der Mitglieder des Eurosystems herangezogen werden. Die Renditen für Staatsanleihen der sog. Peripheriestaaten haben sich mit Ausbruch der Staatsschuldenkrise deutlich abweichend von den Renditen beispielsweise für deutsche Staatsanleihen entwickelt.

Jedoch lassen sich die in jüngster Zeit zu beobachtenden Entwicklungen auf dem Markt für Staatsanleihen nicht zweifelsfrei als Begründung für eine Störung der geldpolitischen Transmission heranziehen, weil sich nicht feststellen lässt, ob eine „Störung“ bei der Renditeentwicklung für Staatsanleihen auf fundamental gerechtfertigte Ursachen zurückgeht oder ob etwaige Übertreibungen, Irrationalitäten oder andere Formen von Ineffizienzen vorliegen. Dies würde den Nachweis sowohl einer fehlerhaften Marktbewertung staatlicher Anleihen einzelner Mitgliedstaaten als auch einer Übertragung dieser Fehlbewertung auf die Finanzierungsbedingungen des Privatsektors erfordern. Um eine solche Fehlbewertung

festzustellen, kann zwar auch auf beobachtbare Fundamentaldaten, wie beispielsweise staatliche oder gesamtwirtschaftliche Schulden- oder Defizitquoten, zurückgegriffen werden. Bereits diesbezüglich können aber je nach Modellausgestaltung sehr unterschiedliche Ergebnisse ermittelt werden. Im Kontext der Staatsschuldenkrise kommt hinzu, dass im Rahmen einer zukunftsgerichteten Analyse bereits umgesetzte Reform- und Konsolidierungsmaßnahmen ins Kalkül gezogen werden sollten, wobei die Bewertungsunsicherheit und Subjektivität hierdurch noch erheblich zunimmt. Eine entscheidende Rolle bei der Bewertung durch den Markt spielt zudem, inwiefern die weitere Umsetzung von Reformen, die Einhaltung von Konditionalitäten und letztlich die Bedienung der privaten und staatlichen Schuldtitel als gesichert angesehen werden. Deshalb greift eine Fokussierung auf die Risikoaufschläge ausgewählter Staatsanleihen zu kurz. Ist eine zweifelsfreie Quantifizierung und eindeutige Zuordnung und Interpretation einzelner Risikokomponenten, also die analytische Zerlegung von Risikoaufschlägen, nicht möglich, lässt sich im Ergebnis jede Interpretation und damit einhergehende Handlungsempfehlung durch entsprechende Annahmen begründen.

Hohe Finanzierungskosten für den Realsektor als Indiz für eine Störung

Ein weiteres Indiz für das Vorliegen einer Störung der geldpolitischen Transmission könnte sich aus den nationalen Unterschieden bei den Kreditzinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte herleiten lassen. Unstreitig ist, dass sich mit dem Aufkommen der Staatsschuldenkrise das Finanzierungsumfeld der Kreditinstitute verschlechterte, denn mit der sich eintrübenden Kreditwürdigkeit einzelner Staaten ergeben sich für das jeweilige Bankensystem eine Reihe potenziell nachteiliger Effekte.¹²

Dies gilt umso mehr, als die Nichteinhaltung von Reformauflagen zum Stopp von OMT-Käufen führen soll. In einem solchen Fall wäre die Zahlungsfähigkeit eines Staates akut gefährdet, und Risikoprämien, die die Unsicherheit über die Möglichkeit eines solchen Szenarios ausdrücken, können daher durchaus rational sein. Dass sich solche Zweifel an der staatlichen Solvenz auch auf den privaten Sektor übertragen, ist naheliegend, da die finanziellen Perspektiven und damit auch die Bonität in Teilen des privaten Sektors durch eine potenzielle staatliche Insolvenz massiv beeinträchtigt werden dürften. Höhere Finanzierungskosten auch für den privaten Sektor können somit höhere nationale fiskalische Risiken widerspiegeln. Dies wäre keine geldpolitisch zu bekämpfende Entwicklung, sondern die unmittelbare Folge der national eigenverantwortlichen Finanzpolitik.

Insofern stehen unterschiedliche Marktzinssätze innerhalb des Euroraums nicht im Widerspruch zu einer einheitlichen Geldpolitik. Grundsätzlich sollten unterschiedliche wirtschaftliche Fundamentaldaten dazu führen, dass das gleichgewichtige Niveau der Marktzinssätze im Euro-Währungsgebiet von Land zu Land verschieden ist.¹³ Somit ist sehr

¹² Erstens, etwaige Sekundäreserven des Bankensektors in Form liquider Wertpapiere (insbesondere Staatsanleihen) sanken durch einen Anstieg der Risikoaufschläge der betroffenen Papiere. Entsprechend wurde eine Refinanzierung von Krediten über Sekundäreserven erschwert. Hinzu kam zweitens, dass höhere Risikoaufschläge den Wert als Sicherheit reduzierten. Drittens führte die Herabstufung eines Landes typischerweise zu einem schlechteren Rating der Banken im betroffenen Land. Viertens, mit höheren Risikoaufschlägen verringerten sich implizite oder explizite staatliche Garantiezusagen gegenüber den Banken (Panetta et al., 2011, S. 1).

¹³ So lässt sich beispielsweise im Rahmen eines neoklassischen Wachstumsmodells zeigen (genauer: aus der Euler-Gleichung), dass es einen engen Zusammenhang gibt zwischen langfristigem, gleichgewichtigem Wachstumspfad einer Ökonomie und Höhe des (natürlichen) Realzinses in dieser Volkswirtschaft.

zweifelhaft, ob die Erreichung eines einheitlichen Marktzinsniveaus in der Währungsunion ein ökonomisch erstrebenswerter Zustand ist. Diese Zweifel sind begründet, solange einzelne Länder sich hinsichtlich ihrer Fundamentaldaten unterscheiden. Vor diesem Hintergrund sollte die Diagnose einer etwaigen Störung des Transmissionsmechanismus weniger auf die absolute Höhe des Marktzinses abstellen, als vielmehr auf die Änderung des allgemeinen Zinsniveaus in Reaktion auf Änderungen des Leitzinses, d.h. auf die Zinsweitergabe. Es geht also darum, ob sich die Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft in Einklang mit den Leitzinsen des Eurosystems bewegen,¹⁴ so dass über die sich daraus ergebende Beeinflussung der wirtschaftlichen Aktivität Preisniveaustabilität gewährleistet werden kann.

Genauso wenig wie Zinsdifferenzen per se als Hinweis für eine Störung des Transmissionsmechanismus dienen, kann bei einer einheitlichen Höhe und Reaktion der Finanzierungskosten des Privatsektors nicht notwendigerweise von einem funktionierenden Transmissionsmechanismus gesprochen werden. Es dürfte aus heutiger Sicht unstrittig sein, dass die Risikoaufschläge von Staatsanleihen der Peripherieländer gegenüber den Renditen von Bundesanleihen vor Ausbruch der Staatsschuldenkrise im Jahr 2010 deutlich zu niedrig waren – sei es aufgrund einer fehlerhaften Risikobewertung, sei es, weil der EU-vertraglich vereinbarte Haftungsausschluss nicht als glaubwürdig angesehen wurde. Aufgrund unterschiedlicher Fundamentaldaten (Wirtschaftsstruktur, Konjunkturlage, Erwartungen hinsichtlich der weiteren Konjunktur- und politischen Entwicklung sowie Realisierung von Schocks etc.) könnte eine heterogene Transmission (trotz einheitlichem geldpolitischem Leitzins) zu erwarten und sogar wirtschaftlich angezeigt sein. Ein (erzwungener oder künstlich) einheitlicher Zinssatz oder eine (erzwungene) einheitliche Zinsweitergabe könnte genau diese notwendigen Anpassungen verhindern.

Letztlich muss aber auch der Zusammenhang zwischen den Refinanzierungsbedingungen des Finanzsektors und der Kreditversorgung der Realwirtschaft differenzierter betrachtet werden. Selbst wenn die Finanzierungskonditionen der Banken von der Höhe der Staatsanleiherenditen abhängen, ist nicht nur zu prüfen, wie eng tatsächlich der Zusammenhang ist (und ob er in jedem Land gleich ist), sondern welche Bedeutung ein etwaiger Anstieg von Risikoaufschlägen für die Kreditvergabe und damit für die aggregierte Nachfrage nach Krediten und die Preisentwicklung hat: Allein die Höhe der Renditen von Staatsanleihen lässt hierüber keine Schlüsse zu. Zudem ist möglicherweise die Bedeutung staatlicher Renditen für die geldpolitische Transmission zu relativieren, da der Bankensektor seit Übergang zur Vollzuteilung zumindest im kurzfristigen Bereich weniger auf eine Refinanzierung über den Geld- oder Kapitalmarkt angewiesen ist. Schließlich ist auch die Implikation hoher Risikoaufschläge weniger offensichtlich als es zunächst den Anschein hat: Belasten hohe Risikoaufschläge, die nicht fundamental gerechtfertigt sind, die Bankbilanzen und damit die geldpolitische Transmission stärker als wenn sie fundamental gerechtfertigt wären? Muss man im ersten Fall geldpolitisch intervenieren, im zweiten Fall jedoch nicht?

¹⁴ Vgl. EZB Monatsbericht, September 2012, S. 10.

4. Notwendigkeit der geldpolitischen Korrektur einer Störung

Selbst wenn man von den Problemen in der konkreten Bewertung einer Störung des geldpolitischen Transmissionsprozesses absähe und eine derartige Störung bejahte, stellt sich die Frage, ob und warum eine solche Entwicklung korrigiert werden muss – und ob und warum dies durch die Geldpolitik geschehen sollte. Letztlich sind, solange Wirtschafts- und Finanzpolitiken in der nationalen Eigenverantwortung verbleiben, wirtschaftliche Entwicklungen in den verschiedenen Ländern mit potenziell unterschiedlichen Risiken verbunden. Diese Unterschiede rechtfertigen auch unterschiedliche Risikoprämien bei privaten Kreditbeziehungen. Der auf den Euro-Raum als Ganzes gerichtete geldpolitische (Zins)Impuls kann insofern durch länderspezifische Entwicklungen überlagert werden, ohne dass dies eine Irrationalität darstellen und geldpolitischen Handlungsbedarf begründen muss. Die Einheitlichkeit der Geldpolitik innerhalb des Eurosystems steht deshalb solchen Maßnahmen und Entscheidungen entgegen, die lediglich auf die Behebung nationaler Störungen ausgerichtet sind.

Diese Überlegungen gelten insbesondere im Hinblick auf das im Kontext des OMT vorgebrachte Argument, eine Reversibilität der Währung einzelner Mitgliedstaaten würde zu zusätzlichen Zinsaufschlägen führen, und dies wäre aus geldpolitischer Sicht nicht akzeptabel. Die derzeitige Zusammensetzung der Währungsunion kann aber angesichts weiterhin souveräner Nationalstaaten nicht garantiert werden – jedenfalls nicht von der Notenbank. Dies wäre hypothetisch nur denkbar, wenn sie zur Verhinderung eines Austritts eine bedingungslose, unbegrenzte Finanzierung für jedes Land zusagte. Dies gehört jedoch nicht in den Aufgabenbereich der Geldpolitik. Und selbst im Falle einer Unterstützung durch die Geldpolitik könnte die Mehrheit der Bevölkerung eines Landes auf ein Ausscheiden eines Landes aus der Währungsunion drängen und die von ihr gewählten Vertreter einen Austritt demokratisch beschließen, weil sie nicht in der Lage oder willens sind, die wirtschaftlichen Grundlagen für einen Verbleib in der Währungsunion zu schaffen. Ein Urteil über die Wahrscheinlichkeiten solcher politischer Entwicklungen und über die damit einhergehende Angemessenheit von Preisen staatlicher und privater Schuldtitel muss notwendigerweise in hohem Maße subjektiv sein.

Diese Subjektivität überträgt sich – wie auch die Feststellung einer Störung der geldpolitischen Transmission – auf ein Aufkaufprogramm für Staatsanleihen, dessen prinzipiell unbegrenzte Käufe auf solchen Erwägungen basieren sollen. Und wenn der Verbleib einzelner Länder in der Währungsunion nicht als über jeden Zweifel erhaben gelten kann, ist das Auftreten von Reversibilitätsprämien an sich keine Begründung für unbegrenzte geldpolitische Eingriffe zur Eliminierung dieser Prämien. Entscheidungen, wie der Euro-Raum zusammengesetzt ist oder ob und wie diese Zusammensetzung garantiert wird, obliegen anderen Akteuren, vor allem den Regierungen und Parlamenten. Die entsprechenden Risiken müssen von diesen bewertet und bedarfsweise über Unterstützungsmaßnahmen geschultert werden.

5. Konditionalität der OMT-Käufe

Es wird ferner argumentiert, dass gerade die Konditionalität und deren Einhaltung von besonderer Bedeutung für die Zulässigkeit des Programms seien. Würde nämlich die Konditionalität eingehalten und das Hilfsprogramm umgesetzt, so wären Redenominierungs- oder Insolvenzprämien offensichtlich nicht gerechtfertigt: Zum einen müsste eine Tragfähigkeitsanalyse zu einem positiven Ergebnis kommen, und zum anderen ließe die zu erwartende erfolgreiche Programmumsetzung ein „Entgleisen“ des Landes als irrational erscheinen. Zentral für diese Argumentation ist die Annahme, dass die im Rahmen eines umfangreichen politischen Kompromisses und eines bestimmten Informationsstandes erzielten Programmvereinbarungen in der Sache realistisch sind und daher rationale Anleger überzeugen müssen. Der Fall Griechenlands führt allerdings vor Augen, dass eine Programmvereinbarung eine Zahlungsunfähigkeit nicht auszuschließen vermag. Es kann dahingestellt bleiben, ob die im Nachhinein definitiv zu optimistischen Annahmen des Programms vermeidbar gewesen wären. Auf jeden Fall ist es überaus ambitioniert, vor dem Hintergrund der bisherigen Erfahrungen zu argumentieren, die Geldpolitik könne die Einhaltung der Konditionalität in jedem Fall voraussetzen und auf dieser Grundlage gewährleisten, dass das jeweilige Land dauerhaft solvent bleibt und die Risikoaufschläge fundamental gerechtfertigt zurückgehen.

Sicher gewährleisten ließen sich die Solvenz und niedrige Refinanzierungskosten eines Landes erst dann, wenn es die Option einer am Ende unbegrenzten und unkonditionierten monetären Finanzierung eines Landes gäbe, die aber mit dem Mandat des Eurosystems nicht vereinbar ist.¹⁵ Hinzu kommt, dass aufgrund der angekündigten Konditionalität die Durchführung von OMT-Käufen eingestellt werden müsste, wenn die Programmvorgaben nicht mehr eingehalten werden. Offenkundig befindet sich das Eurosystem dann aber in einer Zwickmühle, und es stellt sich zwangsläufig die Frage, warum gerade in dieser Situation, wenn Sparprogramme nicht mehr erfüllt werden (können) und eine Zuspitzung der Lage droht, die Geldpolitik ihre Eingriffe einstellen und die geldpolitische Transmission nicht mehr als gestört bezeichnen wird.

6. Zwischenfazit

Auch wenn geldpolitische Impulse innerhalb des Euro-Raums unterschiedlich wirken, ist zweifelhaft, ob diese Unterschiede eine durch die Geldpolitik zu behebende Störung darstellen. Die Annahme einer substanziellen Störung des geldpolitischen Transmissionsprozesses wird in jedem Fall stark subjektive Elemente beinhalten. Die Sekundärmarktkäufe können unbestreitbar einen temporären Rückgang von Risikoaufschlägen ermöglichen. Ob diese Käufe einer dauerhaft stabilitätsorientierten Entwicklung der Währungsunion dienlich sind, ist aber zweifelhaft: Durch die umfassende Risikoübernahme des Eurosystems, die mit OMT-Käufen verbunden ist, wird unter anderem die Reversibilität dieser Maßnahmen zunehmend erschwert, während sich die Finanzpolitik bei der Erledigung ihrer Pflichten entlastet fühlen kann. Die etwaige Bewertung der Angemessenheit eines länderspezifischen Risikoaufschlags, die Risikoübernahme im Zusammenhang mit Hilfsmaßnahmen (am Primär- oder am

¹⁵ Vgl. den Beschluss des EuGH, 199/2012, vom 27. November 2012, Rdnr. 135 f.

Sekundärmarkt) und im Zusammenhang mit etwaigen Fehleinschätzungen bezüglich der weiteren ökonomischen und politischen Entwicklungen in einem Land kommt vielmehr der Finanzpolitik zu. Dies gilt auch deshalb, weil es die Finanzpolitik ist, die letztlich über die Programmmodalitäten im konkreten Fall und auch über die Ausgestaltung und Weiterentwicklung der Europäischen Integration insgesamt entscheidet und weil die Finanzpolitik einer direkten Kontrolle durch die Parlamente unterliegt. Wird für diese Aufgabe die Geldpolitik eingespannt, droht diese unter finanzpolitische Dominanz zu geraten, und das Stabilitätsziel kann dadurch gefährdet werden.

III. Staatsanleihekäufe durch das Eurosystem

1. Einordnung von Staatsanleihekäufen

Ungeachtet der Frage einer Störung des Transmissionsprozesses und der Frage, ob diese Störung durch die Geldpolitik zu beheben ist oder behoben werden kann, stellt sich im Hinblick auf das Eurosystem die Frage, ob Staatsanleihekäufe in Gestalt des OMT ein Instrument sind, dessen Nutzung dem Eurosystem gestattet ist.

Grundsätzlich sind Offenmarktkäufe von Staatsanleihen durch Zentralbanken auch heutzutage nicht unüblich. Allerdings weichen beispielsweise die derzeitigen Staatsanleihekäufe etwa durch die Bank of England („BoE“) sowie durch das Federal Reserve System („Fed“) grundlegend von den vorgesehenen Anleihekäufen durch das Eurosystem im Zusammenhang mit OMT-Käufen ab. Bei diesen Anleihekäufen geht es nicht um die Solvenzsicherung von Staaten, sondern um Offenmarktgeschäfte, die auf die Beeinflussung des risikofreien Zinses abzielen und nicht auf die Solvenzrisikoprämie einzelner Mitgliedstaaten einer Währungsunion. So kaufen beispielsweise die Fed, die BoE und die Bank of Japan („BoJ“) Anleihen des jeweiligen Zentralstaats auf, die eine hohe Bonität haben. Das Eurosystem beabsichtigt demgegenüber, mittels Staatsanleihekäufen hohe Risikoprämien einzelner schlecht bewerteter Mitgliedsstaaten einer Währungsunion zu senken. Zu berücksichtigen ist ferner, dass es sich bei den zuvor genannten Staaten um Bundesstaaten oder Zentralstaaten handelt, bei denen die zentrale staatliche Ebene das Eigenkapital der Notenbank hält und Gewinne oder Verluste trägt. Entsprechend bewirken die Käufe keine Umverteilung zwischen den Steuerzahlern verschiedener eigenverantwortlicher Mitgliedstaaten.

In der Diskussion zu den Staatsanleihekäufen durch das Eurosystem ist zudem dahingehend zu differenzieren, dass das Europäische Primärrecht, anders als die Mandate der angesprochenen Zentralbanken, hierzu Vorgaben macht. Das Verbot von Staatsanleihekäufen auf dem Primärmarkt ist ein wesentliches Element des Verbots der monetären Staatsfinanzierung. Es stellt einen notwendigen Bestandteil dar, um die Unabhängigkeit der EZB und der nationalen Zentralbanken des Eurosystems zu gewährleisten.

Aus dem Verbot von Primärmarktkäufen wird das Verständnis abgeleitet, dass staatliche Schuldtitel auf dem Sekundärmarkt durch die EZB und das Eurosystem im Rahmen ihres geldpolitischen Mandats erworben werden können. Dementsprechend wird davon

ausgegangen, dass der Erwerb von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt im Grundsatz von der Regelung in Art. 18 der Satzung des europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (ESZB-Satzung) betreffend der währungspolitischen Operationen des Eurosystems erfasst werden. Voraussetzung ist allerdings, dass sich diese Sekundärmarktkäufe im Rahmen der auf das Eurosystem übertragenen Geldpolitik bewegen und nicht zur Umgehung des Verbots von Primärmarktkäufen genutzt werden. Vor dem Hintergrund einer möglichen Umgehung des Verbots der monetären Staatsfinanzierung sind der EZB solche Erwerbe von Staatsanleihen am Sekundärmarkt untersagt, die auf eine von den Kapitalmärkten unabhängige Finanzierung der Staatshaushalte abzielen.¹⁶

Die Begriffe „Geldpolitik“ und „geldpolitische Maßnahme“ sind jedoch nicht hinreichend spezifiziert. So könnten grundsätzlich alle Maßnahmen, die eine Notenbank ergreift, als Geldpolitik aufgefasst werden, darunter auch umfassende Staatsanleihekäufe (z.B. das Quantitative Easing der Fed) oder selbst eine umfassende monetäre Staatsfinanzierung, die der Solvenzsicherung eines Staates dient. Das bedeutet allerdings weder, dass diese Art der Geldpolitik notwendigerweise sinnvoll und der Preisniveaustabilität oder eventuellen Nebenzielen zuträglich ist, noch bedeutet dies, dass solche geldpolitische Maßnahmen vom Mandat einer Zentralbank gedeckt wären. Wäre eine Zentralbank zu allem legitimiert, was noch mit einiger Plausibilität als der Geldpolitik und der Preisniveaustabilität dienlich angesehen und von ihr selbst durchgeführt werden könnte, so wären normative Grenzen der Geldpolitik bereits ex ante wirkungslos und damit entbehrlich. Dies würde aber die Legitimation der Unabhängigkeit der Geldpolitik entscheidend in Frage stellen. Denn diese gründet gerade darauf, dass die Geldpolitik in einem ihr von außen verbindlich vorgegebenen, klar definierten Rahmen operiert und diesen nicht auch, sondern gerade in Krisenzeiten oder bei äußerem Druck respektiert. Dies dürfte auch das Verständnis bei der Gründung der Währungsunion gewesen sein, das der Öffentlichkeit vermittelt wurde.

2. Zum Verbot der monetären Staatsfinanzierung

Werden Sekundärmarktkäufe in großem Umfang durchgeführt, bewirken diese gegebenenfalls auch eine Unterstützung der Finanzierung staatlicher Haushalte. Die Käufe sind dann aber mit erheblichen Stabilitätsrisiken verbunden. Ausgangspunkt dieser Überlegung ist die ökonomisch erklärbare und historisch belegte Erfahrung, dass Regierungen grundsätzlich kurzfristiger orientiert sind und auch deshalb einer Verschuldungsneigung unterliegen. Ohne Begrenzung kann diese Verschuldungsneigung zu einem nicht erwünschten, kontinuierlichen Schuldenanstieg führen, der letztlich die staatliche Solvenz bedrohen kann.

Eine solche Entwicklung gefährdet aber auch eine auf das Ziel der Geldwertstabilität ausgerichtete Geldpolitik: Zwar kann die Geldpolitik bei ausufernder Staatsverschuldung in eigener Währung grundsätzlich die staatliche Solvenz sicherstellen, indem sie letztlich über monetäre Staatsfinanzierung den staatlichen Finanzbedarf deckt. Je stärker die Geldpolitik ihre Instrumente aber zur staatlichen Solvenzsicherung einsetzt, desto enger sind ihr die Hände gebunden, gleichzeitig ihr eigentliches Ziel – die Sicherung des Geldwerts – zu verfolgen. Maßnahmen wie z.B. Leitzinserhöhungen erschweren und verteuern die Befriedigung

¹⁶ Vgl. Urteil des BVerfG, 2 BvR 1390/12, vom 12. September 2012, Absatz Nr. 278.

des staatlichen Finanzbedarfs. Je weiter die monetäre Staatsfinanzierung daher voranschreitet, desto stärker kann sie das Ziel der Preisniveaustabilität dominieren.

Die Geldpolitik kommt dann unter starken Druck, ungeachtet künftiger Inflationsrisiken die Staatssolvenz sicherzustellen, wenn eine Situation eingetreten ist, in der die Staatsfinanzen auszufern drohen. Im Falle einer staatlichen Insolvenz bestehen naturgemäß gravierende Risiken für die Finanzstabilität und die gesamtwirtschaftliche Entwicklung (und der geldpolitische Transmissionsmechanismus wirkt dann nicht mehr wie in normalen Zeiten). Gleichzeitig sind dann solvenzsichernde finanzpolitische Maßnahmen im notwendigen Ausmaß häufig politisch nur noch sehr schwer durchzusetzen, so dass sich immer höhere Erwartungen an die Notenbank als vermeintlich einzigen handlungsfähigen Akteur richten. Die Geldpolitik hat im Extremfall nur noch die Wahl, die Preisniveaustabilität aufzugeben oder die Gefahren, die aus einer Staatsinsolvenz resultieren, in Kauf zu nehmen. In ersterem Fall kann die Staatsinsolvenz vermieden werden, wenn die Staatsverschuldung in eigener Währung denominiert ist und durch die Notenbank finanziert werden kann (dieser Weg ist nicht gangbar, wenn die Staatsschuld in fremder Währung besteht). Aber bereits in Situationen merklich bevor eine staatliche Insolvenz droht, wird es einer stabilitätsorientierten Notenbank bei einer unsoliden Finanzpolitik schwer fallen, Preisniveaustabilität zu gewährleisten. Erwarten die wirtschaftlichen Akteure mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit eine Eskalation der Lage und üben damit zusätzlichen Druck auf die Geldpolitik aus, können ab einem gewissen Zeitpunkt die Inflationserwartungen rasch und deutlich ansteigen – was die Gewährleistung der Preisniveaustabilität für die Notenbank gravierend erschwert.

Eine solche Entwicklung zeichnet sich aktuell nicht akut ab, die in Umfragen oder anhand von Finanzmarktdaten ermittelten längerfristigen Inflationserwartungen sind weiter verankert – auch wenn die Unsicherheit über die kommende Inflationsentwicklung laut Umfragen zugenommen hat. Die Entankerung muss in der als Stabilitätsunion angelegten Europäischen Währungsunion aber auch nicht erst eingetreten sein, um als Beweis für eine monetäre Staatsfinanzierung zu gelten. Eine Regierung, die zur Finanzierung ihrer Ausgabenpolitik notfalls auf die Notenbank zurückgreifen kann, wird in aller Regel eher zur Schuldenfinanzierung neigen. Das Bewusstsein für dieses Anreizproblem war bei der Gründung der Währungsunion durchaus vorhanden und prägte die Ausgestaltung der Wirtschafts- und Währungsunion. Fiskalregeln sollten einer drohenden Schieflage der Staatsfinanzen bereits im Vorfeld vorbeugen – um sie zusätzlich zu härten wurde ergänzend der Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) eingerichtet. Ferner wurde ein Haftungsausschluss beschlossen, wodurch die Anleger grundsätzlich zu einer sorgfältigen Risikobewertung auch bei Staatsanleihen veranlasst werden sollten, was wiederum zu Zinsaufschlägen bei weniger soliden Staatsfinanzen führen sollte, die ihrerseits die Finanzpolitik disziplinieren. Ferner wurde ein Verbot der monetären Staatsfinanzierung im EU-Vertrag verankert, um den Vorrang des Ziels der Preisniveaustabilität abzusichern. Der Finanzpolitik wurde quasi ex ante aufgezeigt, dass eine monetäre Staatsfinanzierung keine Option darstellt und die Geldpolitik auch unter großem politischem und wirtschaftlichem Druck nicht helfend beispringen wird. Für die Finanzpolitik sollte dadurch ein ureigenes Interesse geschaffen werden, eine Zuspitzung der fiskalischen Situation von sich heraus im Ansatz zu vermeiden. Ein Verschieben der Verantwortung auf die Geldpolitik sollte ausgeschlossen werden.

Im Rückblick haben diese Vorkehrungen nicht den gewünschten Erfolg gehabt. Im Vorfeld der Krise wurden die Fiskalregeln unzureichend beachtet, und der SWP wurde zunehmend ausgehöhlt, sodass er seine stabilisierende Funktion letztlich nicht mehr ausgefüllt hat. Darüber hinaus kam es auch in anderen Bereichen zahlreicher Volkswirtschaften zu gravierenden Fehlentwicklungen und einem teilweise sehr starken Verschuldungsanstieg auch im privaten Sektor.

In der Europäischen Währungsunion sollten alle Mitgliedstaaten davor geschützt werden, dass durch monetäre Staatsfinanzierung und monetäre Solvenzversicherung einzelner Mitgliedstaaten, das Preisniveaustabilitätsziel im gesamten Währungsraum hintenangestellt wird (und staatliche Solvenzrisiken zwischen den Steuerzahlern umverteilt werden). Schon ein einzelner Präzedenzfall, der den grundlegenden Rahmen beschädigt und das prinzipielle Verbot der monetären Staatsfinanzierung aushebelt, kann die gewollte monetäre Dominanz schwer beschädigen, und in der Folge könnten auch andere Länder in Versuchung geraten, sich auf eine monetäre Finanzierung zu verlassen. In einer solchen Situation würde die Wahrung von Preisniveaustabilität als geldpolitisches Ziel schleichend hinter die fiskalischen Interessen zurücktreten. Die gemeinsame Geldpolitik würde zunehmend von den solvenzsichernden Maßnahmen dominiert, und ihre Glaubwürdigkeit würde gefährdet. Befindet sich die Geldpolitik erst einmal auf einem derartigen abschüssigen Kurs, ist eine Umkehr nur schwer und unter großen Kosten möglich: Selbst wenn die Geldpolitik im weiteren Verlauf durch eine strikt am Stabilitätsziel ausgerichtete Politik (wider Erwarten) eine Zahlungsunfähigkeit eines Staates in Kauf nähme, würde sie ihre Glaubwürdigkeit und Akzeptanz insofern beschädigen, als dann ihre vorangegangene Fehleinschätzung durch umfangreiche Verluste und die sich dadurch eventuell ergebende Belastung der Steuerzahler in der EWWU über die Notenbankbilanz deutlich würden.¹⁷

Gerade um zu verhindern, dass eine solche schleichende, aber nur schwer umkehrbare Dynamik einsetzt, wäre es von besonderer Bedeutung, frühzeitig deutlich zu machen, dass sich die Geldpolitik diesbezüglich nicht vereinnahmen lässt und das Verbot der monetären Staatsfinanzierung durch die Notenbank strikt ausgelegt wird. Dies kollidiert aber potenziell in einer fiskalischen Krisensituation mit einer extensiven Betonung des Arguments von der Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus und der notwendigen Abwehr einer eventuellen Finanzmarktkrise. Die Geldpolitik erweckt dann den Eindruck, dass sie insofern für finanzpolitische Zwecke vereinnahmt werden kann, als unzureichendes finanzpolitisches Handeln kompensiert wird; die Entwicklung im Fall Griechenland (siehe nachstehende Box) ist hier ein warnendes Beispiel. Das Signal, unbegrenzte Staatsanleihekäufe als eine Option darzustellen, hat in diesem Kontext eine ebenso bedenkliche Signalwirkung wie das in der öffentlichen Diskussion häufig zu vernehmende Argument, rechtzeitiges sachgerechtes Handeln der Finanzpolitik sei faktisch ausgeschlossen, so dass nur noch die Geldpolitik handeln könne. Aus der scheinbaren Alternativlosigkeit wird hierbei geschlossen, dass die Geldpolitik handeln müsse, ungeachtet rechtlicher, ökonomischer und institutioneller Schranken. Geldpolitisches Handeln in einer solchen Situation kann den Eindruck bei den Regierungen verstärken, dass das Abwälzen des Handlungsdrucks auf die Geldpolitik eine aus nationaler Perspektive lohnende Strategie ist, weil die damit verbundenen politischen

¹⁷ Vgl. unter D.

Kosten verringert oder ganz verschoben werden können. Die Alternativlosigkeit des Handelns der Notenbanken wird so zur sich selbst erfüllenden Prophezeiung.

Die Liquiditätsbereitstellung an Griechenland

Die Liquiditätsbereitstellung des Eurosystems zur Deckung des Finanzierungsbedarfs in Griechenland stellt sich in besonderem Maße als problematisch dar und verdeutlicht die Übernahme fiskalischer Aufgaben durch die Geldpolitik. Der griechische Liquiditätsbedarf wurde über das Eurosystem finanziert, und zwar ungeachtet von Zweifeln an der Solvenz des Staates und der Banken. Zwar wurde tendenziell das Risiko aus der Liquiditätsbereitstellung vom Eurosystem auf die Bank of Greece übertragen, allerdings dürfte diese kaum in der Lage sein, etwaige Verluste in größerem Umfang tatsächlich eigenständig zu übernehmen. Für den Fall einer umfassenden Insolvenz Griechenlands und seines Bankensystems und insbesondere bei einem Austritt aus der Währungsunion, der im Verlaufe der sich in der Umsetzung des Anpassungsprogramms abzeichnenden politischen Spannungen keinesfalls zu jedem Zeitpunkt als unwahrscheinlich einzustufen war, hat sich das Eurosystem umfangreichen Verlustrisiken ausgesetzt.

Besonders gravierend erscheint, dass letztlich eine Finanzierung kaum mehr solventer Banken ohne adäquate Sicherheiten mittels ELA gestattet wurde, wobei die betroffenen Banken die erhaltenen liquiden Mittel auch zur Finanzierung des griechischen Staates eingesetzt haben. Die daraus erwachsende Problematik der Vereinnahmung der Geldpolitik durch die Finanzpolitik wurde bei der Vorgehensweise im Zusammenhang mit der drohenden Zahlungsunfähigkeit Griechenlands im August 2012 besonders deutlich:

- Die Umsetzung des griechischen Hilfsprogramms war erheblich hinter den Vorgaben zurückgeblieben, was auch im Nachgang durch den Beschluss eines neuen Programms bestätigt wurde.
- Die europäische Finanzpolitik verweigerte die Auszahlung der zugesagten Hilfsmittel, weil Konditionalitäten nicht eingehalten wurden.
- Griechenland hatte allerdings umfassenden Finanzierungsbedarf (insbesondere zur Refinanzierung fällig werdender Schuldtitel).
- Griechenland hatte offensichtlich beschlossen, den Finanzbedarf nicht durch fiskalische Maßnahmen zu befriedigen (z.B. durch einen Ausgabenstopp).
- Stattdessen hat Griechenland zusätzliche T-Bills emittiert. Dies lag allerdings nicht an einem grundsätzlich noch vorhandenen regulären Marktzugang. Vielmehr wurden diese T-Bills wohl weit überwiegend von griechischen Banken gekauft. Hier waren allerdings keine entsprechenden freien Liquiditätsreserven vorhanden, sondern es wurde bereits in spürbarem Umfang auf Liquiditätshilfen der Notenbank (ELA) zurück gegriffen.
- Die T-Bills konnten von den griechischen Banken nur erworben werden, weil das Eurosystem das Volumen der als Sicherheit für die Liquiditätsbeschaffung akzeptierten T-Bills ad-hoc stark ausgeweitet hatte. Somit konnten die griechischen Banken

zusätzliche griechische T-Bills kaufen, wobei sie sich umgehend bei der griechischen Notenbank refinanziert haben.

Die Geldpolitik hat somit die Finanzierung eines Staates durch die Bereitstellung von Liquidität ermöglicht, obwohl die Konditionalitäten eines fiskalischen Hilfsprogramms nicht eingehalten wurden und die Finanzpolitik die Auszahlung weiterer Hilfen gestoppt hatte. Diese Erfahrungen begründen auch Befürchtungen, dass der Umgang mit Konditionalität im Rahmen des OMT-Programms selbst in zweifelhaften Fällen nicht vor erheblichen Käufen – und damit Risikoumverteilungen durch die Bilanzen des Eurosystems – schützen wird.

Die vorstehenden Überlegungen betreffend eine monetäre Staatsfinanzierung gewähren sicher einen Interpretationsspielraum bei Käufen von Staatsanleihen am Sekundärmarkt. Aus unserer Sicht sind diese aus den folgenden Gründen kritisch zu bewerten:

- Wie bereits angeführt, unterscheiden sich die Staatsanleihekäufe anderer Zentralbanken von denen des Eurosystems dadurch, dass durch das Eurosystem gezielt Anleihen schlechterer Bonität erworben werden und somit die Bilanzrisiken deutlich höher sind. Zudem handelt es sich bei den Käufen anderer Zentralbanken um Anleihen von Bundesstaaten oder Zentralstaaten, bei denen die zentrale staatliche Ebene das Eigenkapital der ankaufenden Notenbank hält und Gewinne oder Verlust trägt, so dass die Käufe keine Umverteilung zwischen den Steuerzahlern verschiedener eigenverantwortlicher Mitgliedstaaten bewirken.
- Wenn das Eurosystem die Renditen (oder Zinsabstände) von Staatsanleihen eines Landes durch Käufe am Sekundärmarkt mehr oder weniger deckelt, wird sich dies auch auf den Primärmarkt – und damit auf Neuemissionen von Staatsanleihen – auswirken, weil die Finanzmarktteilnehmer sicher sein können, dass sie eine neu emittierte Anleihe jederzeit zu einem Mindestpreis an das Eurosystem verkaufen können. Damit sind die Finanzierungsbedingungen eines Staates teilweise von der Preisbildung am Finanzmarkt abgekoppelt, da diese durch den Eingriff des Eurosystems prädeterniniert werden.
- Dieses Problem spitzt sich zu, wenn ein Großteil der aktuellen Schuldenaufnahme eines Landes zeitnah vom Eurosystem gekauft wird und nicht erhebliche zeitliche Abstände zum Emissionszeitpunkt gewährleistet sind. Besteht ein spürbarer zeitlicher Abstand, so wäre die Aushebelung der Finanzmarktfinanzierung insofern abgeschwächt, als die Käufer noch ein Halterisiko über einen merklichen Zeitraum tragen und nicht davon ausgehen können, die erworbenen Anleihen zeitnah an das Eurosystem weiter reichen zu können. Je näher umgekehrt die Käufe zeitlich an die Primärmarktemission heranrücken und je größer die Ankaufvolumina des Eurosystems ausfallen, desto geringer wird das Restrisiko der ursprünglichen Käufer der Primärmarktemission. Im Extremfall verengt sich ihre Rolle dann darauf, die neu emittierten Anleihen mit kurzer Verzögerung an das Eurosystem durchzureichen; der

Kapitalmarktzugang des betreffenden Landes wäre dann größtenteils von den Marktkräften abgeschirmt.¹⁸

- Das Problem der Umgehung des Finanzmarktes stellt sich auch dann in besonderer Weise, wenn staatliche Banken oder Banken unter staatlicher Kontrolle oder gar der ESM / die EFSF zunächst als Primärmarktkäufer auftreten und die Anleihen nach einer kurzen Frist an das Eurosystem weitergereicht würden. Dies wäre umso kritischer, wenn die Banken zur Finanzierung wiederum auf umfangreiche Mittelbeschaffung bei der Notenbank angewiesen wären.¹⁹
- Die Käufe können überdies die Unabhängigkeit der Zentralbanken belasten, die eine zentrale Voraussetzung für die erfolgreiche Erfüllung ihrer Hauptaufgabe – die Wahrung der Preisniveaustabilität ist. Zum einen geschieht dies durch die Ausgestaltung der beabsichtigten Käufe von Staatsanleihen auf Sekundärmärkten, wonach notwendige Voraussetzung für derartige Käufe der Abschluss eines vollständigen makroökonomischen EFSF/ESM-Anpassungsprogramms oder eines vorbeugenden EFSF/ESM-Programms ist, das die Möglichkeit von EFSF/ESM-Primärmarktkäufen einschließt. Zum anderen bedeutet eine durch die konkrete Ausgestaltung und Begründung der Sekundärmarktkäufe zumindest im Raum stehende unbedingte Garantie des Fortbestehens der Eurozone in ihrer gegenwärtigen Zusammensetzung in letzter Konsequenz, dass auch eine vom Finanzmarkt unabhängige Finanzierung eines Landes erfolgen kann, um dessen weiteren Verbleib in der Währungsunion zu sichern. Dies gibt den betroffenen Regierungen ein besonderes Erpressungspotenzial gegenüber dem Eurosystem und gefährdet so die Unabhängigkeit der Geldpolitik.
- Zur Rechtfertigung des 2010 geschaffenen und zuletzt ruhenden SMP wurde angeführt, dass es sowohl dem Umfang als auch dem Volumen nach begrenzt war. Für das nunmehr beschlossene neue OMT-Programm zum Kauf von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt soll dies nicht gelten. So könnte insbesondere in Verbindung mit der genannten Garantie im Zeitverlauf die Verschuldung eines begünstigten Landes weitgehend in die Bilanz des Eurosystems gelangen. Damit könnte ein Staat die Notenbank als mit Abstand größten Gläubiger haben. Dies birgt die Gefahr, dass das Eurosystem nicht mehr frei in seinen geldpolitischen Entscheidungen ist, da die Insolvenz eines Mitgliedstaats die Glaubwürdigkeit des Eurosystems stark beschädigt.

¹⁸ Vgl. *Herrmann*, EuZW 2012, S. 805, 811.

¹⁹ Zwar ist die Refinanzierung öffentlicher Banken durch das Eurosystem im Einklang mit dem EU-Vertrag. Eine solche Vorgehensweise kann aber dann nicht mehr als gerechtfertigt angesehen werden, wenn öffentliche oder staatlich kontrollierte Banken dazu genutzt würden, das Verbot der Käufe am Primärmarkt zu unterlaufen. Wenn faktisch kaum ein privater Kapitalgeber mehr im Risiko für etwaige in der „Zwischenhalterphase“ entstehenden Verluste ist (sondern letztlich nur der Staat selbst als Eigner), liegt es nahe, dies – wie bei der Zwischenschaltung des ESM – als Unterlaufen des Verbots der monetären Staatsfinanzierung zu interpretieren.

C. TARGET2-Problematik

I. Warum sind die TARGET2-Salden für das Verfahren von Interesse?

Über die sogenannten TARGET2-Salden, die seit Ausbruch der Finanzkrise bei einzelnen nationalen Zentralbanken des Eurosystems entstanden sind, ist es in der Öffentlichkeit zu einer breiten Diskussion gekommen. Dabei geht es vor allem um deren Ursachen sowie um die mit den Salden verbundenen Risiken. Ansatz dieser Stellungnahme ist es, das TARGET2-System darzustellen und potentielle Risiken aufzuzeigen. Ausgangslage dieses Teils der Stellungnahme ist dabei, dass die Deutsche Bundesbank integraler Bestandteil des Eurosystems ist, das aus der Europäischen Zentralbank und den nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, besteht. Die Deutsche Bundesbank geht dabei davon aus, dass dieses System Bestand hat und Deutschland Teil der Währungsunion bleibt. Sie hat hierauf ihre Risikoüberlegungen abgestellt.

II. Was ist TARGET2?

Die nationalen Notenbanken des Eurosystems sind mit Eintritt in die dritte Stufe der Europäischen Währungsunion zwar nicht zu einer Zentralbank fusioniert worden, aber ihre geldpolitischen Kompetenzen wurden auf das Eurosystem übertragen. Mit der Einführung des Euro als Buchgeld im Jahr 1999 wurden somit die geldpolitischen Kompetenzen der Deutschen Bundesbank auf das Eurosystem übertragen. Die Festlegung der Geldpolitik erfolgt durch den EZB-Rat. Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens können nur durch den EZB-Rat beschlossen werden. Die Durchführung der Geldpolitik nehmen aber entsprechend dem Dezentralitätsprinzip nach wie vor die nationalen Notenbanken vor, Art. 12.1 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (im Folgenden: ESZB-Satzung). In diesem gegebenen institutionellen Rahmen besteht die Notwendigkeit, für die effiziente und zuverlässige geldliche Abwicklung der geldpolitischen Operationen zu sorgen. Ein sicheres und schnelles Zahlungsverkehrssystem, über das Zentralbankgeld im einheitlichen Währungsraum ohne Beschränkungen zur Verfügung gestellt, aber auch wieder absorbiert werden kann, war dafür unerlässlich. Hierzu wurde mit TARGET ein Zahlungsverkehrssystem eingerichtet, über das Zentralbankliquidität im einheitlichen Währungsraum ohne Beschränkungen transferiert werden kann. Zentralbankgeld wird den Banken hauptsächlich über Refinanzierungsgeschäfte, daneben aber unter anderem auch über den Aufbau von Wertpapierbeständen und Geschäften in eigener Verantwortung der nationalen Zentralbanken, zur Verfügung gestellt.

TARGET wurde am 4. Januar 1999 zunächst als Verbundsystem in Betrieb genommen. Hierfür wurden die nationalen RTGS-Systeme²⁰ durch eine Interlinking Komponente miteinander verbunden. Im Jahr 2007 wurde das Verbundsystem durch eine einheitliche technische Infrastruktur (TARGET2) abgelöst. Die zugrunde liegenden Entscheidungen des EZB-Rates und die entsprechende Ausgestaltung durch Leitlinien des EZB-Rates basieren auf Art. 22 der ESZB-Satzung. Diese Leitlinien²¹ wurden vom EZB-Rat gemäß Art. 12.1 der ESZB-Satzung erlassen und binden alle nationalen Zentralbanken des Eurosystems.

²⁰ Real-time Gross Settlement-Systems (Echtzeit-Bruttozahlungssysteme).

²¹ Leitlinie EZB/2007/2 und Leitlinie EZB/2011/NP17.

Deshalb sind alle Zentralbanken des Eurosystems rechtlich verpflichtet, an TARGET teilzunehmen.

Über TARGET2 fließen pro Tag im Durchschnitt rund 350 000 Zahlungen im Wert von knapp 2½ Billionen €. ²² Das entspricht in etwa dem deutschen Bruttoinlandsprodukt. Dabei hat sich das Eurosystem entschlossen, das für seine eigenen Bedürfnisse geschaffene System zur besseren Ausnutzung und im Rahmen seines Sorgeauftrages für den Zahlungsverkehr aus Art. 22 der ESZB-Satzung für andere Transaktionen der Teilnehmer neben der Abwicklung geldpolitischer Transaktionen zur Verfügung zu stellen. ^{23,24} Diesen Transaktionen können ganz unterschiedliche Geschäfte zugrunde liegen. Denkbar sind unter anderem die Zahlung einer Warenlieferung, der Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers, die Gewährung oder Rückzahlung eines fälligen Darlehens, die Geldanlage bei einer Bank und vieles mehr. TARGET2 dient dabei nicht ausschließlich der Abwicklung des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs. In der deutschen Komponente wurden bspw. 2011 rund sieben Zehntel der Zahlungen national und nur etwa drei Zehntel grenzüberschreitend abgewickelt. Es existieren dabei neben TARGET2 in Europa weitere Zahlungsverkehrssysteme mit zum Teil hohen Umsätzen (bspw. EURO1). Die verbleibenden Salden aus diesen privaten Zahlungsverkehrssystemen werden am Ende eines Geschäftstages auch über TARGET2 ausgeglichen, weil dieses Zahlungen sicher in Zentralbankgeld abwickelt, ²⁵ so dass auch die Ergebnisse aus diesen anderen Systemen in das TARGET2-System einfließen.

III. Wie kommt es zu TARGET2-Salden?

Aus der dezentralen Umsetzung der einheitlichen Geldpolitik im Euroraum resultiert, dass Zentralbankgeld grundsätzlich in verschiedenen Ländern entsteht und grenzüberschreitend in andere Länder fließen kann. Fließt den Kreditinstituten eines Mitgliedstaates in der Summe mehr Zentralbankgeld zu, entsteht bei der betreffenden nationalen Zentralbank im Ergebnis ein positiver Saldo, so zum Beispiel gegenwärtig bei der Deutschen Bundesbank. Fließt den Kreditinstituten eines Mitgliedstaates in der Summe weniger Zentralbankgeld zu, wie gegenwärtig zum Beispiel im Falle der Bank of Greece, so entsteht ein negativer Saldo. Dieser richtet sich im TARGET2-System nicht an eine andere nationale Zentralbank, sondern an die Europäische Zentralbank (EZB), weil die Rechtsbeziehungen zwischen den Zentralbanken so ausgestaltet sind, dass es zu einer echten Verrechnung kommt, wobei die EZB als Verrechnungsstelle zwischen den nationalen Zentralbanken wirkt. Die einzelnen Beziehungen zwischen den nationalen Zentralbanken und die zwischen ihnen im täglichen Verkehr auftauchenden Salden werden dadurch rechtlich beseitigt, so dass es nur noch auf ihre jeweiligen Verhältnisse zur EZB ankommt. Bilaterale Beziehungen zwischen Deutschland und den Peripherieländern erklären aber ohnehin nur einen geringen Teil der auftretenden Salden. Für die Entstehung zeichnen vielmehr komplexe multilaterale Transaktionen verantwortlich. Rechtlich gesehen handelt es sich um eine fortlaufende Abrechnung, bei der die täglich entstehenden Salden fortgeschrieben werden. Solange das

²² Zahlen nach Verlautbarung der EZB: <http://www.ecb.int/paym/t2/html/index.en.html>.

²³ TARGET2 hat 976 direkte Teilnehmer, 3.465 indirekte Teilnehmer und 13.083 Korrespondenten, <http://www.ecb.int/paym/t2/html/index.en.html>.

²⁴ Der Anteil von TARGET2 am Großbetragszahlungsverkehr in Euro beträgt betragsmäßig 91% und volumenmäßig 59%, <http://www.ecb.int/paym/t2/html/index.en.html>.

²⁵ <http://www.ecb.int/paym/t2/html/index.en.html>.

System Bestand hat, werden diese Salden täglich neu festgestellt. Im rechtlichen Sinne sind die Salden Forderungen von oder gegenüber der EZB, für die eine regelmäßige Erfüllung außerhalb des Zentralbankgeldkreislaufs nicht vorgesehen ist. Da das System von seinem Fortbestand ausgeht, sieht sein Regelwerk auch keine Kündigungsrechte vor, durch die man eine Fälligestellung dieser Forderungen bewirken könnte. Rechtlich sind die Beziehungen zwischen der EZB und den nationalen Zentralbanken unseres Erachtens nicht als Kreditgewährung im Sinne eines Kreditvertrages zu verstehen, insbesondere sind auch keine Kreditbedingungen ausgehandelt.

Da die beteiligten nationalen Zentralbanken Girokonten für die teilnehmenden Kreditinstitute an TARGET2 führen, können so durch die grenzüberschreitenden Liquiditätsströme, wie im Fall der Deutschen Bundesbank, Verbindlichkeiten der nationalen Notenbanken gegenüber den nationalen Bankensystemen und Forderungen gegenüber der EZB (TARGET-Salden) entstehen, wenn die Kreditinstitute Guthaben bei den nationalen Zentralbanken halten. Umgekehrt, etwa im Falle der Bank of Greece, kann die nationale Zentralbank Verbindlichkeiten gegenüber der EZB und Forderungen an Ihre nationalen Kreditinstitute, z.B. aus der Refinanzierung, haben.

Über TARGET2 selbst wird keine Liquidität bereitgestellt, und es werden keine Kredite vergeben. Der TARGET2-Saldo spiegelt vielmehr die dezentrale Umsetzung der geldpolitischen Entscheidungen des EZB-Rates und die Lage an den Geldmärkten wider und lässt somit grundsätzlich keine Beschränkung solcher Geldflüsse zu. In Normalzeiten haben sich die jeweiligen Salden durch Kapitalflüsse zwischen den nationalen Bankensystemen immer wieder ausgeglichen, weil Kapitalbedarf im einen Bankensystem durch Kreditvergaben aus einem Bankensystem mit Überschüssen ausgeglichen wird. Dementsprechend hat es von 1999 bis zum Ausbruch der Finanzkrise 2007 auch keine TARGET2-Salden gegeben, die auf grundsätzliche Probleme hingedeutet hätten.²⁶

IV. Sind die TARGET2-Salden mit Ausbruch der Finanzkrise betragsmäßig gewachsen?

Mit Beginn der Finanzkrise hat sich diese Situation grundlegend geändert. Seit 2007 sind im Eurosystem als Folge der Finanzkrise in größerem Umfang positive²⁷ und negative TARGET2-Salden entstanden. Durch Misstrauen der Banken untereinander erfolgte seither der Liquiditätsausgleich zwischen Kreditinstituten nicht mehr in der gewohnten Weise am Geldmarkt. Gleichzeitig wurde die marktmäßige Refinanzierung von Banken schwieriger und teurer. Manche Institute waren und sind weitgehend vom Markt abgeschnitten und nehmen für sie kostengünstige Liquiditätshilfen durch die Notenbanken in Anspruch, insbesondere seit das Misstrauen in Folge der Staatsschuldenkrise ganze nationale Märkte erfasste.

²⁶ Siehe die Entwicklung der sonstigen Forderungen der Deutschen Bundesbank an das Eurosystem unter Einschluss der TARGET-Salden – abrufbar unter: http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Statistiken/Aussenwirtschaft/Auslandspositionen_Bundesbank/S201ATB39697A.pdf?__blob=publicationFile – die von 1999 bis 2007 zwischen – 31 bis + 71 Mrd schwankten, teilweise aber nur im Bereich weniger Mrd. lagen.

²⁷ Siehe etwa für die Deutsche Bundesbank http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Statistiken/Aussenwirtschaft/Auslandspositionen_Bundesbank/S201ATB39697A.pdf?__blob=publicationFile.

Letztlich geht die aktuelle Entwicklung der TARGET2-Salden auf Zahlungsbilanzungleichgewichte in mehreren EWU-Staaten zurück; dabei können sowohl Leistungsbilanzdefizite als auch Kapitalexporte des Privatsektors eine Rolle spielen. Diese spiegeln sich in Liquiditätsabflüssen aus diesen Ländern wider, die letztlich durch das Eurosystem finanziert werden. Die höchsten Verbindlichkeiten aus TARGET2 gegenüber der EZB haben derzeit Spanien und Italien sowie die Programmländer Griechenland, Irland und Portugal. Neben Deutschland (mit 715 Mrd € am 30. November 2012), verfügen aktuell die Niederlande, Luxemburg und Finnland über größere TARGET2-Forderungen gegenüber der EZB. Die TARGET2-Salden waren im Verlauf des Jahres 2011 kräftig angestiegen, speziell in der zweiten Jahreshälfte, als sich die Finanz- und Staatsschuldenkrise weiter zugespitzt hatte. Nach einer weiteren deutlichen Ausweitung im ersten Halbjahr 2012, in welchem die Salden um mehr als 200 Mrd € angestiegen sind, bewegen sie sich seit Juni im Durchschnitt etwas oberhalb eines Niveaus von 1 000 Mrd €.²⁸ Die TARGET2-Forderungen der Deutschen Bundesbank pendelten in diesem Zeitraum um einen Wert von rund 740 Mrd €. Die insgesamt beobachtete Stabilisierung war allerdings von zum Teil erheblichen täglichen Schwankungen begleitet. Phasen, in denen die TARGET2-Salden vorübergehend nicht weiter gestiegen oder sogar zurückgegangen sind, hatte es im Verlauf der Finanz- und Staatsschuldenkrise schon mehrfach gegeben, so etwa 2009 oder im ersten Halbjahr 2011.²⁹

V. Konsequenzen

1. In den Überschussländern

Bankensysteme, denen über TARGET2 Zentralbankgeld zufließt, auch weil man ihre Heimatmärkte als sichere Häfen in der Staatsschuldenkrise ansieht, haben einen geringeren Bedarf an eigener Refinanzierung bei „ihrer“ Zentralbank. Institute in Deutschland haben daher ihr Refinanzierungsvolumen bei der Deutschen Bundesbank kontinuierlich verringert und verfügen mittlerweile per Saldo sogar über hohe Guthaben bei der Deutschen Bundesbank. Das weiter zufließende Zentralbankgeld wird von ihnen in die Einlagefazilität gegeben oder in liquiditätsabsorbierenden Operationen des Eurosystems angelegt. Es kommt zu einer Verlängerung der Bundesbankbilanz. Ein Verkauf von Aktiva, etwa von Währungsreserven, zur Kompensation des zufließenden Zentralbankgeldes ist nicht erforderlich, weil diesem der TARGET2-Saldo gegenüber der EZB als Aktivposten in der Bundesbankbilanz gegenübersteht, der insofern einen wichtigen Teil des deutschen Auslandsvermögens darstellt.³⁰

2. In den Defizitländern

Bei den Kreditinstituten in den Defizitländern schlugen sich die oben beschriebenen Liquiditätsabflüsse nieder. Sie haben allerdings im Gegensatz zur Vorkrisensituation auf Grund des Vertrauensverlustes keine Mittel mehr bei Kreditinstituten in den Überschussländern aufgenommen, weil diese hierzu nicht oder zumindest nicht zu günstigen Zinssätzen bereit waren.

²⁸ Summe aller TARGET2-Forderungen bzw. Summe aller TARGET2-Verbindlichkeiten.

²⁹ Übernommen aus Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, November 2012, S. 52.

³⁰ Schiesinger, ifo-Schnelldienst 16/2011, S. 9, 10.

Die Bankensektoren in den Defizitländern finanzierten sich daher bei ihrer Zentralbank, welche die Liquidität zu den gültigen Notenbankzinssätzen zur Verfügung stellte.

a) Vollzuteilung und erweiterter Sicherheitenrahmen des Eurosystems

Im Verlauf der Krise nahm die Nachfrage nach Notenbankfinanzierung stark zu und die Bereitstellung von Liquidität durch das Eurosystem wurde massiv ausgeweitet. So wurde reichlich Liquidität im Rahmen der Vollzuteilung bereitgestellt. Der Sicherheitenrahmen gegen den das Eurosystem Kreditinstituten Kredite zur Verfügung stellen darf - Art. 18.1 ESZB-Satzung lässt Kreditvergabe nur auf Grundlage angemessener Sicherheiten zu - wurde mehrfach gelockert, um mehr Liquidität zur Verfügung stellen und damit den Bedarf in den Defizitländern abdecken zu können. Diese Krisenmaßnahmen des Eurosystems waren kurzfristig gedacht, um das Finanzsystems unter erschwerten Bedingungen funktionsfähig zu halten. Ohne die zusätzliche Liquiditätsbereitstellung wären extrem kurzfristige Anpassungsprozesse eingetreten. Es stellte sich heraus, dass nicht nur einzelne Kreditinstitute betroffen waren, sondern zunehmende Zahlungsabflüsse aus dem gesamten Bankensystem ausgeglichen wurden. So wurde einerseits ein zeitlich gestreckter Ablauf der notwendigen Anpassungen in den Peripherieländern unterstützt. Andererseits wurden zunehmend bilanzielle Risiken übernommen, da die Anforderungen an Solvenz der Geschäftspartner und Sicherheiten deutlich herunter genommen wurden. Hier wurden die Grenze zwischen Liquiditäts- und Solvenzsicherung verschoben und die Aufgaben der Geldpolitik sehr weit ausgedehnt.

b) ELA

Diese Situation wurde noch dadurch verstärkt, dass in Schwierigkeiten geratene Kreditinstitute neben dieser regulären Quelle für Zentralbankgeld zusätzlich Notfallliquidität (sogenannte Emergency Liquidity Assistance: ELA) der nationalen Zentralbanken in Anspruch genommen haben. Diese ist ein traditionelles Instrument der Zentralbanken, das nach Art. 14.4 ESZB-Satzung als andere nicht in der ESZB-Satzung bezeichnete Aufgabe angesehen wird und die deshalb von den nationalen Zentralbanken in eigener Verantwortung vergeben werden kann. Auch solche Bereitstellung von Notfallliquidität ist zu besichern. Allerdings gelten hierfür wegen der eigenen Verantwortung der jeweiligen Zentralbank nicht die gemeinsamen Sicherheitenanforderungen des Eurosystems für die Geldpolitik. Folglich kann auf dieser Basis flexibler Kredit gewährt werden. Um nicht mit beihilferechtlichen Vorschriften der EU zu kollidieren, ist dies aber nur zur Deckung eines vorübergehenden Liquiditätsbedarfs für illiquide aber nicht insolvente Kreditinstitute zulässig. Die Gewährung von Notfallliquidität durch die nationalen Zentralbanken liegt nicht vollständig außerhalb der Kontrolle des EZB-Rats. Gemäß Art. 14.4 der ESZB-Satzung kann der EZB-Rat mit Zweidrittelmehrheit feststellen, dass die ELA-Gewährung nicht mit den Zielen und Aufgaben des ESZB vereinbar ist, so dass die nationale Zentralbank die Vergabe von ELA nicht mehr wahrnehmen könnte. Faktisch werden derzeit umfangreiche ELA-Hilfen auch über längere Zeiträume gewährt, und beispielsweise nimmt der griechische Bankensektor in erheblichem Umfang ELA der griechischen Zentralbank in Anspruch.

3. Möglichkeiten zur Umkehr dieser Entwicklung

Im Eurosystem lässt sich ein Anwachsen der Salden dadurch begrenzen, dass die starke Inanspruchnahme der Notenbank-Refinanzierung durch einzelne Kreditinstitute zurückgeführt wird. Die Deutsche Bundesbank hat darauf wiederholt hingewiesen. Dazu müsste der Sicherheitenrahmen des Eurosystems durch einen Mehrheitsbeschluss des EZB-Rats wieder konsequenter eingegrenzt werden. Gleichzeitig müssten die entsprechenden Kreditinstitute entweder rekapitalisiert oder gegebenenfalls abgewickelt werden, wenn sie ohne die besondere Zentralbankrefinanzierung nicht überlebensfähig sind. Über die Übernahme von Risiken durch eine Bereitstellung von Finanzmitteln an insolvenzgefährdete Banken sollte letztlich die Finanzpolitik entscheiden. Die seit Mitte 2012 anhaltende Seitwärtsbewegung der TARGET2-Salden bedeutet nicht, dass die Problemlage grundsätzlich entschärft wäre. Dennoch zeigt sich hier, dass insbesondere der zusätzliche externe Finanzierungsbedarf der Peripherieländer aktuell nicht (mehr) primär über die nationalen Notenbanken gedeckt wird. Dabei zeigen vor allem Länder, die Mittel aus den Hilfsprogrammen erhalten, schon seit längerem keine merklich ansteigenden (negativen) TARGET2-Salden mehr.³¹

Maßnahmen zur direkten Begrenzung oder Besicherung der TARGET2-Salden sind derzeit nicht vorgesehen; sie könnten als Änderung der TARGET-Leitlinie nur mit Mehrheit im EZB-Rat eingeführt werden. In jedem Falle dürften solche Maßnahmen nicht zu einer Segmentierung des Geldmarktes beitragen oder zu einer Beschränkung des freien Kapitalverkehrs führen.

Auch bei der US-amerikanischen Fed kann es, in deren Zahlungsverkehrssystem Fedwire, zum Aufbau von Salden kommen. Diese werden dort im sogenannten Interdistrict Settlement Account (ISA) gebucht. Der in der Regel nur teilweise Ausgleich der ISA-Salden erfolgt dadurch, dass die Fed jeweils im April eines Jahres, abhängig von der durchschnittlichen Veränderung der Salden in den vergangenen zwölf Monaten, eine Umverteilung von Wertpapierbeständen im sogenannten System Open Market Account (SOMA) vornimmt. Für eine Überschuss-Fed steigt dadurch der Bestand an Wertpapieren, und ihre ISA-Forderung sinkt entsprechend.³² Ein solcher Ausgleich ist auf das TARGET2-System nicht ohne Weiteres zu übertragen, weil das Eurosystem Geldpolitik im Gegensatz zur Fed im Wesentlichen nicht durch Ankäufe von Wertpapieren („Outright Transactions“), sondern durch Kreditgewährung gegen Verpfändung von Wertpapieren dezentral durch die nationalen Zentralbanken durchführt. Die nationalen Zentralbanken können diese Wertpapiere nicht untereinander übertragen, da sie an das jeweilige Kreditverhältnis gebunden sind. Außerdem sind diese Ankäufe in den USA im Wesentlichen auf Bundestitel, jedenfalls auf marktgängige Wertpapiere hoher Qualität gerichtet. Für die Zentralregierung in den Vereinigten Staaten ist die Umverteilung der zinstragenden Papiere im SOMA praktisch irrelevant, da nach Ausschüttung einer Dividende von 6% auf das eingezahlte Kapital an die Mitgliedsbanken

³¹ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht November 2012, S. 52.

³² Krämer, Wirtschaftswoche vom 18.02.2012, S. 38 und Board of Governors of the Federal Reserve System (2012), Financial Accounting Manual for Federal Reserve Banks, 40.40 SOMA Participation, Revision Set 52, July 2012.

der Distrikt-Feds der Gewinn aller Distrikte an das US-Finanzministerium ausgeschüttet wird (etwa 98% des ausgeschütteten Gewinns im Jahr 2011).³³

VI. Welche Aussagekraft haben TARGET2-Salden?

TARGET2-Salden sind so ein gutes Instrument zur Beurteilung der Lage im Bankensektor der verschiedenen Länder. Sie spiegeln Zahlungsbilanzungleichgewichte (aus Leistungs- und Kapitalverkehr) wider, die durch vergleichsweise kostengünstige Notenbankfinanzierung ausgeglichen wurden. Fließt den Banken eines Landes in der Summe Zentralbankgeld zu, entsteht bei der betreffenden nationalen Zentralbank im Ergebnis ein positiver Saldo – so zum Beispiel bei der Deutschen Bundesbank. Fließt aber Zentralbankgeld in Summe aus einem Bankensektor ab, so entsteht ein negativer Saldo – so zum Beispiel bei der Bank of Greece.

VII. Risiken aus den TARGET2-Salden

1. Fortbestand des Eurosystems

Solange das Eurosystem unverändert besteht, gibt es keine unmittelbaren Risiken aus TARGET2-Salden, sondern aus den oben beschriebenen Maßnahmen zur Liquiditätsbereitstellung. Wenn das Vertrauen in den Bankensektor im Euro-Raum und in die einzelnen Banken wiederhergestellt ist und Banken, die derzeit große Liquiditätsprobleme haben, saniert oder aus dem Markt ausgeschieden sind, sollten die Spannungen an den Finanzmärkten zurückgehen. Die Rekapitalisierung solventer und die Abwicklung nicht überlebensfähiger Banken ist hierfür eine zentrale Voraussetzung. Zudem müssen die Länder, die Vertrauen an den Kapitalmärkten verloren haben, ihre strukturellen Defizite beheben und ihre Wettbewerbsfähigkeit stärken, um damit ihre öffentlichen Finanzen und ihre Leistungsbilanzsituation zu verbessern und um für privates Kapital wieder attraktiv zu werden. Sobald das der Fall ist, ergeben sich ausgleichende Kapitalströme zwischen den nationalen Märkten des Eurogebiets, die die Salden potenziell zurückführen.

2. Risiken in Folge des Ausscheidens eines Mitgliedstaats aus der Währungsunion

Ein in der Öffentlichkeit diskutierter hypothetischer Fall, in dem sich Teile der negativen TARGET2-Salden in bilanzwirksamen Risiken manifestieren könnten, ist das Ausscheiden eines Mitgliedstaats aus der Währungsunion. Ein Austritt ist im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) nicht geregelt, würde aber, auch wenn dies im Regelwerk von TARGET2 ebenfalls nicht vorgesehen ist, zu einem Ausscheiden der betreffenden Zentralbank aus dem TARGET2-System in ihrem gegenwärtigen Status führen. In einem solchen Falle werden die Forderungen der EZB gegenüber der nationalen Zentralbank des ausscheidenden Mitgliedstaats aus den TARGET2-Salden fällig. Mögliche Aufrechnungen gegen Rückforderungen aus eingezahltem Kapital und übertragenen Währungsreserven sind

³³ Im Jahr 2011 flossen 1,6 Mrd \$ an die Banken der Distrikte und 76,9 Mrd \$ an die Zentralregierung. (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/other/20120110a.htm>).

angesichts der Größenordnungen eher vernachlässigbar. Kann die ausscheidende Zentralbank ihre Verbindlichkeiten nicht tilgen, müsste für die verbliebene Differenz eine Regelung gefunden werden. Dabei stehen diesen Verbindlichkeiten der nationalen Zentralbank gegenüber der EZB zwar grundsätzlich Forderungen gegen ihre nationalen Kreditinstitute gegenüber, die im Rahmen der geldpolitischen Refinanzierung auch besichert sind. Auf diese Sicherheiten hat die EZB als Gläubiger des TARGET2-Saldos jedoch keinen direkten Rückgriff; im Rahmen der dezentralen Organisation der Geldpolitik werden Sicherheiten im Verhältnis zur nationalen Zentralbank dieser als Vertragspartner gestellt. Außerdem ist in einem solchen Szenario nicht notwendiger Weise ein Verwertungsfall für die Sicherheiten gegeben, weil sich das nationale Kreditinstitut nicht im Zahlungsverzug gegenüber seiner Zentralbank befinden muss. Der Wert der Sicherheiten in Euro gerechnet dürfte in einem solchen Fall allerdings auch relativ begrenzt sein.

Am Ende wird in einem solchen Fall für die Höhe etwaiger Verluste entscheidend sein, inwieweit die ausscheidende Zentralbank (oder die Regierung des Landes) die Schulden tatsächlich begleichen kann bzw. will. Buchungstechnisch müsste die Restforderung bei der EZB erst abgeschrieben werden, wenn sie endgültig uneinbringlich wäre. Durch die Abschreibung, bzw. schon zeitlich vorgelagert bei der Bildung einer entsprechenden Rückstellung im Falle eines sich abzeichnenden Abschreibungsbedarfs, entsteht bei der EZB ein bilanzwirksamer Verlust. Das Risiko liegt somit zunächst primär bei der EZB. Ungeachtet der zeitlichen Verteilung der jeweiligen Zahlungsströme werden die im Eurosystem entstehenden Verluste ökonomisch gesehen aber am Ende durch die Steuerzahler der verbliebenen Mitgliedstaaten getragen werden müssen.

Die Höhe der TARGET2-Forderungen der Deutschen Bundesbank ist unter Risikogesichtspunkten nur in einem Szenario relevant, das den Austritt Deutschlands aus oder den Zerfall der Währungsunion unterstellt. Dabei wäre die Werthaltigkeit der Forderungen abhängig von der Bereitschaft zu einer Verhandlungslösung auf europäischer Ebene. Wie eingangs bereits erwähnt, geht die Deutsche Bundesbank davon aus, dass das Eurosystem fortbesteht und Deutschland Teil der Währungsunion bleibt. Sie stellt ihre Risikoüberlegungen hierauf ab.

D. Risiken für den Bundeshaushalt

I. Allgemeine Risiken der Geldpolitik

Voraussetzung zur Teilnahme an Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems ist zum einen die Solvenz des Geschäftspartners; zum anderen die Bereitstellung ausreichender Sicherheiten. Daraus ergibt sich im traditionellen Zentralbankgeschäft eine Doppelsicherung, indem es nur zu Verlusten kommen kann, wenn sowohl ein Geschäftspartner ausfällt, als auch die von ihm gestellten Sicherheiten sich bei einer Verwertung als unzureichend erweisen. Bei einer angemessenen Sicherheitenstellung im Sinne des Art. 18.1 der EZB-Satzung sollten Verluste normalerweise nicht eintreten. Üblicherweise entstehen aus der Refinanzierung für das Eurosystem deshalb Gewinne. Die Refinanzierung kann auf Grund des Dezentralitätsprinzips und der grundsätzlich einheitlichen Sicherheiten überall im

Eurosystem erfolgen. Wenn nun die nationalen Zentralbanken diese Gewinne vereinnahmen könnten, würde eventuell ein Wettlauf im Eurosystem um diese Refinanzierungsgeschäfte entstehen. Um dies zu vermeiden, werden die Gewinne aus den Refinanzierungsgeschäften nach Art. 32 ESZB-Satzung unter den nationalen Zentralbanken nach dem Kapitalschlüssel aufgeteilt.³⁴

Umgekehrt werden entstehende Verluste aus Refinanzierungsgeschäften im Regelfall als Gegenstück zu dieser Gewinnverteilung auf Beschluss des EZB-Rats von den nationalen Zentralbanken gemäß ihrem Kapitalanteil an der EZB getragen. Das beruht darauf, dass die nationalen Zentralbanken auf die Auswahl der Sicherheiten keinen Einfluss haben, da diese vom EZB-Rat für das gesamte Eurosystem gemeinschaftlich festgelegt werden. Darüber hinaus gibt es nicht-geldpolitische Refinanzierungsgeschäfte, die von der Risikoteilung ausgeschlossen sind. Dazu zählt beispielsweise die kurzfristige Gewährung von Liquiditätshilfen (ELA) durch eine nationale Zentralbank, für die diese die Sicherheiten grundsätzlich in eigener Verantwortung auswählt.

Im Zusammenhang mit der Krise hat die EZB die Anforderungen an Sicherheiten für geldpolitische Refinanzierungsgeschäfte erheblich abgesenkt. Dies hat eine umfassende Liquiditätsbereitstellung im Wege der Vollzuteilung³⁵ und die langfristige Bereitstellung von Liquidität an Kreditinstitute ermöglicht. Dies führt dazu, dass Risiken aus Operationen resultieren, durch die Zentralbankliquidität geschaffen wird, denn durch die beschriebene Erweiterung der Sicherheitenliste werden höhere Ausfallrisiken für diese Sicherheiten in Kauf genommen. Trotz erhöhter Sicherheitsabschläge ist dadurch gegebenenfalls nicht mehr sichergestellt, dass Verluste voll aufgefangen werden können.

Die vom EZB-Rat getroffenen Beschlüsse zur Verlustverteilung bleiben in Kraft, so dass die finanziellen Risiken, welche durch die erweiterten geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte entstehen, von den nationalen Zentralbanken gemäß ihrem Kapitalanteil grundsätzlich zu übernehmen sind, unabhängig davon, bei welcher nationalen Zentralbank die Verluste entstehen sollten.

Hinzu kommt der Aufbau von geldpolitisch begründeten Wertpapierportfolios. Diese werden bei den Eurosystem-Zentralbanken im Verhältnis des sogenannten Banknotenverteilungsschlüssel³⁶ aufgebaut, was bedeutet, dass die EZB 8 % selbst übernimmt und sich der Rest der Bestände auf die nationalen Zentralbanken des Eurosystems nach ihrem Kapitalschlüssel an der EZB verteilt. Sollten solche Wertpapiere, etwa die Bestände an griechischen Staatsanleihen, ausfallen, sind die Risiken hieraus also ebenfalls nach dem Kapitalschlüssel verteilt. Dies schlägt sich auch in einer erhöhten Risikovorsorge seitens der Deutschen Bundesbank nieder, die zu einer geringeren Gewinnausschüttung an den Bund führt.

³⁴ Dies ist auch ein Grund, warum die TARGET2-Salden mit dem Refinanzierungssatz verzinst werden, somit demselben Satz, der auch direkt für die Refinanzierung anfällt. So werden Erträge zu der nationalen Zentralbank entsprechend den Kapitalanteilen an der EZB übertragen, zu der das geschöpfte Zentralbankgeld geflossen ist.

³⁵ Presseerklärung der EZB vom 15. Oktober 2008.

³⁶ Der Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 13. Dezember 2010 über die Ausgabe von Euro-Banknoten, ABl. vom 9.2.2011, L35/26, legt in seinem Anhang I den Banknoten-Verteilungsschlüssel ab dem 1. Januar 2011 fest, der nach Art. 4 Abs. 1 des Beschlusses für die Verteilung des Gesamtwerts der ausgegebenen Banknoten unter den Teilnehmern des Eurosystems angenommen wird.

II. Verluste im Eurosystem in der bilanziellen Betrachtung

Wenn bei Zentralbanken des Eurosystems aufgrund der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) ein Verlust festgestellt wird, wird dieser wie folgt behandelt:

1. Verlust der EZB

Tritt ein Verlust unmittelbar bei der EZB auf, ist dieser nach Art. 33.2 der ESZB-Satzung aus dem allgemeinen Reservefonds und den Rückstellungen der EZB auszugleichen. Reichen diese Mittel zur Tragung eines Verlustes nicht aus, können die nationalen Zentralbanken als Kapitaleigner zum Ausgleich verbleibender Verluste der EZB im EZB-Rat mit Kapitalmehrheit (entsprechend Art. 10.3 der ESZB-Satzung) entscheiden, dass die an sie zu verteilenden monetären Einkünfte bei der EZB verbleiben. Eine weitergehende Verlustübernahme durch die nationalen Zentralbanken ist in der ESZB-Satzung nicht vorgesehen. Eine Verlustbeteiligung würde sich bei den nationalen Notenbanken gewinnmindernd auswirken.

Eine Pflicht der nationalen Zentralbanken, einen bestehenden Verlust auszugleichen, besteht nicht. Zwar sind die nationalen Zentralbanken zur Einzahlung eines Betrages entsprechend ihrem gezeichneten Anteil am EZB-Kapital verpflichtet, wenn das Nominalkapital der EZB erhöht werden sollte; doch der zum Zweck einer Kapitalerhöhung geleistete Betrag kann nicht direkt für den Verlustausgleich verwendet werden. Ein Verlust kann insoweit nur mittelbar verringert werden, indem aus den Gewinnen zusätzliche Rückstellungen gebildet werden können.

Für den Fall, dass etwaige Verluste der EZB nach diesem Verfahren nicht getilgt werden, muss die EZB in ihrem Jahresabschluss damit einen Verlustvortrag ausweisen, bis der Verlust durch künftige Gewinne der EZB oder durch künftiges monetäres Einkommen der nationalen Zentralbanken des Eurosystems aufgrund entsprechender Beschlüsse des EZB-Rats abgedeckt ist.

2. Verlust einer nationalen Zentralbank des Eurosystems

Treten bei einer nationalen Zentralbank des Eurosystems Verluste aus geldpolitischen Geschäften ein, kann der EZB-Rat beschließen, die nationalen Zentralbanken für diese Verluste zu entschädigen. Die Entschädigung kann nach Art. 32.4 ESZB-Statut mit den Erträgen aus dem monetären Einkommen der nationalen Zentralbanken verrechnet werden.

Tritt aufgrund des eurosysteminternen Verlustverteilungsmechanismus oder aus anderen Gründen ein Verlust für die einzelne nationale Zentralbank ein, kann sie auf ihre laufenden Einkünfte sowie ihre eigenen Rückstellungen und bei einem sich aus der GuV ergebenden Verlust auf ihre Rücklagen zurückgreifen. Der Gesamtbetrag der Wagnisrückstellungen der Deutschen Bundesbank betrug zum 31. Dezember 2011 EUR 7,709 Mrd. Die Höhe der Rücklagen der Deutschen Bundesbank entspricht der in § 27 Nr. 1 BbankG festgelegten Obergrenze von EUR 2,5 Mrd.

Für den Fall, dass die Verluste einer nationalen Zentralbank des Eurosystems hiernach insgesamt nicht getilgt werden, muss diese nationale Zentralbank im Jahresabschluss einen Verlustvortrag ausweisen, bis der Verlust durch künftige Gewinne abgedeckt wird.

Eine Verpflichtung der Eigner der nationalen Zentralbanken – in den meisten Mitgliedstaaten des Eurosystems sind dies wie in Deutschland die jeweiligen Staaten – Verluste der Zentralbanken unmittelbar auszugleichen, besteht nicht. Ein Nachschuss kann allerdings dann erforderlich werden, wenn ein hoher Verlustvortrag über viele Jahre fortgeschrieben werden müsste. Nach den Konvergenzberichten der EZB wird jedenfalls dann eine Ausgleichspflicht angenommen, wenn durch Höhe und Nachhaltigkeit der Verluste Zweifel an der Fähigkeit der nationalen Zentralbank bestehen, ihre Aufgaben erfüllen zu können (gleiches ist aber auch für einen umfangreichen Verlustvortrag der EZB anzunehmen). Hierzu führt die EZB in ihrem Konvergenzbericht aus:

„Aus all den vorgenannten Gründen bedeutet finanzielle Unabhängigkeit auch, dass eine NZB stets über ausreichend Eigenkapital verfügen muss. Insbesondere ist jegliche Situation zu vermeiden, die dazu führt, dass das Nettoeigenkapital einer NZB über einen längeren Zeitraum hinweg geringer als ihr Grundkapital oder gar negativ ist. Hierzu zählen auch Fälle, in denen Verluste, die Kapital und Rücklagen übersteigen, vorgetragen werden. Dies kann negative Auswirkungen auf die Fähigkeit der NZB haben, ihre Aufgaben im Rahmen des ESZB, aber auch ihre nationalen Aufgaben wahrzunehmen. Darüber hinaus kann eine solche Situation die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik des Eurosystems beeinträchtigen. Sofern das Nettoeigenkapital einer NZB ihr Grundkapital unterschreitet oder sich gar ins Negative kehrt, muss daher der jeweilige Mitgliedstaat die NZB innerhalb eines vertretbaren Zeitraums mit einem angemessenen Kapitalbetrag mindestens bis zur Höhe des Grundkapitals ausstatten, um dem Grundsatz der finanziellen Unabhängigkeit zu entsprechen.“³⁷

Sollte die Risikovorsorge der Deutschen Bundesbank also durch Verluste aus den genannten geldpolitischen Geschäften aufgezehrt werden, so kann dies zu Verlusten der Deutschen Bundesbank führen, die ausgewiesen werden müssen. In einem solchen Fall würde der Bund als Kapitaleigner vor die Frage gestellt, ob er die Verluste der Deutschen Bundesbank ausgleicht, um ihr eine ausgeglichene Bilanz zu ermöglichen, was je nach dem Volumen der betreffenden Verluste erhebliche Verpflichtungen für den Bundeshaushalt begründen kann, aber zum Erhalt einer Stabilitätsunion als unumgänglich angesehen werden könnte. Der Bundestag müsste dann entsprechende Mittel bewilligen.

III. Die Wirkung von Verlusten des Eurosystems auf den Bundeshaushalt in ökonomischer Betrachtung

Eine Notenbank hat grundsätzlich die Möglichkeit, Geld zu schaffen und könnte letztlich den Staatshaushalt jederzeit durch Mittelzuführung entlasten, unabhängig von etwaigen eigenen Gewinnen oder Verlusten. Allerdings ist dem Eurosystem zum einen die Staatsfinanzierung verboten. Zum anderen ist die Währungsunion als Stabilitätsunion konzipiert, das heißt, der geldpolitische Kurs ist nicht durch den Finanzbedarf des Staates, sondern durch die stabilitätspolitischen Erfordernisse vorgeprägt.

³⁷ EZB-Konvergenzbericht, Mai 2012, S. 28/29.

Die Staatshaushalte der Mitgliedstaaten sind letztlich finanziell mit dem Eurosystem verbunden. Gewinne der nationalen Zentralbanken werden an den jeweiligen Mitgliedstaat abgeführt, während bei Verlusten der Fiskus in dem betreffenden Jahr und gegebenenfalls auch in Folgejahren auf Abführungen verzichten und bei übermäßigen Verlusten unter Umständen sogar eine Rekapitalisierung leisten muss. Somit schlagen sich Verluste über die Bundesbank im Bundeshaushalt nieder. Dabei kann es im Hinblick auf den Zeitpunkt der Zahlungswirksamkeit zu Verzögerungen kommen, wenn z.B. ein Gewinn einbehalten, ein Verlustvortrag vorgenommen oder ein Verlust (zunächst) nur bei der EZB bilanzwirksam wird. Bei einem gegebenen, stabilitätsorientierten geldpolitischen Kurs macht es aber für den Bundeshaushalt ökonomisch keinen Unterschied, wann etwaige Verluste (beispielsweise aus Staatsanleihekäufen) kassenwirksam werden. Eine zeitnahe Rekapitalisierung durch den Bund würde dann notwendig, wenn durch hohe Verluste die Glaubwürdigkeit der Notenbank untergraben würde, das Ziel der Preisstabilität weiterhin als vorrangig anzusehen. Im Ergebnis würden Verluste aus Staatsanleihekäufen des Eurosystems somit die langfristige Tragfähigkeit der Staatsfinanzen ebenso belasten wie Verluste der EFSF oder des ESM und entsprechend den finanziellen Handlungsspielraum des Bundes einschränken. Sie unterscheiden sich diesbezüglich in ihren Wirkungen nicht wesentlich von Sekundärmarktkäufen der EFSF oder des ESM, die aber der Zustimmung der Parlamente und einer möglichen gerichtlichen Überprüfung unterliegen.

Es wird mitunter argumentiert, die Verluste für den Bundeshaushalt würden noch höher ausfallen, wenn das Eurosystem nicht mit Sekundärmarktkäufen stabilisierend eingriffe und so eine weitere Zuspitzung der Krise vermiede. Folgerichtig im Sinne der Leitprinzipien der EWWU wäre es aber zumindest, wenn über das Volumen und die Ausgestaltung der Hilfeleistungen für hilfebedürftige Mitgliedstaaten grundsätzlich im Rahmen von ESM/EFSF entschieden würde. Die Entscheidung wäre damit bei den nationalen Regierungen und Parlamenten angesiedelt, um die Trennlinie zwischen Finanz- und Geldpolitik nicht weiter verschwimmen zu lassen und die Handlungsfähigkeit der Geldpolitik bei der Sicherung ihres Primärziels Preisniveaustabilität zu wahren. So können die Entscheidungen über die einzelnen Hilfsmaßnahmen zu Gunsten bestimmter Länder auch konsistent in die laufende Diskussion über die grundsätzliche Ausrichtung und Weiterentwicklung der Währungsunion eingebettet werden. Entscheidungen über die Ausgestaltung umfangreicher Haftungsübernahmen, von angemessenen Kontrollmechanismen oder auch von Eingriffsrechten in die nationale Budgetsouveränität, beispielweise im Rahmen einer Fiskalunion, sollten grundsätzlich gemeinsam behandelt werden. Durch möglicherweise umfangreiche Anleihekäufe des Eurosystems, die durch die Ankündigung prinzipiell unlimitierter Käufe nicht ausgeschlossen sind, droht die Schrittfolge hier durcheinander zu geraten. So ginge das Eurosystem mit Staatsanleihekäufen in Vorleistung und triebe die Vergemeinschaftung von Risiken voran, ohne dass dem eventuell für wünschenswert erachtete umfassendere Eingriffsrechte gegenüber stünden. Damit steigt die Gefahr, dass das Ungleichgewicht zwischen Haftung und Kontrolle verstärkt wird.