

Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.
Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW Berlin)
und Humboldt-Universität zu Berlin
Mohrenstraße 58
D – 10117 Berlin
mfratzscher@diw.de
10. Juni 2013

Stellungnahme

Zum Währungspolitischen Mandat der EZB sowie den möglichen Auswirkungen von Maßnahmen der EZB auf die nationalen Haushalte

Bundesverfassungsgericht, Verfahren 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1439/12, 2BvR 1824/12, 2BvE 6/12

am 11.-12. Juni 2013

1. Die Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) seit 2007, auch das angekündigte OMT-Programm, sind primär geldpolitische Maßnahmen, die in erster Linie auf das Ziel der Preisstabilität in der Eurozone abzielen. Auch wenn sie signifikante Auswirkungen auf die Finanzstabilität und auf die Finanzpolitik der Länder der Eurozone haben, gibt es keine Belege, dass sie von der EZB primär auf diese zwei Ziele ausgerichtet sind.

A. Preisstabilität als Motivation für die Maßnahmen der EZB

Die Preisstabilität war in den Mitgliedsländern der Eurozone - auch in Deutschland - noch nie so gefährdet wie seit der globalen Finanzkrise in den Jahren 2007-2008. Seitdem durchlebte die Eurozone im Jahr 2009 eine kurze Phase von Deflation, also fallenden Preisen, und anschließend eine Periode mit erhöhter Inflation. Diese starken Preisschwankungen hatten zwei Ursachen: Zum einen haben enorme Schocks, sowohl globaler Natur (wie die Lehman-Pleite im September 2008) als auch europäischen Ursprungs (Staatsschuldenkrisen und Bankenkrisen), sich massiv auf die Wirtschaft der Eurozone ausgewirkt.

Zum zweiten gibt es klare Belege, dass der geldpolitische Transmissionsmechanismus in manchen, jedoch nicht allen Mitgliedsländern nur unzureichend funktioniert, also nicht sichergestellt ist, dass von der EZB ausgegebenes Geld in ausreichendem Umfang bei Unternehmen und privaten Haushalten ankommt. Vor allem kleine und mittelständische Unternehmen in Krisenländern (Griechenland, Italien, Irland, Portugal, Spanien, Zypern) können noch immer nur unzureichend oder mit hohen Aufschlägen an Kredite kommen, um Investitionen und andere Ausgaben zu tätigen. Der Grund liegt in der Störung verschiedener Funktionskanäle, da sowohl das Kreditangebot von Banken (Kreditkanal) als auch der Preis der Kredite (Zinskanal) nur noch sehr begrenzt von der EZB gesteuert werden kann.

Für das Mandat der EZB bedeutet dies, dass sie nur noch eine sehr begrenzte direkte Kontrolle über das Erreichen ihres Primärziels der Preisstabilität – definiert als Veränderung des Harmonisierten Indexes der Verbraucherpreise (HIVP) von nahe unter zwei % über die mittlere Frist – durch konventionelle Maßnahmen wie die Veränderung des Leitzinses ausüben kann. Seit 2007 und vor allem seit 2010 versucht die EZB deshalb, dieses unzureichende Funktionieren des geldpolitischen Transmissionsmechanismus mit einer Reihe von unkonventionellen Maßnahmen zu bekämpfen. Dazu zählen die Erhöhung und Verlängerung der Liquiditätsvergabe an Banken, die Ausweitung des Sicherheitenrahmens, die Vergabe von US-Dollar-Liquidität sowie Ankaufprogramme von Covered Bonds (CBPP) und von Staatsanleihen (SMP). Die EZB hat zudem den kurzfristigen Refinanzierungszins für Banken von 4,25 % im Juli 2008 auf gegenwärtig 0,5 % gesenkt.

Diese Maßnahmen konnten das Funktionieren des geldpolitischen Transmissionsmechanismus in der Eurozone jedoch nur begrenzt verbessern. Trotz dieser Maßnahmen nahmen die Spannungen in den Finanzmärkten im Frühjahr und Sommer 2012 wieder deutlich zu. Vor allem die Renditen auf Staatsanleihen der sechs Krisenländer stiegen erneut auf Werte, die es fragwürdig erscheinen ließen, ob die Staatsfinanzen dieser Länder mittelfristig weiterhin nachhaltig sind. Daraufhin erfolgte die Ankündigung des OMT-Programms am 6. September 2012.

B. Liquiditätsprobleme als Grund für die Fehlfunktion der Staatsanleihenmärkte

Der Markt für Staatsanleihen gehört zu den wichtigsten Bestimmungsgrößen für den Zugang und den Preis, zu dem sich Unternehmen und private Haushalte finanzieren können. Ein Funktionieren dieses Marktes ist deshalb Voraussetzung für die Effektivität des geldpolitischen Transmissionsmechanismus. Eine Fehlfunktion dieses Marktes führt dazu, dass geldpolitische Maßnahmen wie Veränderungen des Leitzinses nicht hinreichend das Verhalten dieser Akteure beeinflussen können. Dies begrenzt die Fähigkeit der Zentralbank, Preisstabilität zu gewährleisten. Das OMT-Programm zielt primär darauf ab, ein effektives Funktionieren des Marktes für Staatsanleihen in allen Mitgliedsländern zu erreichen.

Eine Zentralbank generell kann nachhaltig jedoch nur solche Fehlfunktionen der Finanzmärkte adressieren, die Liquiditätsprobleme und andere finanzmarktspezifische Störungen widerspiegeln. Sie kann jedoch nicht nachhaltig Risikoprämien reduzieren, die die reale Wirtschaft oder das Verhalten von anderen wirtschaftspolitischen Akteuren reflektieren („Solvenzprobleme“ z.B. von Staaten oder Unternehmen). Diese Unterscheidung von Liquiditäts- und Solvenzproblemen ist von fundamentaler Bedeutung, denn Solvenzprobleme erfordern strukturelle Veränderungen in der Wirtschafts- und Finanzpolitik einer Volkswirtschaft. Für den Markt der Staatsanleihen bedeutet dies, dass es kein legitimes Ziel der Zentralbankpolitik sein kann, solche auf Solvenzproblemen beruhenden Fehlfunktionen des Marktes zu adressieren, da dies nicht nachhaltig effektiv sein kann und eine monetäre Staatsfinanzierung implizieren könnte. Es bedeutet auch, dass es Aufgabe und Mandat der Zentralbank ist, Liquiditätsprobleme mit den ihr zu Verfügung stehenden Mitteln zu adressieren.

Die Erkenntnisse der wissenschaftlichen Forschung deuten darauf hin, dass wirtschaftspolitische Fundamentalfaktoren einen signifikanten Teil des Anstieges der Staatsrenditen in den sechs

europäischen Krisenländern seit 2008 erklären können. Aber diese Forschung zeigt auch, dass ein Teil der Renditen im Jahr 2012 auf andere Faktoren wie Liquiditätsprämien zurückzuführen war. Es muss betont werden, dass solche empirischen Schätzungen immer mit sehr viel Unsicherheit behaftet sind, da sich die Beziehungen zwischen Bestimmungsgrößen über die Zeit deutlich verändern können. Ein vorsichtiges Fazit der wissenschaftlichen Literatur ist deshalb bisher, dass deutliche Unterschiede zwischen den Renditen von Staatsanleihen verschiedener Länder der Eurozone nachhaltig und permanent sind, dass jedoch die Unterschiede, die es Mitte 2012 gab, auch Liquiditäts- und andere Risikofaktoren reflektiert haben. Ein Eingreifen der Zentralbank mit dem Ziel, solche Risikoprämien zu senken, ist daher gerechtfertigt.

C. Reversibilitätsrisiko als Grund für die Fehlfunktion der Staatsanleihenmärkte

Ein Reversibilitätsrisiko des Euro reflektiert zu einem Teil ein Liquiditätsrisiko, zu einem anderen Teil das Risiko, dass Mitgliedsländer die Eurozone verlassen könnten. Die Reduzierung eines Reversibilitätsrisikos kann nur durch dessen direkte Relevanz für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus gerechtfertigt werden, nicht jedoch mit dem Argument, die Integrität und Zusammensetzung der gegenwärtigen Eurozone sichern zu wollen. Die EZB kann daher auf ein Reversibilitätsrisiko nur insofern abzielen, als dieses durch ein reines Marktversagen verursacht wurde, also zum Beispiel durch eine Panik oder ein Koordinierungsproblem unter Marktteilnehmern, und insofern ungerechtfertigt ist.

Die positive und starke Marktreaktion auf die Ankündigung des OMT-Programms deutet darauf hin, dass ein solches „ungerechtfertigtes“ Reversibilitätsrisiko in der Tat im Sommer 2012 vorhanden war, auch wenn es schwierig ist, dieses Argument stichhaltig durch eine empirische Analyse nachzuweisen.

Der EZB-Rat betont, dass ein wichtiges Ziel des OMT-Programms die Eliminierung eines ungerechtfertigten Reversibilitätsrisikos des Euro ist, und zeigt damit, dass diese EZB-Maßnahme auch direkt auf das sekundäre Ziel der Finanzstabilität abzielt. Dies ist gerechtfertigt, insofern diese Finanzstabilität für die Sicherung der Preisstabilität notwendig ist.

D. Verhinderung von Abwärtsspiralen als Begründung für EZB-Maßnahmen

Die europäische Krise ist sowohl eine Staatsschuldenkrise, eine Bankenkrise, eine Wirtschaftskrise als auch eine Vertrauenskrise. Diese vier Krisendimensionen haben sich gegenseitig verstärkt und damit zu einer Abwärtsspirale geführt. Ein Vertrauensverlust oder eine Panik können zu einer Fragmentierung von Finanzmärkten führen, die auch solvente Banken von ausreichender Liquidität abschneiden kann. Dies kann zu einem Anstieg der Renditen von Staatsanleihen führen und sich wiederum negativ auf Banken und die reale Wirtschaft auswirken.

Die Existenz von solchen multiplen Gleichgewichten ermöglicht, dass ein Vertrauensverlust oder eine Panik eine Volkswirtschaft von einem „guten“ Gleichgewicht, in dem der Staat, Finanzinstitutionen und Unternehmen solvent sind, in ein „schlechtes“ Gleichgewicht überführen kann, in dem diese

Institutionen insolvent werden, ohne dass sich das Verhalten einer Institution verändert hat. Ein Grund kann beispielsweise auch eine Marktpanik in einem anderen Mitgliedsland sein.

Die EZB hat in einer solchen Situation eine Verantwortung zu handeln, da sie durch die Bereitstellung von Liquidität und von einem Funktionieren des geldpolitischen Transmissionsmechanismus eine zentrale Rolle spielt, solche Abwärtsspiralen zu stoppen.

Die Entwicklung der letzten Jahre zeigt, dass die Maßnahmen der EZB effektiv, wenn auch beschränkt effektiv waren. Sie haben die Fragmentierung der Finanzmärkte begrenzt, eine solche Abwärtsspirale verhindert und damit auch Finanzstabilität und Preisstabilität gestärkt.

E. Glaubwürdigkeit als Voraussetzung für die Effektivität von EZB-Maßnahmen

Um solche Abwärtsspiralen verhindern und den geldpolitischen Transmissionsmechanismus reparieren zu können, braucht jede Zentralbank ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit. Glaubwürdigkeit bedeutet, dass Marktteilnehmer und andere Akteure überzeugt sind, dass die Zentralbank in der Lage ist, ein gegebenes Ziel zu erreichen, und dafür sowohl die notwendigen Instrumente zu Verfügung hat als auch die Fähigkeit besitzt, diese effektiv und zielgerichtet einzusetzen.

Eine Grundvoraussetzung um eine solche Glaubwürdigkeit zu erlangen ist, dass die Zentralbank ein flexibles Instrumentarium hat, um auf Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus reagieren zu können. Das OMT-Programm muss in diesem Kontext als Grundvoraussetzung für Glaubwürdigkeit verstanden und analysiert werden. Nachdem eine Reihe anderer unkonventioneller Maßnahmen seit 2010 (Erhöhung und Verlängerung der Liquiditätsvergabe an Banken, Ausweitung des Sicherheitenrahmens, Vergabe von US-Dollar-Liquidität, Ankaufprogramme von Covered Bonds) nur begrenzt effektiv war, zielt das OMT-Programm direkt auf das Funktionieren der Märkte für Staatsanleihen ab.

Glaubwürdigkeit erfordert auch, dass Marktteilnehmer und andere Akteure überzeugt sind, dass die Zentralbank sich die Möglichkeit offen lässt, potenziell unbegrenzte Liquidität bereitstellen zu können oder in Marktvorgänge einzugreifen. Dies ist wichtig, damit Marktteilnehmer sich nicht spekulativ gegen das Handeln der Zentralbank stellen. Im besten Fall kann die Zentralbank mit einer glaubwürdigen Ankündigung den gewünschten Effekt erreichen, ohne intervenieren zu müssen. Eine solche Möglichkeit des unbegrenzten Intervenierens wird auch von der EZB für das OMT-Programm betont. In der Praxis ist das OMT-Programm jedoch begrenzt in seiner Größe, denn durch die Beschränkung von Ankäufen von Staatsanleihen mit maximal drei Jahren verbleibender Laufzeit gibt es eine implizite Deckelung des Programms.

F. Ankäufe von Staatsanleihen als ein oft genutztes Instrument von Zentralbanken

Viele Zentralbanken von Industrieländern haben in den vergangenen Jahren Staatsanleihen angekauft. Der Ankauf von Staatsanleihen ist daher kein außergewöhnliches Instrument, das nur von der EZB benutzt oder angekündigt wurde.

Diese Ankäufe werden von vielen Zentralbanken mit dem Ziel getätigt, die langfristigen Zinsen zu senken - vor allem in solchen Volkswirtschaften, in denen der Leitzins bereits nahe der Nullgrenze angelangt ist. Dem Markt für Staatsanleihen kommt im geldpolitischen Transmissionsmechanismus eine zentrale Rolle zu, weil er zukünftige Zinsentwicklungen signalisiert („Signalling“-Kanal) und durch eine Umverteilung von Kapital zu privaten Investoren hin („Portfolio-balance“-Kanal) auf alle Zinsen und Vermögenspreise in der Volkswirtschaft wirkt.

Wie oben beschrieben, können solche Ankäufe nur dann nachhaltig effektiv sein, wenn sie nicht versuchen, Solvenzprobleme zu lösen, sondern über diese zwei Kanäle darauf abzielen, Marktzinsen zu senken und Fehlfunktionen zu beseitigen. Die Konditionalität des OMT-Programms, und vor allem dessen Bindung an ein ESM-Programm, stellt sicher, dass das OMT-Programm explizit nur auf Mitgliedsländer abzielt, die solvent sind.

G. Finanzstabilität als notwendige Voraussetzung für Preisstabilität

Ein Programm wie das OMT kann nur effektiv zu Preisstabilität beitragen, wenn es sich auf solche Sekundärziele begrenzt, die für das Erreichen des geldpolitischen Primärziels unabdingbar sind. Die Betonung des EZB-Rates, dass ein wichtiges Ziel des OMT-Programms die Eliminierung des Reversibilitätsrisikos des Euro ist, zeigt, dass diese EZB-Maßnahme direkt auf das sekundäre Ziel der Finanzstabilität abstellt. Finanzstabilität ist eine notwendige, wenn auch keine hinreichende Bedingung für Preisstabilität und somit ein legitimer Teil der Zielsetzung der EZB.

Es bleibt festzustellen, dass diese finanzstabilitätsorientierte Ausrichtung der EZB deutlich über das hinausgeht, was normalerweise von Zentralbanken getan wird, um Preisstabilität sicherzustellen. Dies ist auch das Resultat der unzureichend effektiven oder fehlenden Institutionen der Eurozone, vor allem einer bisher fehlenden europäischen Bankenaufsicht und -regulierung, ineffektiver fiskalischer Regeln und mangelnder wirtschaftspolitischer Koordination.

Somit befindet sich die EZB zur Zeit in einem Dilemma: Sie übernimmt Aufgaben, für die eigentlich andere Institutionen und die Wirtschaftspolitik, wie eine koordinierte europäische Finanz- und Wirtschaftspolitik oder eine europäische Bankenregulierung, verantwortlich sein sollten, die aber fehlen oder nicht in der Lage sind, diese Verantwortung wahrzunehmen. Gleichzeitig ist Finanzstabilität von fundamentaler Bedeutung für jede Zentralbank, um ihr Ziel der Preisstabilität sicherstellen zu können. Daher sind die unkonventionellen Maßnahmen der EZB, auch das OMT-Programm, notwendig, um Finanzstabilität zu sichern und damit auch Preisstabilität zu erreichen.

2. Durch die positiven Reaktionen der Finanzmärkte hat die Ankündigungen des OMT-Programms zu einer Verbesserung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus beigetragen. Diese Tatsache ist konsistent mit dem Argument, dass das OMT-Programm primär auf Preisstabilität abzielt.

Die Ankündigung des OMT-Programms hat große Effekte auf die Finanzmärkte ausgeübt und die Erwartungen von Marktteilnehmern beeinflusst. Die Renditen auf die Staatsanleihen der Krisenländer sind nach der Ankündigung stark gesunken. Die Finanzierungskosten für Unternehmen und für Haushalte in diesen Ländern sind leicht zurückgegangen, und der geldpolitische Transmissionsmechanismus hat sich somit auch moderat verbessert.

Es gibt weitere Anhaltspunkte, dass die OMT-Ankündigung die Preisstabilität bisher gestützt hat. Umfragen wie auch die Preise von relevanten Finanzmarktinstrumenten zeigen, dass Inflationserwartungen für die mittlere und lange Frist weiterhin sehr stabil um den Wert von zwei Prozent verankert sind und Preisstabilität für die Eurozone erwarten lassen.

Zudem zeigen die sinkenden Preise von CDS-Kontrakten, dass das Risiko einer Staatsinsolvenz der sechs Krisenländer nach Ankündigung des OMT-Programms signifikant abgenommen hat. Diese Entwicklung kann auf verschiedene Weise interpretiert werden. Zum einen mag sie bedeuten, dass Marktteilnehmer die Ankündigung des OMT-Programms als ein Versprechen der EZB verstehen, einen Staatsbankrott der Mitgliedsländer durch Anleihekäufe zu verhindern. Aber sie mag auch die positiven Effekte auf die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen durch eine Eliminierung der Reversibilitäts- und Liquiditätsrisiken und einer tieferen Krise interpretiert werden.

Die Aktienmärkte haben sich vor allem in den Wochen nach der Ankündigung des OMT-Programms deutlich erholt. Die Volatilität und Unsicherheiten sind so in vielen Marktsegmenten gesunken, und ein signifikanter Teil dieser Marktentwicklung muss dem OMT-Programm zugeschrieben werden. Dies impliziert, dass sich die Erwartungen einer wirtschaftlichen Erholung der Eurozone deutlich verbessert haben.

Eine weitere relevante Marktreaktion war die deutliche Aufwertung des Euro-Wechselkurses vis-a-vis anderer Währungen weltweit. Im zweiten Halbjahr 2012 flossen zudem zuvor abgeleitete Kapitalströme zum Teil wieder in die Krisenländer der Eurozone zurück. Dies spiegelt sich auch in den TARGET2-Salden wider, die deutlich gesunken sind. Diese drei Reaktionen deuten darauf, dass es in der Tat ein ungerechtfertigtes Reversibilitätsrisiko für den Euro gab und dieses durch die OMT-Ankündigung abgenommen hat.

Insgesamt zeigen diese Marktreaktionen also, dass die OMT-Ankündigung zumindest teilweise effektiv gewesen ist, ein ungerechtfertigtes Reversibilitätsrisiko zu reduzieren, Vertrauen unter den Marktteilnehmern zu verbessern, Finanzierungskosten für Unternehmen und private Haushalte zu verringern und Erwartungen für eine wirtschaftliche Erholung in der Eurozone zu stärken. Dies bedeutet, dass die relativ hohen Renditen Mitte 2012 zumindest teilweise durch Liquiditätsfaktoren und durch ein exzessives Reversibilitätsrisiko zu erklären sind. Von besonderer Bedeutung ist die lange Wirkungsdauer der bislang nur angekündigten OMT-Maßnahme, da auch knapp 10 Monate nach der OMT-Ankündigung die Effekte immer noch in den Finanzmärkten sichtbar sind.

3. Alle Maßnahmen einer Zentralbank haben immer und überall Anreizeffekte auf Marktteilnehmer und wirtschaftspolitische Akteure. Es besteht die Gefahr, dass das OMT-Programm einen Einfluss auf die Finanzpolitik der Mitgliedsländer ausübt. Die Konditionalität des OMT-Programms zielt darauf ab, solche Anreizeffekte zu reduzieren.

Alle geldpolitischen Maßnahmen wirken immer und überall auf die Märkte von Staatsanleihen und setzen dadurch - gewollt oder ungewollt - Anreize für die Finanzpolitik. Der größte Effekt der geldpolitischen Maßnahmen seit 2008 auf die Renditen von Staatsanleihen ging jedoch nicht von der Ankündigung des OMT-Programms aus, sondern von der Absenkung des Leitzinses von 4,25 % im Juli 2008 auf gegenwärtig 0,50%. Es ist nicht schwer sich vorzustellen, was ein Leitzins von 4,25 % heute für die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen und die Solvenz der sechs Krisenländer bedeuten würde. Zudem hätte ein solcher Zins diese Länder mit hoher Wahrscheinlichkeit auch zu einer noch sehr viel stärkeren fiskalischen Konsolidierung gezwungen. Dies verdeutlicht, dass Maßnahmen einer Zentralbank nicht automatisch unter ein Verbot der monetären Staatsfinanzierung fallen, wenn sie Renditen für Staatsanleihen beeinflussen, denn alle geldpolitischen Maßnahmen tun dies. Die relevante Frage ist, auf welches Ziel eine geldpolitische Maßnahme primär abzielt.

Um erfolgreich ein bestimmtes geldpolitisches Ziel zu erreichen, muss eine Zentralbank die Auswirkungen ihrer Maßnahmen auf die anderen Akteure an den Finanzmärkten, in der Realwirtschaft, sowie in der Finanz- und Wirtschaftspolitik berücksichtigen. Wie oben beschrieben, waren die verschiedenen geldpolitischen Maßnahmen der EZB seit 2010 nur begrenzt erfolgreich, ihre Ziele zu realisieren und den geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu reparieren, da dieser noch immer sehr asymmetrisch in verschiedenen Ländern der Eurozone funktioniert.

Die Erfahrung mit dem SMP-Ankaufprogramm von Staatsanleihen ist wichtig, um die Ziele und das Funktionieren des OMT-Programms zu verstehen. Dem SMP-Programm war es nicht gelungen, die Fehlfunktionen in den Staatsanleihenmärkten der Krisenländer nachhaltig zu reparieren, weder der ersten Welle der Ankäufe, die im Mai 2010 begann, noch der zweiten Welle nach Juli 2011. Wissenschaftliche Analysen zeigen, dass die Effekte auf Renditen nur gering und sehr kurzlebig waren. Zudem hat das SMP-Programm Anreize für die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger in den Krisenländern gesetzt, notwendige Reformen zu vermeiden. Ein deutliches Beispiel ist das Verhalten der italienischen Regierung im August und September 2011: Sie nahm wichtige strukturelle Reformen zurück, nachdem die EZB italienische Staatsanleihen ankaufte. Dadurch wurden in diesem Fall die SMP-Ankäufe kontra-produktiv, da sie im Endeffekt zu höheren Renditen und einem dysfunktionaleren italienischen Anleihenmarkt geführt haben.

Vor diesem Hintergrund müssen das OMT-Programm und seine Elemente verstanden werden: Es versucht, solche negativen Anreizeffekte zu reduzieren. Dies spiegelt sich in der Konditionalität des OMT-Programms wider. Mit ihr verpflichtet sich die EZB, nur dann Anleihen eines Landes zu kaufen, wenn dieses die Bedingungen eines ESM-Programms erfüllt und zudem Marktzugang hat. Der Ankauf lediglich auf dem Sekundärmarkt von kurzfristigen Anleihen von ein bis drei Jahren verbleibender

Laufzeit und die Bedingung des Marktzugangs sollen gewährleisten, dass der Markt weiterhin einen disziplinierenden Einfluss auf die Staatsfinanzen ausübt.

In der Praxis wird diese disziplinierende Wirkung des Marktes jedoch wahrscheinlich begrenzt sein, da sich OMT-Ankäufe sowohl auf Renditen über alle Laufzeiten als auch auf die im Primärmarkt auswirken werden.

Dass der Effekt der Ankündigung des OMT-Programms im Vergleich zum SMP deutlich signifikanter und langlebiger ausfällt, ist mit hoher Wahrscheinlichkeit zumindest zum Teil dieser Konditionalität geschuldet. Ein weiterer Grund dürften die anderen Unterschiede wie die ex ante unbegrenzte Größe und Laufzeit der potenziellen Ankäufe sein. Vor allem die Konditionalität, d.h. die Verbindung mit einem ESM-Programm, soll gewährleisten, dass eine fehlende disziplinierende Funktion der Märkte durch eine der Politik ersetzt wird, auch wenn dies langfristige Gefahren birgt.

4. Das OMT-Programm übt asymmetrische Effekte auf Finanzmärkte und öffentliche Haushalte aus und führt zu einer Umverteilung von Risiken von Krisenländern hin zu den stabileren Ländern der Eurozone. Gleichzeitig ist es Ziel des OMT-Programms und seiner Koppelung an ein erfolgreiches ESM-Programm, reale und finanzielle Gesamtrisiken zu reduzieren.

Geldpolitische Maßnahmen beeinflussen nicht nur die Bedingungen, zu denen Staaten sich refinanzieren können, sondern haben in der Regel auch asymmetrische Effekte über Länder, Regionen und Marktteilnehmer hinweg. Dies gilt vor allem für das OMT-Programm, aber auch in der Vergangenheit für das SMP-Ankaufprogramm und für die länderspezifischen Sicherheitsrahmen für die Bereitstellung von Zentralbankliquidität.

Dies bedeutet, dass es mittlerweile eine starke Konzentration von Sicherheiten von Krisenländern in der EZB-Bilanz gibt. Der Anteil der Zentralbankliquidität, der an deutsche Banken geht, ist von ca. 50 % vor der Krise auf ca. 10 % gefallen. Diese Verlagerung spiegelt sich auch in den TARGET2-Salden wider, die seit 2010 deutlich angewachsen sind. Durch die Verlängerung der EZB-Bilanz steigt nicht nur das Gesamtrisiko, sondern es hat auch eine implizite Umverteilung stattgefunden, da Risiken in der Bilanz der EZB nun sehr viel stärker aus schwächeren Ländern der Eurozone stammen. Diese Verteilungseffekte sind besonders deutlich beim OMT-Programm, denn es impliziert einen Ankauf von Staatsanleihen bestimmter Länder, für deren Risiken implizit alle Mitgliedsstaaten haften.

Alle geldpolitischen Maßnahmen haben asymmetrische Effekte über Länder und Marktsegmente hinweg. Dies gilt auch für die konventionelle Leitzinspolitik. Das erklärte Ziel des OMT-Programms ist es gerade, die geldpolitische Transmission zu reparieren, d.h. Transmission weniger asymmetrisch zu gestalten. Die Konditionalität des OMT-Programms kann so verstanden werden, dass es zwar die Asymmetrie der Risiken in der EZB-Bilanz vergrößert, aber gleichzeitig das Gesamtrisiko reduziert, denn es verbessert Finanzstabilität und damit auch den wirtschaftlichen Ausblick der Länder. Denn erklärtes Ziel des OMT-Programms ist es, ein erfolgreiches ESM-Programm so zu unterstützen, dass dysfunktionale

Anleihenmärkte repariert werden sollen. Ein erfolgreiches ESM-Programm bedeutet daher auch, dass das Gesamtrisiko der EZB Bilanz-reduziert wird.

Wichtig ist zu betonen, dass diese Risiken des OMT-Programms von einzelnen Regierungen und Parlamenten der Mitgliedsländer beeinflusst werden können, da die Koppelung des OMT-Programms an ein ESM-Programm voraussetzt, dass der Bundestag einem ESM-Programm, und damit OMT-Ankäufen, zustimmt.

5. Die Maßnahmen der EZB können zu einer Einschränkung der De-facto-Unabhängigkeit der EZB führen, in der die monetäre Dominanz geschwächt wird und die Dominanz der Finanzstabilität und Finanzpolitik zunimmt.

Unabhängigkeit ist eine zentrale Voraussetzung für eine Zentralbank, um ihr Mandat der Preisstabilität erreichen zu können. Unabhängigkeit bedeutet dabei auch eine De-facto-Unabhängigkeit oder Autonomie, flexibel über für die Erfüllung des Mandates notwendige geldpolitische Instrumente verfügen zu können. Eine solche Unabhängigkeit ist von fundamentaler Bedeutung, weil sie die Glaubwürdigkeit der Zentralbank gegenüber Finanzmarktteilnehmern und der breiten Öffentlichkeit beeinflusst.

Es muss betont werden, dass eine Begrenzung des OMT-Programms durch Dritte, zum Beispiel in der Form dass es eine explizite Deckelung gibt, zu der die EZB Anleihen aufkaufen kann, oder eine zeitliche Beschränkung, die Unabhängigkeit der EZB massiv einschränken würde. Eine Beschränkung würde auch Gefahr laufen, das OMT-Programm ineffektiv zu machen, da Marktteilnehmer sich spekulativ gegen die EZB stellen können im Wissen, dass die EZB nicht glaubwürdig ihr Ziel mit einem solchen beschränkten Maß verfolgen kann.

Drei Entwicklungen seit 2010 stellen eine Gefahr für die De-facto-Unabhängigkeit der EZB dar. Die erste ist, dass die EZB-Maßnahmen weit darüber hinausgehen, was Zentralbanken üblicherweise tun, und ein Vakuum der Wirtschafts- und Finanzpolitik füllen. Es ist Aufgabe der Geldpolitik und wirtschafts- und finanzpolitischen Entscheidungsträger, Finanzstabilität zu gewährleisten. Das unzureichende Handeln der Wirtschafts- und Finanzpolitik in den letzten Jahren - zum Beispiel insolvente Banken abzuwickeln, zu rekapitalisieren oder umzustrukturieren, fiskalische Konsolidierung, die Schaffung einer europäischen Bankenunion - zwingt der Geldpolitik der EZB eine deutlich größere Rolle auf und hat dazu beigetragen, dass die EZB stark durch unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen intervenieren musste. So wurde die monetäre Dominanz der Geldpolitik mittlerweile von einer Dominanz der Finanzstabilität abgelöst.

Die Bindung an ein ESM-Programm als Teil der Konditionalität und die oben beschriebenen Eigenschaften des OMT-Programms spiegeln die Notwendigkeit einer Kooperation zwischen Geldpolitik auf der einen Seite und Wirtschafts- und Finanzpolitik auf der anderen Seite wider. Sie ist unabdingbar, um Krisenländer nachhaltig zu reformieren und Finanzstabilität zu sichern.

Eine zweite Einschränkung der De-facto-Unabhängigkeit der EZB kommt von der Konditionalität des OMT-Programms selbst. Diese Konditionalität bedeutet, dass die EZB sich verpflichtet, keine Staatsanleihen zu kaufen, wenn ein Land kein erfolgreiches ESM-Programm hat. Es mag jedoch Umstände geben, unter denen es für die EZB gerechtfertigt sein könnte, in den Märkten von Staatsanleihen zu intervenieren, ohne dass es ein ESM-Programm gibt. Damit beschränkt die EZB ihren Handlungsspielraum ex ante, macht dieses von anderen wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern abhängig und schränkt ihre Flexibilität ein.

Eine dritte Einschränkung entsteht durch die Teilnahme der EZB an der sogenannten Troika. Auch wenn sie nur ein beratender Teilnehmer ist, so verhandelt die EZB als Teil der Troika mit Programmländern. Dies führt zu einem potenziellen Interessenkonflikt, da die EZB sowohl ein Eigeninteresse daran hat, dieses Programm erfolgreich zu gestalten, aber gleichzeitig auch die Verantwortung trägt, finanzielle Risiken in ihrer Bilanz zu begrenzen. Zudem besteht durch diese Teilnahme an der Troika ein signifikantes Risiko für die Reputation der EZB und damit für ihre Fähigkeit, Geldpolitik effektiv umzusetzen und Preisstabilität zu gewährleisten.

6. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB, die Preisstabilität in der kurzen Frist gewährleisten sollen, beinhalten auch signifikante langfristige Risiken. Es ist die Aufgabe der Politik, institutionelle, rechtliche und wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen zu schaffen, damit sich diese Risiken nicht realisieren und damit die EZB so bald wie möglich ihre unkonventionellen Maßnahmen beenden kann.

Die Ankündigung des OMT-Programms war bisher - wie auch eine Reihe anderer EZB-Maßnahmen - effektiv, um Finanzmärkte zu stabilisieren, Teile der Verzerrungen in Anleihemärkten zu reduzieren, den geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu verbessern und Preisstabilität zu gewährleisten. Diese kurzfristigen Effekte bedeuten jedoch nicht, dass ein OMT-Programm permanent effektiv sein wird. In der Tat gibt es Anzeichen, dass der kurzfristige Erfolg der unkonventionellen Maßnahmen der EZB wichtige Kosten und Risiken über die mittlere und längere Frist birgt.

Der Verlust der monetären Dominanz der EZB bedeutet, dass es immer stärker von anderen wirtschafts- und finanzpolitischen Entscheidungsträgern abhängt, ob der Erfolg der Preisstabilität langfristig gesichert werden kann. Dieser langfristige Erfolg hängt daher sehr davon ab, wie schnell und nachhaltig die EZB zu einer konventionellen Geldpolitik zurückkehren kann. Zudem besteht die Gefahr, dass bei einem Scheitern der unkonventionellen Maßnahmen die Glaubwürdigkeit und damit die Effektivität der EZB dauerhaft geschädigt wird.

Ein weiteres Risiko ist, dass die expansiven EZB-Maßnahmen nicht nur kurzfristig, wie oben beschrieben, zu negativen Anzeigeeffekten führen, sondern auch das Verhalten der Finanzpolitiker in manchen Mitgliedsländern längerfristig negativ beeinflussen könnten. Zudem gibt es erste Anzeichen, dass die hohe Liquiditätsvergabe in der Eurozone manche Banken dazu verleitet, notwendige Anpassungen zu vermeiden und exzessive Risiken einzugehen. Diese können mittelfristig zu neuer Instabilität und im Extremfall zu neuen Finanzkrisen führen.

Als Fazit müssen die kurzfristigen Erfolge der EZB-Geldpolitik auch im Licht solcher langfristigen Risiken beurteilt werden. In der Pflicht steht in erster Linie die Politik, die institutionelle, rechtliche und wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen schaffen muss, damit sich diese Risiken nicht materialisieren und damit der Erfolg der Integration der Eurozone nachhaltig ist.