

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

MÜNDLICHE STELLUNGNAHME

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

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

am 11.-12. Juni 2013

Sehr geehrter Herr Präsident, hoher Senat,

Meine Kommentare werden sich vor allem auf das OMT Ankaufprogramm von Staatsanleihen konzentrieren – dessen Effektivität, Auswirkung auf die Finanzpolitik der Mitgliedsländer, und Implikation für Deutschland fokussieren.

1. Ich bin der tiefen Überzeugung dass die Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) seit 2007, auch das angekündigte OMT-Programm, primär geldpolitische Maßnahmen sind, die in erster Linie auf das Ziel der Preisstabilität in der Eurozone abzielen. Auch wenn sie signifikante Auswirkungen auf 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 noch nie so gefährdet wie seit der globalen Finanzkrise 2007-08. Ein Hauptgrund dafür ist, dass der geldpolitische Transmissionsmechanismus in manchen Mitgliedsländern nur unzureichend funktioniert, also nicht sichergestellt ist, dass von der EZB ausgegebenes Geld in ausreichendem Umfang bei Unternehmen und privaten Haushalten ankommt. Für das Mandat der EZB bedeutet dies, dass sie nur noch eine sehr begrenzte direkte Kontrolle über das Erreichen ihres Primärziels der Preisstabilität durch konventionelle Maßnahmen wie die Veränderung des Leitzinses ausüben kann.

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.

Ein vorsichtiges Fazit der wissenschaftlichen Literatur ist, dass deutliche Unterschiede zwischen den Renditen von Staatsanleihen verschiedener Länder der Eurozone nachhaltig und permanent sind, dass die Mitte 2012 aufgetretenen Unterschiede jedoch auch Liquiditäts- und andere Risikofaktoren reflektiert haben. Ein Eingreifen der Zentralbank mit dem Ziel, solche Liquiditätsprämien zu senken, ist notwendig und 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 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.

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. 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, in dem diese Institutionen insolvent werden.

Die EZB hat in einer solchen Situation eine Verantwortung, durch die Bereitstellung von Liquidität und eines funktionierenden geldpolitischen Transmissionsmechanismus solche Abwärtsspiralen zu stoppen. Die Maßnahmen der EZB waren bisher beschränkt effektiv, eine solche Spirale zu verhindern.

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

Um Abwärtsspiralen verhindern und den geldpolitischen Transmissionsmechanismus reparieren zu können, braucht jede Zentralbank ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit. Ein flexibles Instrumentarium und die Fähigkeit, potenziell unbegrenzte Liquidität bereitstellen oder in Marktvorgänge eingreifen zu können, sind eine Grundvoraussetzung für Glaubwürdigkeit. 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.

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

Der Ankauf von Staatsanleihen ist kein außergewöhnliches Instrument, sondern wird von vielen Zentralbanken genutzt, um Marktzinsen zu senken. Solche Ankäufe können nur dann nachhaltig effektiv sein, wenn sie nicht versuchen, Solvenzprobleme zu lösen, sondern Fehlfunktionen zu beseitigen, die durch Liquiditätsprobleme zustande kommen. Die Konditionalität des OMT-Programms und vor allem

dessen Bindung an ein ESM-Programm stellen sicher, dass das OMT-Programm explizit nur auf Mitgliedsländer abzielt, die solvent sind.

2. Durch die positiven Reaktionen der Finanzmärkte hat die Ankündigung 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 die Finanzierungskosten für Unternehmen und für Haushalte in den Krisenländern gesenkt, und der geldpolitische Transmissionsmechanismus hat sich somit auch moderat verbessert. Umfragen wie auch die Preise von relevanten Finanzmarktinstrumenten zeigen, dass Inflationserwartungen verankert sind und Preisstabilität für die Eurozone erwarten lassen.

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.

Insgesamt zeigen diese Marktreaktionen, dass die OMT-Ankündigung 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 Wirkungskdauer 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 %. 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.

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.

Vor diesem Hintergrund müssen das OMT-Programm und seine Elemente verstanden werden: Es versucht, negative 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 mit ein bis drei Jahren verbleibender Laufzeit und die Bedingung des Marktzugangs sollen gewährleisten, dass der Markt weiterhin einen disziplinierenden Einfluss auf die Staatsfinanzen ausübt.

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. So gibt es mittlerweile eine starke Konzentration von Sicherheiten von Krisenländern in der EZB-Bilanz. 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.

Die Konditionalität des OMT-Programms kann so verstanden werden, dass es zwar die Asymmetrie der Risiken auf der EZB-Bilanz vergrößert, aber gleichzeitig das Gesamtrisiko reduziert, denn es verbessert die 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.

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.

Eine Gefahr für die De-facto-Unabhängigkeit der EZB ist, dass die EZB-Maßnahmen weit darüber hinausgehen, was Zentralbanken üblicherweise tun, und ein Vakuum der Wirtschafts- und Finanzpolitik füllen. Das unzureichende Handeln der Wirtschafts- und Finanzpolitik in den letzten Jahren gibt der Geldpolitik der EZB große Verantwortung. Sie wird dadurch potenziell erpressbar.

Eine weiteres Risiko für die Unabhängigkeit der EZB ist deren Teilnahme an der sogenannten Troika. 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 für die 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 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. Es besteht vor allem 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 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.