

Euro-Rettung als interdisziplinäre Rechtsprechung?

Wirtschaftswissenschaftlicher Kommentar

Professor Jörg Rocholl, Ph.D.

Berlin, 30. Januar 2014

Einleitung

Die Frage der Interdisziplinarität der Rechtsprechung bei der Euro-Rettung könnte besser nicht gewählt sein. Denn die Erörterungen beim Bundesverfassungsgericht vor allem zum Beschluss des Rats der Europäischen Zentralbank (EZB) vom 6. September 2012, der beinhaltet, die Outright Monetary Transactions (OMT) durchzuführen, umfassen neben rechtlichen und ökonomischen auch politische und vielleicht sogar (wirtschafts-)historische Aspekte. Im Mittelpunkt der höchst komplexen Diskussion steht die Frage, ob die EZB sich mit dem OMT-Programm im Rahmen ihres Mandats bewegt, das vorrangig in der Wahrung der Preisstabilität liegt, oder sie nicht vielmehr eine monetäre Staatsfinanzierung betreibt, die den Marktzinsen der Staatsanleihen ihren disziplinierenden Einfluss auf die fiskalische Solidität der Mitgliedsländer des Euroraums raubt und die Preisstabilität gefährdet. In der Geschichte der EZB ist daher vermutlich kaum eine ihrer Entscheidungen so kontrovers diskutiert worden wie diese. Die Anhörung beim Bundesverfassungsgericht im Juni 2013 wurde der hohen Komplexität gerecht und zeichnete sich durch eine hohe Qualität der Argumentation aus, bei der Juristen und Ökonomen nach einer gemeinsamen, auch sprachlichen Grundlage für die Bewertung des OMT-Programms suchten.

In der Begründung ihrer Entscheidung betont die EZB die Notwendigkeit, die Funktionsweise des monetären Transmissionsmechanismus' zu sichern, der, beispielsweise über den Zins- oder den Kreditkanal, geldpolitische Entscheidungen auf elementare Faktoren des Wirtschaftsgeschehens überträgt. Dieser Transmissionsmechanismus sei dadurch gestört, dass die Zinsen für die Staatsanleihen im Euroraum nicht nur die fundamentale Stärke und mithin die Rückzahlungsfähigkeit einer nationalen

Regierung widerspiegeln, sondern darüber hinaus eine Risikoprämie enthalten, die die Wahrscheinlichkeit des Auseinanderbrechens des Euroraums bemisst. Zur Illustration: Nehmen wir Investoren an, die glauben, ein Land könne aus der Eurozone ausscheiden und seine neue Währung daraufhin gegenüber der Gemeinschaftswährung an Wert verlieren. Dann würden diese Investoren einen Zinssatz verlangen, der nicht nur die fundamentalen Wirtschaftsdaten dieses Landes, sondern zudem den erwarteten Verlust bei Austritt aus der gemeinsamen Währung berücksichtigt. Der Zinssatz für dieses Land wäre demnach, selbst bei identischer Rückzahlungsfähigkeit im Fall von Staatsanleihen, höher als derjenige eines Landes, von dem Investoren glauben, dass seine Währung nach dem Ausscheiden aus der Eurozone an Wert gewinnt. Dieser Aspekt wird als Denominationsrisiko bezeichnet und richtet sich im Fall des Euroraums auf die Möglichkeit seiner Reversibilität. Die EZB zielt in ihrer Begründung für das OMT-Programm primär darauf, das Denominationsrisiko zu eliminieren und damit die Voraussetzungen zum Funktionieren des monetären Transmissionsmechanismus zu schaffen. Die Entscheidung des EZB-Rats betrachte ich in den folgenden sieben Thesen aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht.

These 1: Das OMT-Programm hat ohne Zweifel fiskalpolitischen Auswirkungen. Offen ist jedoch, ob es sich dabei um ein unzulässiges Hauptziel oder einen Nebeneffekt zulässiger Geldpolitik handelt.

Unstrittig ist zunächst, dass die EZB Sekundärmarktkäufe von Staatsanleihen vornehmen darf. Unstrittig ist auch, dass diese Käufe fiskalische Auswirkungen haben, senken sie doch die Zinssätze, zu denen Staaten sich finanzieren können. Die Frage ist, ob es sich bei diesen fiskalischen Auswirkungen um ein

unzulässiges Hauptziel oder einen Nebeneffekt zulässiger Geldpolitik handelt.

Der Kauf von Staatsanleihen kann sich über zwei Kanäle auf das Zinsniveau auswirken. Zum einen signalisiert die Zentralbank mit dem Kauf von Anleihen ihre Absicht, die Zinsen gering zu halten. Die Investoren passen ihre Erwartungen an die zukünftigen Zinssätze daraufhin entsprechend an („signaling channel“). Zum anderen reduzieren die Investoren ihre Bestände an Wertpapieren, die von der Zentralbank gekauft werden, und ersetzen diese durch Wertpapiere ähnlicher Natur, sodass der Zinseffekt übertragen wird („portfolio balance channel“). Diese Praxis ist unter Notenbanken weit verbreitet; so hat die Federal Reserve Bank (Fed) mit ihren Programmen zum Quantitative Easing (QE) genau dieses Ziel verfolgt und laut empirischen Studien auch erreicht.¹

Eine einfache Begründung des OMT-Programms mit dem Verweis auf andere Notenbanken, die von der EZB ausdrücklich nicht genutzt wird, ist jedoch kritisch zu hinterfragen. Denn in dem Umfang, in dem ökonomische Sachverhalte juristisches Denken prägen, prägen rechtliche und institutionelle Rahmenbedingungen ökonomisches Denken. Das zeigt sich am Beispiel der Fed. Diese begründet ihr sogenanntes QE2-Programm ausdrücklich mit dem Verweis auf die Stärkung des Wirtschaftswachstums: *To help support the economic recovery in a context of price stability, the Committee will keep constant the Federal Reserve's holdings of securities at their current level by reinvesting principal payments from agency debt and agency mortgage-backed securities in longer-term Treasury securities.*² Diese Begründung wäre aus

¹ Siehe zum Beispiel: Krishnamurthy, Arvind und Annette Vissing-Jorgensen (2011), The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates, Working Paper.

² <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100810a.htm>, abgerufen am 27. Januar 2014.

Sicht der EZB schwieriger zu legitimieren, denn diese hat ein sehr viel stärker auf die Wahrung der Preisstabilität ausgerichtetes Mandat als andere Notenbanken. Zudem erwirbt die Fed mit ihrem Programm Anleihen des gesamten Wirtschaftsraums (d.h. US-Staatsanleihen) und nicht die Anleihen einzelner Bundesstaaten. Da es im Euroraum keine einheitliche Staatsanleihe wie etwa einen Euro-Bond gibt, ist die Unterscheidung zwischen dem gleichmäßigen Kauf der Staatsanleihen aller Mitgliedsländer und dem selektiven Kauf der Staatsanleihen einzelner Mitgliedsländer nochmals deutlich hervorzuheben.

These 2: Das Denominationsrisiko liefert keine eindeutige Begründung für das OMT-Programm.

Die erste Frage ist, ob es überhaupt ein messbares Denominationsrisiko gibt. Dabei handelt es sich um eine Frage, bei der auch politische Erwägungen ins Spiel kommen. Die Antwort darauf ist ein vorsichtiges „Ja“. Dafür sollen zwei Belege genannt werden: Zum einen sind relevant die Äußerungen des EZB-Chefvolkswirts Peter Praet zu den Renditeabständen zwischen Euro- und Dollaranleihen, die von italienischen Unternehmen begeben werden.³ Zum anderen gibt es eine Studie des Sachverständigenrats, die ähnliche Evidenz liefert.⁴

Die zweite (und vermutlich wichtigere) Frage ist, ob ein Denominationsrisiko das Eingreifen der EZB erfordert. Die Antwort darauf ist ein „eher Nein“. Die Entscheidung, das Euro-Währungsgebiet möglicherweise zu verlassen, ist politischer

³ <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/ezb-chefvolkswirt-praet-die-ezb-hat-geliefert-jetzt-ist-die-politik-am-zug-12031164.html>, abgerufen am 25. Januar 2014.

⁴ http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/publikationen/arbeitspapier_07_2012_up_date.pdf, abgerufen am 25. Januar 2014.

Natur und im Ermessen jedes einzelnen Mitgliedsstaates. Für eine solche Entscheidung mögen wirtschaftliche Gründe eine große Rolle spielen, aber es gibt keinen ökonomischen Automatismus, der aus dem Verfehlen bestimmter wirtschaftlicher Leistungsdaten einen zwangsweisen Austritt aus dem Euroraum mit sich bringt. Das Fehlen dieses Automatismus' wird aus ökonomischer Sicht insbesondere daran deutlich, dass auch die Länder, in denen Umschuldungen und Restrukturierungen notwendig waren, wie Griechenland und Zypern, nach wie vor Mitglieder des Euroraums sind. Wenn also Investoren Risikoprämien verlangen, die ein Denominationsrisiko widerspiegeln, dann tun sie es, weil sie am politischen Willen einzelner oder mehrerer Ländern zweifeln, den Euroraum in seinem jetzigen Umfang zu erhalten. Diesem Denominationsrisiko sollten demnach die politischen Akteure und nicht die Notenbanken begegnen.

These 3: Aus dem gezielten Kauf von Staatsanleihen einzelner Länder ergeben sich erhebliche Umverteilungsrisiken.

Das OMT-Programm sieht vor, dass die EZB die Anleihen einzelner Staaten kauft. Dieses Vorgehen steht im Kontrast zu demjenigen anderer Zentralbanken wie der Fed. Diese würde nicht gezielt Anleihen einzelner Bundesstaaten kaufen. Im Euroraum dagegen ergibt sich eine Asymmetrie zwischen den Ländern, die vom OMT-Programm profitieren, und den Ländern, die die Risiken zu tragen haben. Wenn die EZB sich entscheidet, die Anleihen eines Landes zu kaufen, dann werden die Zinssätze für dieses Land sinken. Doch wenn diese Anleihen nicht mehr bedient werden können, müssen sämtliche Staaten des Euroraums die Verluste in dem Maße tragen, wie sie Anteile am Eigenkapital der EZB halten, im Fall Deutschlands sind das etwa 27%.

Die EZB erklärt, ihre prinzipiell unbegrenzte Bereitschaft zum Kauf von Staatsanleihen werde praktisch dadurch begrenzt, dass sie ausschließlich Anleihen mit einer Laufzeit von ein bis drei Jahren kaufe.⁵ Diese Erklärung muss insofern hinterfragt werden, als:

- 1) Maßnahmen gegen eine veränderte Emissionsstrategie der Staaten, insbesondere eine verstärkte Substitution durch kürzer laufender Anleihen, nicht hinreichend konkretisiert werden;
- 2) nicht nur das heutige Volumen emittierter Anleihen mit diesen Gesamt- oder Restlaufzeiten berücksichtigt werden darf, sondern überdies das, gerade bei anhaltendem Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors weiter steigende, zukünftige Emissionsvolumen relevant ist.

Die Umverteilungsrisiken sind nicht abstrakt. Dazu sollen mehrere Beispiele genannt werden. Erstens wurde das Eigenkapital der EZB im Dezember 2010 um 5 Mrd. EUR von 5,76 Mrd. EUR auf 10,76 Mrd. EUR erhöht, mit der Begründung, dass u.a. einem höheren Kreditrisiko Rechnung getragen werden solle. Zweitens weist die Bundesbank in ihrem Geschäftsbericht 2011, mit Bezug auf das Securities Markets Programme (SMP), darauf hin, dass die Risikovorsorge in Form von Rückstellungen beträchtlich erhöht worden sei. Dadurch sanken unmittelbar die an den Bundeshaushalt ausgeschütteten Gewinne. Drittens kommt ein Effekt hinzu, der sich fast zwangsläufig aus dem Denominationsrisiko ergibt. EZB-Präsident Draghi sagte in einer Rede am 13. Juni 2013: *„Another sign of normalization and a very important one for German savers has been the increasing German government bonds yields, previously suppressed by panic-driven safe-haven flows which have edged up by around 25 basis*

⁵ http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html, abgerufen am 27. Januar 2014.

points.”⁶ So erfreulich diese Entwicklung für (deutsche) Sparer ist, bedeutet sie ebenfalls, dass die Finanzierung für den deutschen Staat teurer wird. Wenn also das Denominationsrisiko aufgrund der Handlungen der EZB schwindet, dann muss es automatisch zu einem Verteilungseffekt kommen, weg von den Staaten mit einem positiven Denominationsrisiko und hin zu den Staaten mit einem negativen Denominationsrisiko.

These 4: Der neuralgische Nexus zwischen Banken und Staaten wird weiter verstärkt und somit das fiskalische Risiko.

Eine der zentralen ökonomischen Herausforderungen der gegenwärtigen Krise ist die (zu) enge Verbindung zwischen Staaten und Banken, die als „sovereign-banking nexus“ bekannt geworden ist. Dieser Effekt ist wechselseitig. Wenn Staaten wirtschaftlich schwächeln, dann geraten diejenigen Banken in Gefahr, die zu viele Anleihen dieser Staaten halten. Wenn wiederum Banken schwächeln, dann bringen sie – vor allem – ihre Heimatstaaten in Gefahr, die der Gefahr des systemischen Risikos ihrerseits mit dem Einsatz von Steuergeldern begegnen. Diese Gefahr wird vor allem dadurch erhöht, dass eine effiziente Gläubigerbeteiligung bisher die Ausnahme geblieben ist und sich die neuen Regeln dazu (z.B. Resolution and Recovery Directive, RRD) in der Praxis noch bewähren müssen.

Die Daten der *European Banking Authority* (EBA) vom Dezember 2011 zeigen, dass die dort erfassten 61 europäischen Banken massive Portfoliobestände an Staatsanleihen aufweisen. Die analysierten griechischen Banken halten durchschnittlich knapp 370% ihres Eigenkapitals in griechischen Staatsanleihen. Auch in

⁶ <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130613.en.html>, abgerufen am 28. Januar 2014.

anderen Ländern der Peripherie des Euroraums wie Portugal, Spanien und Italien liegt dieser Wert bei über 100%. Banken investieren demnach substantiell in die Anleihen des Staates, in dem sie beheimatet sind. Die Höhe dieser Bestände an Staatsanleihen ist durch ihre regulatorische Sonderbehandlung zu erklären. Erstens müssen Banken für Investitionen in Staatsanleihen bei Anwendung des Kreditrisiko-Standardansatzes (KSA) kein regulatorisches Eigenkapital vorhalten. Diese Regelung ist in Art. 114 (4) der Capital Requirement Regulation (CRR) der Europäischen Union (EU) festgeschrieben, die seit dem 1. Januar 2014 in allen Mitgliedstaaten der Europäischen Union das unmittelbar geltende Recht ist. Bei Anwendung des auf einem internen Rating basierenden Ansatzes (IRBA) gibt es zwar grundsätzlich keine Nullgewichtung. Allerdings sieht Art. 150 CRR die Ausnahmemöglichkeit vor, für die Investitionen in Staatsanleihen der EU-Mitgliedstaaten nicht den IRBA, sondern den KSA anzuwenden. Das bedeutet im Ergebnis, dass für diese Staatsanleihen weiterhin eine Nullgewichtung gilt. Staatsanleihen werden darüber hinaus in den Regelungen über Großkredite privilegiert. Laut Artikel 400 Absatz 1 der CRR werden Kredite an Zentralregierungen, die ein KSA-Risikogewicht von 0% aufweisen, nicht auf die Großkreditobergrenze von 25% des haftenden Eigenkapitals nach Artikel 395 der CRR angerechnet. Staatsanleihen wird in der Bankenregulierung durchgehend ein besonderer Status eingeräumt.

Wenn die EZB in diesem Markt interveniert, dann erhöht sie – erst recht bei fehlenden regulatorischen Grenzen – die Bereitschaft der Banken, in Staatsanleihen zu investieren. Empirische Evidenz dazu lässt sich zum Beispiel im Monatsbericht der Bundesbank aus dem November 2013 finden: *„So nahmen die von italienischen Banken gehaltenen heimischen Staatsanleihen von 240 Mrd. € Ende November 2011 auf 415 Mrd. € Ende September 2013 zu (+*

73%), spanische Banken steigerten ihre Bestände spanischer Staatsanleihen im selben Zeitraum um 81% von 165 Mrd. € auf 299 Mrd. €. Auch irische (+ 60%) und portugiesische Banken (+ 51%) erwarben verstärkt heimische Staatsanleihen, während die Zuwächse bei den Kreditinstituten aus Deutschland und Frankreich merklich schwächer ausfielen (16% bzw. 14%).⁷ Banken mit einer derart hohen Risikokonzentration stellen für die Finanzmarktstabilität eine große Herausforderung dar.

These 5: Moral Hazard kann auch durch die Konditionalität des OMT-Programms nicht vollständig überwunden werden.

Die grundsätzliche Gefahr bei Staatsanleihekäufen ist, dass sie zu einer Verminderung der fiskalischen Disziplin führen können. Wenn nämlich die Fiskalpolitik keine Zwänge mehr spürt, steigt die Gefahr einer unverantwortlichen Haushaltspolitik. Ein berühmtes jüngeres Beispiel ist die Handlungsweise der Regierung Berlusconi in Italien im August 2011, die nach den Staatsanleihekäufen der EZB, und dem damit einhergehenden Rückgang des Zinsniveaus, die Notwendigkeit zu Reformen nicht mehr im selben Umfang wie zuvor als gegeben ansah.

Dieser Gefahr war die EZB sich bei der Konzeption des OMT-Programms bewusst. Sie begegnet ihr damit, dass sie dieses Programm nur dann durchführt, wenn ein Staat die im Rahmen eines EFSF (European Financial Stability Facility)- oder ESM (European Stability Mechanism)-Anpassungsprogramms enthaltene Konditionalität einhält. Die EZB weist ausdrücklich darauf hin, dass ein OMT-Programm beendet wird, wenn sich ein Mitgliedstaat nicht an die Konditionalität hält. Die Frage ist allerdings, ob eine solche Beendigung in einer Krise oder in Zeiten

⁷ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht November 2013, Seite 33.

schwerer Marktturbulenzen durchsetzbar ist, selbst wenn der Mitgliedstaat die Konditionalität nicht einhält. In einem solchen Fall könnte das Problem der Zeitinkonsistenz auftreten.

These 6: Realistische politische Alternativen zur EZB-Entscheidung waren nicht ohne Weiteres auszumachen.

Die bisherigen Thesen besagen, dass das OMT-Programm der EZB signifikante Gefahren und Risiken aufweist und aus ökonomischer Sicht als höchst kritisch zu betrachten ist. Die Betrachtung wäre aber unvollständig, wenn man nicht auch die Frage nach dem Kontrafaktischen stellen würde: Was wäre geschehen, wenn die EZB *nicht* gehandelt hätte? Niemand kennt die Antwort auf diese Frage, doch aus der Analyse der damaligen Situation lassen sich zumindest einige Beobachtungen ableiten:

- 1) Es ist als unwahrscheinlich zu betrachten, dass die Politik willens und in der Lage gewesen wäre, eine ähnliche Beruhigung an den Märkten zu erreichen, wie die EZB sie mit dem OMT-Programm realisiert hat. In der damaligen Krisensituation mehrten sich kritische Stimmen in der Politik, die den Fortbestand des Euroraums in Frage stellten, insbesondere vor dem Hintergrund der immer umfangreicheren fiskalischen Zusagen, zum Beispiel in Form des EFSF und des ESM. Konkret ist es wenig wahrscheinlich, dass der Deutsche Bundestag einer Erhöhung des Volumens des ESM zugestimmt hätte.
- 2) In diesem Kontext ist es nicht auszuschließen, dass sich die Krise weiter verschärft hätte, es zu Zusammenbrüchen von Banken und folglich zu einer systemischen Krise gekommen wäre.

Um sowohl das Geld- als auch das Finanzsystem zu schützen, ist die EZB zum „actor of last resort“ geworden und hat Aufgaben übernommen, die eigentlich Aufgaben der Politik gewesen wären.

Die Unfähigkeit der Politik zur Problemlösung darf in diesem Kontext demnach nicht übersehen werden. Dennoch darf das, was – bei aller Kritik am Vorgehen der EZB – für die Finanzmarktstabilität fast unvermeidlich aussieht, nicht zum Dauerzustand werden.

These 7: Das OMT-Programm muss schleunigst durch eine politische Lösung ersetzt werden.

Die Politik muss daher schnell und umfassend handeln, sodass die EZB sich wieder auf ihr angestammtes Mandat konzentrieren kann. Zu den dazu notwendigen Schritten gehören insbesondere:

- 1) Umfassende strukturelle Reformen in den Peripherieländern des Euroraums.
- 2) Die Schuldenrestrukturierung und –schnitte im öffentlichen und privaten Bereich.
- 3) Die umfassende Beteiligung von Gläubigern bei der Abwicklung und Restrukturierung notleidender Banken.
- 4) Die Neuregulierung der Privilegien von Staatsanleihen.

Über die ESMT

Die ESMT European School of Management and Technology ist eine internationale Business School, die im Oktober 2002 auf Initiative von 25 führenden globalen Unternehmen und Verbänden gegründet wurde. Sie bietet englischsprachige Vollzeit- und berufsbegleitende Executive-MBA-Studiengänge, einen Master's in Management-Studiengang sowie Management-Weiterbildung auf Englisch und Deutsch an. Die ESMT konzentriert sich auf drei Schwerpunkte: Leadership und gesellschaftliche Verantwortung, europäische Wettbewerbsfähigkeit und Technologie-management. Zusätzlich bietet sie eine interdisziplinäre Plattform zwischen Politik, Wirtschaft und Wissenschaft. Der Hauptsitz der ESMT ist in Berlin, USW Netzwerk unterrichtet die deutschsprachigen Weiterbildungsprogramme der Business School auf einem zweiten Campus in Schloss Gracht bei Köln. Die ESMT ist eine staatlich anerkannte private wissenschaftliche Hochschule, die mit ihrem Angebot von AACSB, AMBA und FIBAA akkreditiert ist. Seit 2013 hat die ESMT das Promotionsrecht.

www.esmt.org

ESMT
European School of Management and Technology
Schlossplatz 1
10178 Berlin
Germany

ESMT. The business school founded by
business.