

ORDNUNGSPOLITISCHE PERSPEKTIVEN

Nr 97

Die Unabhängigkeit der
Europäischen Zentralbank

Ulrike Neyer

Juni 2018

IMPRESSUM

ORDNUNGSPOLITISCHE PERSPEKTIVEN

Veröffentlicht durch:

düsseldorf university press (dup) im Auftrag der
Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät,
Düsseldorf Institute for Competition Economics (DICE), Universitätsstraße 1,
40225 Düsseldorf, Deutschland
www.dice.hhu.de

Herausgeber:

Prof. Dr. Justus Haucap
Düsseldorfer Institut für Wettbewerbsökonomie (DICE)
Tel: +49(0) 211-81-15125, E-Mail: haucap@dice.hhu.de

ORDNUNGSPOLITISCHE PERSPEKTIVEN

Alle Rechte vorbehalten. Düsseldorf 2018

ISSN 2190-992X (online) - ISBN 978-3-86304-697-2

Die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank

Ulrike Neyer*

Juni 2018

Abstract

Die EZB ist formal unabhängig von Weisungen der Regierungen. Während und nach der Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise im Euroraum hat die EZB neue Instrumente eingesetzt und neue Aufgaben und Verantwortlichkeiten übernommen, die zu Diskussionen über die Unabhängigkeit der EZB geführt haben. Vor diesem Hintergrund diskutiert diese Arbeit zwei Fragen. Erstens, stellen die neuen Instrumente und Aufgaben der EZB eine Gefahr für ihre Unabhängigkeit dar? Zweitens, ist der Einsatz der neuen Instrumente und die Übernahme der neuen Aufgaben von einer unabhängigen Institution in einer Demokratie zu rechtfertigen, oder besteht ein relevantes Demokratiedefizit? Bezüglich dieser beiden Fragen kommt die Arbeit zu dem Ergebnis, dass insbesondere das Programm zum Ankauf von Anleihen des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme, PSPP) und die von der EZB übernommene Bankenaufsicht (Single Supervisory Mechanism, SSM) kritisch zu beurteilen sind.

JEL classification: E42, E52, E58.

Keywords: Zentralbankunabhängigkeit, Eurosystem, Geldpolitik, Finanzkrise, Staatsschuldenkrise

*Heinrich Heine University Düsseldorf Department of Economics, Universitätsstraße 1, 40225 Düsseldorf, Germany, email: ulrike.neyer@hhu.de.

Inhaltsverzeichnis

1	Einführung	3
2	Grundlagen	4
2.1	Elemente der Zentralbankunabhängigkeit	4
2.2	Begründung für die Unabhängigkeit von Zentralbanken	7
2.2.1	Inflation Bias	7
2.2.2	Bedeutung der Glaubwürdigkeit einer Zentralbank	9
2.2.3	Besonderheit der Geldpolitik	10
3	Die Unabhängigkeit der EZB vor der Finanz- und Staatsschuldenkrise	12
4	Maßnahmen der EZB in der Finanzkrise	14
4.1	Beschreibung der Maßnahmen	14
4.2	Die EZB-Maßnahmen und Zentralbankunabhängigkeit	15
5	Maßnahmen der EZB in der Staatsschuldenkrise	17
5.1	Securities Markets Programme (SMP)	17
5.1.1	Beschreibung des SMP	17
5.1.2	Das SMP und Zentralbankunabhängigkeit	19
5.2	Outright Monetary Transactions (OMT)	22
5.2.1	Beschreibung der OMT	22
5.2.2	Die OMT und Zentralbankunabhängigkeit	23
6	Ausgewählte Maßnahmen der EZB nach der Finanz- und Staatsschuldenkrise	25
6.1	Public Sector Purchase Programme (PSPP)	25
6.1.1	Beschreibung des PSPP	25
6.1.2	Das PSPP und Zentralbankunabhängigkeit	27
6.2	Single Supervisory Mechanism (SSM)	31
6.2.1	Beschreibung des SSM	31
6.2.2	Der SSM und Zentralbankunabhängigkeit	32
6.3	Makroprudenzielle Überwachung	35
6.3.1	Beschreibung der makroprudenziellen Überwachung	35
6.3.2	Makroprudenzielle Überwachung und Zentralbankunabhängigkeit	36
7	Fazit	39
	Literaturverzeichnis	41

1 Einführung

Das Eurosystem¹ ist formal unabhängig. Es ist gesetzlich geregelt, dass keine Weisungen, insbesondere von Regierungsvertretern, entgegengenommen werden dürfen (Artikel 130 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union, AEUV). Grundsätzlich wird die Übertragung der Geldpolitik auf eine unabhängige Institution damit begründet, dass die Geldpolitik in der Hand von Regierungen zu einer insgesamt mit Wohlfahrtsverlusten einhergehenden Inflation führt. Bis zum Ausbruch der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 waren die Unabhängigkeit der EZB an sich, wie auch das relativ hohe Ausmaß dieser Unabhängigkeit grundsätzlich unumstritten, man spricht in diesem Zusammenhang auch von einem „Pre-Crisis Consensus“ (BALLS ET AL., 2016, S. 7). Während und nach der Finanzkrise hat die EZB jedoch neue Instrumente eingesetzt, neue Aufgabe und Verantwortlichkeiten übernommen, die zu Diskussionen bezüglich ihrer Unabhängigkeit geführt haben.

Diese Arbeit trägt zu der Debatte über die Unabhängigkeit der EZB bei, indem sie insbesondere auf zwei Fragen eingeht: Erstens, stellen die neuen Instrumente und Aufgaben der EZB eine Gefahr für ihre Unabhängigkeit dar? Zweitens, ist der Einsatz der neuen Instrumente und die Übernahme der neuen Aufgaben von einer unabhängigen Institution in einer Demokratie zu rechtfertigen, oder besteht ein relevantes Demokratiedefizit?

Die Arbeit kommt dabei zu unterschiedlichen Ergebnissen. Die während der Finanzkrise ergriffenen Maßnahmen zur Stabilisierung des Bankensektors werden bezüglich der beiden aufgeworfenen Fragen zur Unabhängigkeit der EZB als eher unproblematisch eingestuft. Ähnlich verhält es sich mit den Outright Monetary Transactions (OMT), einem Instrument, das zur Stabilisierung des Euroraums in der Staatsschuldenkrise etabliert wurde. Als problematisch unter dem Aspekt der Zen-

¹Der Begriff Eurosystem steht für die Institutionen, die im Euroraum für die Geldpolitik verantwortlich sind. Dies sind die Europäische Zentralbank (EZB) und die nationalen Zentralbanken im Euroraum. Zur Vereinfachung werden die Begriffe EZB und Eurosystem in diesem Beitrag synonym verwendet.

tralbankunabhängigkeit werden jedoch das ebenfalls in der Staatsschuldenkrise zum Einsatz gekommene Securities Markets Programme (SMP), die nach den Krisen von der EZB übernommene Bankenaufsicht (Single Supervisory Mechanism, SSM) sowie das ebenfalls nach den Krisen eingeführte Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme, PSPP) gesehen.

Die Arbeit ist wie folgt aufgebaut. Kapitel 2 befasst sich mit den Grundlagen zur Thematik der Zentralbankunabhängigkeit. Es werden verschiedene Elemente von Zentralbankunabhängigkeit vorgestellt und Begründungen für die Delegation der Geldpolitik an eine unabhängige Institution dargelegt. Im Kapitel 3 wird die Unabhängigkeit der EZB in der Zeit vor der globalen Finanzkrise näher betrachtet. Kapitel 4 beschreibt zunächst die während der Finanzkrise von der EZB ergriffenen Maßnahmen und diskutiert diese anschließend unter dem Aspekt der Zentralbankunabhängigkeit. Kapitel 5 beschäftigt sich analog mit zwei während der Staatsschuldenkrise ergriffenen Instrumente, nämlich dem SMP und den OMT. Im Kapitel 6 werden entsprechend das PSPP und die von der EZB neu übernommenen Aufgaben in der mikro- und makroprudenziellen Überwachung des Finanzsystems beschrieben und unter dem Aspekt der Zentralbankunabhängigkeit diskutiert. Die Arbeit schließt mit einem kurzen Fazit.

2 Grundlagen

2.1 Elemente der Zentralbankunabhängigkeit

Zentralbankunabhängigkeit bezieht sich darauf, inwiefern eine Zentralbank frei von der Beeinflussung von Regierungen und Parlamenten ihre Geldpolitik durchführen kann (WALSH, 2008). Zentralbankunabhängigkeit impliziert somit, dass die Geldpolitik an nicht gewählte Funktionäre delegiert wird. Regierungen und Parlamente haben somit keinen oder nur einen beschränkten Einfluss auf diesen Politikbereich (DE HAAN ET AL., 2018). Grundsätzlich können vier Elemente der Zentralbankun-

abhängigkeit betrachtet werden.² **1. Institutionelle Unabhängigkeit:** Sie besagt, dass die geldpolitischen Entscheidungsträger in der Zentralbank unabhängig von Weisungen Dritter, wie z. B. Regierungsvertreter und Parlamentarier, sind.³ BUTTER (2017) interpretiert dieses Element dahingehend, dass Zentralbankunabhängigkeit das Recht, jedoch nicht die Pflicht einer Zentralbank ist, auf Anfragen/Bitten von gewählten Politikern mit „Nein“ zu antworten. **2. Personelle Unabhängigkeit:** Sie soll bewirken, dass die geldpolitischen Entscheidungsträger keinen Anreiz haben, der Regierung genehme Entscheidungen zu treffen, um nicht abberufen oder um für weitere Amtszeiten berufen zu werden. **3. Finanzielle Unabhängigkeit:** Sie besagt, dass die Zentralbank selbst über hinreichend finanzielle Mittel verfügen soll, um ihre Aufgaben zu erfüllen. Über diese soll sie dann frei und unabhängig verfügen können. Erfolgt eine zu knappe Mittelausstattung könnte die Arbeitsfähigkeit der Zentralbank geschwächt und somit faktische Abhängigkeiten geschaffen werden (GÖRGENS ET AL., 2014, S. 94). In Bezug auf die finanzielle Unabhängigkeit wird häufig auch die Bedeutung des Verbots der Staatsfinanzierung hervorgehoben (ULLRICH, 2003; JORDAN, 2017; SCHWÄBE, 2012). **4. Funktionelle Unabhängigkeit:** Sie besagt, dass die Zentralbank über die Wahl ihrer Strategien und Maßnahmen zur Erreichung ihres Ziels unabhängig entscheidet. In der Regel wird unter der funktionellen Unabhängigkeit auch erfasst, dass die Handlungen der Zentralbank vorrangig auf ein Ziel ausgerichtet sein müssen.

Eine Vielzahl von Autoren fokussieren sich bei der Betrachtung der Unabhängigkeit von Zentralbanken auf den Unterschied zwischen **Zielunabhängigkeit und Instrumentenunabhängigkeit**.⁴ Zielunabhängigkeit bezieht sich dabei auf die Fähigkeit einer Zentralbank, ihr(e) Ziel(e) ohne direkten Einfluss der Regierung festzulegen, während die Instrumentenunabhängigkeit die Fähigkeit der Zentralbank

²Diese Einteilung wird in der Literatur nicht einheitlich vorgenommen. Die hier vorgenommene Darstellung findet sich z. B. bei GÖRGENS ET AL. (2014, S. 94).

³JORDAN (2017) definiert institutionelle Unabhängigkeit dahingehend, dass die Zentralbank eine eigene Rechtspersönlichkeit ist.

⁴Siehe z. B. WALSH (2008); FISCHER (2015, 2017); DE HAAN/EIJFFINGER (2016); DE HAAN ET AL. (2018).

beschreibt, unabhängig über den Einsatz von Instrumenten zur Erreichung ihres Ziels/ihrer Ziele zu entscheiden (siehe z. B. WALSH, 2008; FISCHER, 2017). FISCHER (2017) führt hierzu weiter aus, dass der Gesetzgeber die grundsätzlichen Ziele (z. B. Preisniveaustabilität zu gewährleisten) und die zur Erreichung der Ziele zur Verfügung stehenden Instrumente definiert. Die Zentralbank ist dann trotzdem zielunabhängig, wenn sie über das operationale Ziel (z. B. einen Anstieg der Inflationsrate von unter 2 %) und über den Einsatz der ihr zugewiesenen Instrumente frei entscheiden kann.

Unterschieden wird auch zwischen der **formalen und der de facto Unabhängigkeit** einer Zentralbank. Eine Zentralbank ist formal unabhängig, wenn ihre Unabhängigkeit gesetzlich verankert ist. Die de facto Unabhängigkeit gibt darüber Auskunft, inwiefern die Zentralbank tatsächlich unabhängig agieren kann, oder ob trotz gesetzlich verankerter Unabhängigkeit politischer Druck oder bestimmte Sachverhalte ihr nicht erlauben, eine unabhängige Geldpolitik zu verfolgen. In diesem Zusammenhang spielen die fiskalische Dominanz und die finanzielle Dominanz, auf die im Kapitel 6.1.2 näher eingegangen wird, eine wichtige Rolle.

Kann eine Zentralbank frei von der Beeinflussung von Regierungen und Parlamenten ihre Geldpolitik durchführen, ist in einem demokratischen Rechtsstaat die Pflicht, über ihr Handeln, ihre Entscheidungen **Rechenschaft** abzulegen und Verantwortung zu tragen unerlässlich. Die hohe Bedeutung der Rechenschaftspflicht und Verantwortlichkeit einer unabhängigen Zentralbank wird in einer Vielzahl von Veröffentlichungen zur Thematik der Zentralbankunabhängigkeit hervorgehoben, siehe z. B. ULLRICH (2003); JORDAN (2017); FISCHER (2017); DE HAAN ET AL. (2018).

2.2 Begründung für die Unabhängigkeit von Zentralbanken

2.2.1 Inflation Bias

Die Geldpolitik auf eine unabhängige Notenbank zu übertragen wird damit begründet, dass die Geldpolitik in der Hand von Regierungen zu Inflation führt, die insgesamt mit einem Wohlfahrtsverlust verbunden ist. Dieser sog. Inflation Bias resultiert aus dem Anreiz von Regierungen, **Staatsausgaben über „das Drucken von Geld“ zu finanzieren**. Eine der bekanntesten Inflationen in diesem Zusammenhang stellt die Hyperinflation im Deutschen Reich im Jahr 1923 dar. Eine weitere Ursache für den Inflation Bias ist das von BARRO/GORDON (1983) in die Literatur eingeführte **Problem der Zeitinkonsistenz** geldpolitischer Entscheidungen. Die Regierungen streben einen über dem natürlichen Output liegenden Output an, und damit auch ein höheres als das natürliche Beschäftigungsniveau. Dies impliziert, dass die Regierungen einen Anreiz haben, von ihrer einmal angekündigten geldpolitischen Strategie abzuweichen. Nachdem sie nämlich eine bestimmte Zielinflationsrate angekündigt haben, schließen die Wirtschaftssubjekte entsprechende Lohnkontrakte ab, der Nominallohn ist fixiert. Nun hat die Regierung einen Anreiz, eine höhere Inflationsrate zu realisieren (Problem der Zeitinkonsistenz). In Folge dieser Überraschungsinflation sinkt der Reallohn, Output und Beschäftigung steigen. Die Wirtschaftssubjekte antizipieren jedoch dieses Verhalten und schließen von vornherein Lohnkontrakte mit so hohen Nominallöhnen ab, dass die Zentralbank keinen Anreiz mehr hat, eine mit einer Überraschungsinflation einhergehenden Geldpolitik zu betreiben. Die Beschäftigungseffekte erzeugende Inflationsrate wäre dann so hoch, dass die mit der hohen Inflationsrate verbundenen Wohlfahrtseinbußen die Wohlfahrtsgewinne aus einer höheren Beschäftigung übersteigen würden. Insgesamt bleibt also eine Inflation übrig, die keine Beschäftigungseffekte generiert hat. Als Begründung für das Anstreben (langfristig gesehen) unrealistischer Beschäftigungsziele (über dem natürlichen Niveau), werden die kurzfristigen Ziele an einer Wiederwahl

interessierten Politiker angeführt (WALSH, 2008). In eine ähnliche Richtung geht die Argumentation für einen Inflation Bias, dass es eine **Asymmetrie in der Geldpolitik** dahingehend gibt, dass zwar als notwendig erachtete kontraktive geldpolitische Maßnahmen von einem an seiner Wiederwahl interessierten Politiker aufgeschoben, später eingeleitet werden als entsprechende expansive geldpolitische Maßnahmen, da erstere tendenziell unpopulärer sind (JORDAN, 2017).

Überträgt man die Geldpolitik an eine von der Regierung unabhängige Zentralbank, bestehen diese Anreize (unter bestimmten Voraussetzungen, wie z. B. entsprechend lange Amtszeiten der Entscheidungsträger) nicht. In der Tat bestätigen eine Vielzahl empirischer Studien einen signifikant negativen Zusammenhang zwischen dem Grad der Unabhängigkeit einer Notenbank und der durchschnittlichen Inflationsrate in dem entsprechenden Land, und zwar ohne dass dies mit einer höheren Volatilität des gesamtwirtschaftlichen Outputs bzw. der gesamtwirtschaftlichen Beschäftigung einhergeht.⁵ WALSH (2008) spricht deshalb davon, dass „Central bank independence appeared to be a free lunch.“

JORDAN (2017, S. 4) führt als weiteres Argument für eine unabhängige Zentralbank ihre Fähigkeit an, bei Bedarf, insbesondere in Krisenzeiten, rasch Entscheidungen zu treffen. Doch gegen dieses Argument spricht, dass auch demokratisch gewählte Regierungen in der Lage sind, bei Bedarf rasch Entscheidungen zu treffen. Dies zeigt die Einführung des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes in Deutschland auf dem Höhepunkt der Finanzkrise im Jahr 2008. Kernstück dieses Gesetzes bildet der Sonderfonds Finanzstabilität (SoFFiN) mit einem Volumen von 480 Mrd. Euro für Rekapitalisierungsmaßnahmen von Banken und der Übernahme von Garantien für Banken.⁶ Am Montag, dem 13.10.2008 wurde das Gesetz vom Kabinett beschlossen. Innerhalb von nur fünf Tagen wurde es dann vom Bundestag verabschiedet, fand

⁵Die empirische Literatur, die den Zusammenhang zwischen dem Grad der Unabhängigkeit von Notenbanken und Inflation analysieren ist umfangreich. Eine der am meist beachteten Arbeiten sind diesbezüglich CUKIERMAN (1992) und CUKIERMAN ET AL. (1992). Für Hinweise zu neueren Untersuchungen siehe DE HAAN ET AL. (2018).

⁶Zum Vergleich: im Jahr 2008 betragen die Gesamtausgaben im Bundeshaushalt 282 Mrd Euro. Datenquelle: Bundesministerium der Finanzen.

die Zustimmung im Bundesrat und wurde vom Bundespräsidenten unterschrieben, so dass es bereits am 18.10.2018 in Kraft treten konnte.⁷

2.2.2 Bedeutung der Glaubwürdigkeit einer Zentralbank

Die obigen Zusammenhänge verdeutlichen, dass die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank in der Diskussion über ihre Unabhängigkeit eine entscheidende Rolle spielt. Es wird davon ausgegangen, dass eine von der Politik abhängige Zentralbank nicht glaubhaft versichern kann, nicht dem Anreiz zu erliegen, zu Lasten höherer Inflationsraten kurzfristig eine höhere Beschäftigung zu erzeugen. Die Übertragung der Geldpolitik auf eine unabhängige Zentralbank erhöht diese Glaubwürdigkeit und ermöglicht somit eher, den Inflation Bias zu vermeiden. Verliert eine Zentralbank an Glaubwürdigkeit, besteht die Gefahr, dass sie formal ihre Unabhängigkeit einbüßt. Sie verfügt dann nicht mehr über den entscheidenden Vorteil gegenüber einer abhängigen Notenbank, ihre Unabhängigkeit findet keine politische Akzeptanz mehr. Es besteht dann die Gefahr, dass ihre formale Unabhängigkeit eingeschränkt wird. BUTER (2017) sieht in diesem Zusammenhang die Gefahr, dass Zentralbanken in entwickelten Volkswirtschaften ihre Unabhängigkeit derzeit u. a. aus folgenden Gründen verlieren könnten: „... 3. We have had 25 years of low inflation in most AEs [Advanced Economies]. Politicians and the public now take this for granted. 4. The conduct of monetary policy has been at best moderately competent. Communication has been a disaster. 5. Populism means distrust of experts, establishment, elite. Central banks seen as experts, establishment, elite. ...” (BUTER, 2017, S. 36). Die Argumentation von DE HAAN ET AL. (2018) geht in eine ähnliche Richtung. Sie führen aus, dass selbst wenn die Unabhängigkeit in Folge der Finanzkrise noch nicht gesunken sein sollte, könne sich dies in der Zukunft in einigen Ländern ändern. Sie

⁷Für ausführliche Informationen zum SoFFin siehe BUNDESANSTALT FÜR FINANZMARKTSTABILISIERUNG (FMSA) (2008). Die entsprechenden Informationen zu diesem Gesetz vom Kabinettsbeschluss bis zu seinem Inkrafttreten sind auf der Website des Dokumentations- und Informationssystem (DIP) des Deutschen Bundestages erhältlich (DEUTSCHER BUNDESTAG, DOKUMENTATIONS- UND INFORMATIONSSYSTEM (DIP), 2018).

weisen auf die gestiegene Unterstützung für populistische Parteien in Europa hin, die „generally do not favor central bank independence and want to exit the euro area and return to national currencies, or even to follow the UK and exit the EU“ (DE HAAN ET AL., 2018). Die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik ist somit nicht nur bedeutsam für die geldpolitische Effizienz⁸ sondern auch für die Beibehaltung einer formal unabhängigen Notenbank.

2.2.3 Besonderheit der Geldpolitik

Warum bietet es sich gerade an, die Geldpolitik an eine unabhängige Institution zu delegieren, andere Politikbereiche, wie z. B. die Fiskalpolitik, jedoch nicht? Viele Autoren beziehen sich diesbezüglich auf die Arbeiten von ALESINA/TABELLINI (2007, 2008).⁹ Alesina und Tabellini untersuchen, wann es grundsätzlich vorteilhaft ist, Politikbereiche bei gewählten Politikern zu belassen oder eben auf nicht gewählte Bürokraten zu übertragen. Für sie ist entscheidend, dass bei beiden Personengruppen unterschiedliche Anreize bezüglich ihres Handels bestehen. Politiker wollen gewählt werden und wollen deshalb möglichst einen hohen Nutzen ihres Handels bei einer Mehrheit der Wähler generieren. Bürokraten hingegen sind auf ihre Karriere fokussiert, stellen ihre Kompetenz in den Vordergrund, um entsprechend attraktive Karriereaussichten zu haben. Die Übertragung von Politikbereichen auf Bürokraten ist deshalb vorteilhaft, wenn es um eher technische Aufgaben geht, Leistungskriterien ex-ante beschrieben werden können und diese im Zeitablauf stabil sind, es sich um Politikbereiche handelt, in denen für Politiker ein Anreiz besteht, aus wahltaktischen Überlegungen heraus Entscheidungen zu treffen, die zwar kurzfristig vorteilhaft erscheinen, aber bei Einbeziehung der langfristigen Auswirkungen negativ zu bewerten sind (Short-Termism), und das Problem der Zeitinkonsistenz relevant ist. Die Übertragung von Politikbereichen auf Bürokraten ist nicht vorteilhaft, wenn Unsicherheiten über gesellschaftliche Präferenzen bestehen und mit den poli-

⁸Siehe diesbezüglich z. B. GÖRGENS ET AL. (2014, Kapitel IV, Abschnitt 2.3).

⁹Siehe z. B. ALESINA/STELLA (2010); DE HAAN/EIJFFINGER (2016); DE HAAN ET AL. (2018).

tischen Entscheidungen nicht zu vernachlässigende Umverteilungseffekte verbunden sind. In beiden Fällen bedarf es der demokratischen Legitimation der entsprechenden politischen Entscheidungen.

Unter diesen Aspekten ist die Geldpolitik in „normalen Zeiten“ grundsätzlich ein optimaler Kandidat für die Übertragung auf eine unabhängige Institution, also Bürokraten: Es handelt sich eher um eine technische Aufgabe, Leistungskriterien können ex-ante definiert werden und sind im Zeitablauf relativ stabil (z. B. die Gewährleistung von Preisstabilität, gemessen an einer Inflationsrate von unter, aber nahe 2 %), Probleme des Short-Termism und der Zeitinkonsistenz sind relevant. Unterschiedliche Präferenzen sind dann relevant und problematisch, wenn die Geldpolitik vor einem Zielkonflikt steht, wenn beispielsweise ein Trade-off zwischen der Stabilisierung des Preisniveaus und der Beschäftigung besteht. Dieser Konflikt besteht kurzfristig nach einem Angebotschock. Für die unabhängige Zentralbank besteht der Zielkonflikt nicht, wenn es eine eindeutige Priorisierung von Zielen gibt. Ferner ist zu bedenken, dass selbst wenn eine eindeutige Priorisierung z. B. auf Preisniveaustabilität besteht, es wohl keine Zentralbank gibt, die die Konsequenzen ihrer Entscheidungen auf andere Größen als das Preisniveau völlig außer acht lässt. FISCHER (2015, S. 7, 8) führt hierzu aus: „I doubt that any central bank targets inflation to the exclusion of all other outcomes. For example, the Bundesbank was generally thought to have a very strict focus on inflation... But researchers who have studied the Bundesbank’s policies ... have concluded that it likely responded to deviations from target of both expected inflation and output growth.“ Auch ist zu bedenken, dass jedwede Art von Geldpolitik grundsätzlich Verteilungseffekte aufweist. Diese sind jedoch in „normalen Zeiten“, wenn konventionelle geldpolitische Instrumente zum Einsatz kommen, eher gering einzuschätzen. BALLS ET AL. (2016, S. 11) argumentieren diesbezüglich, dass sich die Effekte im Konjunkturverlauf ausgleichen, und dass die für bestimmte Wirtschaftssubjekte auftretenden Nachteile aus der Umverteilung über die Vorteile, die in Form eines höheren Wirtschaftswachstums und

stabiler Preise allen zu Gute kommen, ausgeglichen werden (BALLS ET AL., 2016, S. 11). FISCHER (2017, S. 3) führt aus, dass geldpolitische Maßnahmen darauf zielen, in der gesamten Volkswirtschaft die Zinsen zu beeinflussen, was einen Effekt auf die aggregierte Nachfrage hat. Instrumente der Fiskalpolitik hingegen, wie Besteuerung oder Veränderung der Staatsausgaben, sollen gerade Verteilungseffekte hervorrufen oder nur bestimmte Regionen oder Sektoren betreffen, so dass die Verantwortung für die Fiskalpolitik bei gewählten Politikern verbleiben sollte. Ähnlich argumentieren ALESINA/STELLA (2010, S. 1022): Fiskalpolitik besteht im Kern in der Umverteilung von Einkommen und sollte deshalb nicht an eine unabhängige Institution delegiert werden.

3 Die Unabhängigkeit der EZB vor der Finanz- und Staatsschuldenkrise

Betrachtet man zunächst nur die Periode von 1999 bis 2008, also von dem Jahr an, in dem das Eurosystem die Verantwortung für die Geldpolitik im Euroraum übernahm, bis zu dem Jahr, in dem die Finanzkrise mit dem Zusammenbruch der Investment Bank Lehman Brothers ihren Höhepunkt fand, wird deutlich, dass das Eurosystem über ein hohes Maß an Unabhängigkeit verfügte: Mitglieder der Beschlussorgane des Eurosystems dürfen keine Weisungen von Mitgliedern der Regierungen oder Parlamenten entgegennehmen, das Eurosystem ist also **institutionell unabhängig**. Gesetzlich festgelegt ist die institutionelle Unabhängigkeit im Artikel 130 AEUV.¹⁰ Auch die **personelle Unabhängigkeit** ist grundsätzlich gegeben. Die geldpolitischen Entscheidungen im Euroraum werden vom Zentralbankrat getroffen. Dieser setzt sich aus den sechs Mitgliedern des EZB-Direktoriums und den Präsidenten

¹⁰ Artikel 130 AEUV: Bei der Wahrnehmung der ihnen durch die Verträge und die Satzung des ESZB und der EZB übertragenen Befugnisse, Aufgaben und Pflichten darf weder die Europäische Zentralbank noch eine nationale Zentralbank noch ein Mitglied ihrer Beschlussorgane Weisungen von Organen, Einrichtungen oder sonstigen Stellen der Union, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen.

der nationalen Notenbanken der Länder des Euroraums zusammen. Der personellen Unabhängigkeit wird dadurch Rechnung getragen, dass die Direktoriumsmitglieder nur für eine Amtszeit ernannt werden können, die mit acht Jahren relativ lang ist. (Die Ernennung erfolgt einvernehmlich von den Staats- und Regierungschefs der Länder des Euroraums.) Die Direktoriumsmitglieder dürfen nur im Ausnahmefall, bei schweren Verfehlungen, abberufen werden. Die Präsidenten der nationalen Notenbanken werden von zuständigen Stellen in dem jeweiligen Land ernannt. In Deutschland erfolgt die Ernennung durch den Bundespräsidenten auf Vorschlag der Bundesregierung. Seine Amtszeit ist mit acht Jahren auch relativ lang, jedoch ist sie nicht auf eine Periode beschränkt.¹¹ Die **finanzielle Unabhängigkeit** der EZB ist grundsätzlich sichergestellt, indem die EZB eine Rechtspersönlichkeit mit eigenem Haushalt ist. Die nationalen Zentralbanken sind alleinige Zeichner und Inhaber des Kapitals der EZB, das durch einen Beschluss des Zentralbankrates erhöht werden kann.¹² Ferner verbietet der Artikel 123 AEUV die Kreditgewährung der Zentralbank an staatliche Stellen.¹³ Die **funktionelle Unabhängigkeit** des Eurosystems ist dadurch gegeben, dass es seine Handlungen vorrangig auf das Ziel der Preisniveaustabilität ausrichten muss, und nur wenn dieses Ziel nicht beeinträchtigt wird, darf es die allgemeine Wirtschaftspolitik der Union unterstützen (Artikel 127 AEUV). Das Eurosystem darf die Strategien und Maßnahmen zur Erreichung des Ziels unabhängig wählen.

Das Eurosystem ist damit sowohl **ziel- als auch instrumentenunabhängig**: Das vorrangige Ziel ist mit der Gewährleistung von Preisstabilität eindeutig de-

¹¹Die Amtszeit der Mitglieder des EZB-Direktoriums ist im Artikel 283 AEUV geregelt, die des Bundesbankpräsidenten im §7 des Gesetzes über die Deutsche Bundesbank.

¹²Die diesbezüglich relevanten Finanzvorschriften sind im Protokoll Nr. 4, Kapitel VI zu den Konsolidierte Fassungen des Vertrags über die Europäische Union und des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union geregelt.

¹³Artikel 123 AEUV: Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der Europäischen Zentralbank oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten ... für Organe, Einrichtungen oder sonstige Stellen der Union, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften oder andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten sind ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die Europäische Zentralbank oder die nationalen Zentralbanken.

finiert, operationalisiert wurde dies durch die Entscheidung des Zentralbankrates, dass Preisstabilität dann gegeben ist, wenn die Inflationsrate im Euroraum (gemessen am Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gegenüber dem Vorjahr) unter, aber nahe 2 % liegt.¹⁴ Den Instrumenteneinsatz zur Erreichung dieses Ziels kann das Eurosystem unabhängig bestimmen.

Bis zum Ausbruch der Krise war dieses Ausmaß an Unabhängigkeit weitgehend unumstritten (JORDAN, 2017). BALLS ET AL. (2016, S. 7) sprechen gar von einem „Pre-Crisis Consensus“. Begünstigt wurde diese Akzeptanz auch durch eine relativ stabile Inflationsrate, sie lag im Durchschnitt von Januar 2000 bis Dezember 2007 bei 2,2 % mit einem höchsten Wert von 3.2 % und einem niedrigsten Wert von 1,6 %. Unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen wurden nicht eingesetzt, so dass Verteilungseffekte geldpolitischer Maßnahmen relativ gering einzustufen sind.

4 Maßnahmen der EZB in der Finanzkrise

4.1 Beschreibung der Maßnahmen

Mit dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 erreichte die globale Finanzkrise ihren Höhepunkt. Es bestand auch im Euroraum die Gefahr einer Systemkrise, d. h. die Gefahr dass ein signifikanter Teil des Bankensektors zusammenbricht. Auf den Zusammenbruch der Investmentbank reagierte die EZB zum einen mit massiven Zinssenkungen, sie senkte den Hauptrefinanzierungssatz von Oktober 2008 bis Juni 2009 in mehreren Schritten von 4,25 % auf 1 %, und zum anderen mit bis dahin nicht verwendeten unkonventionellen Maßnahmen. So stellte sie das Verfahren, mit dem sie den Bankensektor mit Liquidität

¹⁴Die Bank of England ist unter diesem Aspekt nicht zielunabhängig. Ihr wird das operationale Ziel vom Finanzministerium vorgegeben. Einige Autoren bezeichnen die hier dargestellte Instrumentenunabhängigkeit auch als operationale Unabhängigkeit (z. B. BERG/CARSTENSEN (2012)). BUITER (2017) versteht unter operationaler Unabhängigkeit einer Zentralbank - auf die er sich ausschließlich bezieht, wenn er von der Unabhängigkeit einer Zentralbank spricht - die hier dargestellte Instrumenten- und Zielunabhängigkeit, letzteres bezogen darauf, das operationale Ziel frei spezifizieren zu können.

versorgt auf das Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung um. Die Kreditinstitute im Euroraum bekamen damit gegen entsprechende Besicherung zu einem festen Zins soviel Liquidität von der EZB, wie sie nachfragten. Damit Kreditinstitute auch in der Lage waren, entsprechend Liquidität beim Eurosystem aufzunehmen, wurde das Verzeichnis der für die Refinanzierungsgeschäfte zugelassenen Sicherheiten erweitert. Dies ging mit einem Rückgang der Bonitätsanforderungen an die Sicherheiten einher. Ferner erweiterte die EZB die Bandbreite der Laufzeiten der Kredite, die sie den Banken zur Verfügung stellte, bot den Banken Liquidität in ausländischer Währung an und begann mit dem Kauf von Pfandbriefen.¹⁵

4.2 Die EZB-Maßnahmen und Zentralbankunabhängigkeit

Im Kapitel 2.2.2 wurde ausgeführt, dass die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank entscheidend für die Beibehaltung ihrer formalen Unabhängigkeit ist. Verliert sie signifikant an Glaubwürdigkeit, schwindet die politische Akzeptanz dieser Unabhängigkeit, die formale Unabhängigkeit der Zentralbank ist dann in Gefahr. Abbildung 1 zeigt, dass die EZB zur Zeit der Finanzkrise an Vertrauen in der Bevölkerung verloren hat. Hatte im März 2008 die Mehrheit der Bevölkerung in der Europäischen Union noch eher Vertrauen in die EZB, fiel dieser Wert im Oktober 2008 unter die Marke von 50 %. Hierzu beigetragen haben könnte, dass die Hauptintention der EZB bei der Ergreifung ihrer Maßnahmen in der Finanzkrise die Bekämpfung systemischer Risiken war. Der mögliche Zusammenbruch großer Teile des Bankensektors sollte verhindert werden, die EZB hat als Lender of Last Resort (LoLR) für Banken agiert. Dies könnte die Glaubwürdigkeit der EZB in Mitleidenschaft gezogen haben, da sie für diese LoLR-Funktion kein explizites Mandat hat. Die Senkung der Bonitätsanforderungen für Wertpapiere, und damit auch für Staatsanleihen, die die EZB als Sicherheit akzeptiert, verbessert die Refinanzierungsmöglichkeiten der ent-

¹⁵Für eine ausführliche Beschreibung der Reaktion der EZB auf die Finanzkrise siehe z. B. EUROPEAN CENTRAL BANK (2010).

sprechenden Staaten, so dass es zumindest zu einer Annäherung an die Fiskalpolitik kommt (SCHWÄBE, 2012, S. 161). Auch dieser Aspekt könnte zu einem Verlust an Glaubwürdigkeit der EZB beigetragen haben.

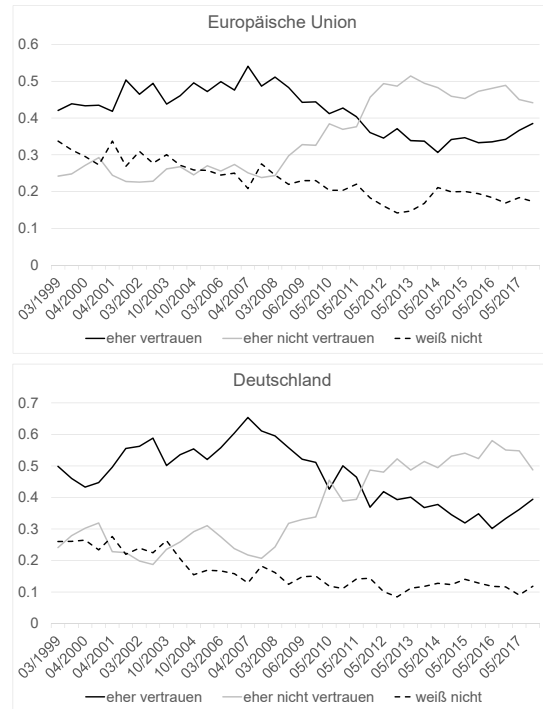


Abbildung 1: Vertrauen in die EZB. Ergebnisse (Anteil der Befragten) der von der Europäischen Kommission in Auftrag gegebenen Meinungsumfrage in Ländern der EU (Eurobarometer). Frage: Vertrauen Sie der Europäischen Zentralbank eher oder eher nicht? (Zu den Daten und für weitere Informationen zu dieser Umfrage siehe: <http://ec.europa.eu/commfrontoffice/publicopinion/index.cfm/Chart/index>. Abruf am 17.06.2018.)

Muss die EZB jedoch in einer akuten Krise abwägen zwischen dem Abwenden einer möglichen Systemkrise und den mit den entsprechenden Maßnahmen einhergehenden Kosten, ist die Ergreifung von Maßnahmen zur Abwendung einer Systemkrise „alternativlos“. Die Kosten einer Systemkrise sind prohibitiv hoch. Sie kann nur im Nachgang der Krise darauf dringen, dass die Regierungen, die neuen Erfahrungen und Erkenntnisse aus der Krise berücksichtigend, Maßnahmen, neue Regulierungen ergreifen, die die Gefahr einer Systemkrise reduzieren.¹⁶ Dem möglichen Glaubwür-

¹⁶Entsprechende Maßnahmen wurden nach der Finanzkrise ergriffen, wie z. B. strengere Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften für Banken und die schrittweise Einführung einer Ban-

digkeitsverlust bei der Ergreifung von Maßnahmen zur Verhinderung einer möglichen Systemkrise könnte man begegnen, indem in den Europäischen Verträgen die LoLR-Funktion der EZB explizit fixiert wird, der EZB also explizit das Mandat gibt, im Krisenfall als LoLR für Banken zu agieren.

5 Maßnahmen der EZB in der Staatsschuldenkrise

5.1 Securities Markets Programme (SMP)

5.1.1 Beschreibung des SMP

Zu Beginn des Jahres 2010 konnten bereits Spannungen an den Märkten für Staatsanleihen des Euro-Währungsgebiets beobachtet werden. Wachsende Staatsdefizite und Staatsschulden einiger Länder ließen mehr und mehr Zweifel an der Tragfähigkeit der Schulden dieser Länder aufkommen. Es kam zu extrem schnell steigenden Renditeabständen zwischen den Anleihen einzelner Euroländer. So lag der Renditeaufschlag 10-jähriger griechischer Staatsanleihen gegenüber entsprechenden deutschen Anleihen am 7. Mai 2010 bei 952 Basispunkten und hatte sich damit innerhalb eines Monats mehr als verdoppelt. Auch bei irischen, italienischen, portugiesischen und spanischen Anleihen kam es zu starken Renditeaufschlägen, wenn das Ausmaß des Anstiegs auch geringer als bei den griechischen Staatsanleihen war (Datenquelle: EZB). Die damit einhergehenden Kursverluste der Anleihen der Problemländer führten zu erheblich steigenden Kreditrisiken bei europäischen Banken, vor allem in Deutschland und Frankreich. Regelungen, wie in solchen Situationen zu verfahren ist, wie z. B. ein Insolvenzrecht für Staaten oder auch die Möglichkeit eines geordneten Austritts eines Landes aus der Währungsunion, gab es nicht. Es bestand die Gefahr einer ungeordneten Staatsinsolvenz und damit einhergehend eines ungeordneten Auseinanderbrechens der Währungsunion und einer erneuten Bankenkrise. Vor

kenunion. Hierauf wird in dieser Arbeit jedoch nicht weiter eingegangen, da die Diskussion dieser Maßnahmen den Rahmen dieser Arbeit sprengen würde.

diesem Hintergrund beschlossen am 8./9. Mai 2010, einem „dramatische[n] Wochenende für Europa“ (SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG, 2010, S. 81), die Finanzminister der EU u. a. einen Notfallfonds (European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM) einzuführen. Dieser Fonds erlaubte es, in finanzielle Schwierigkeiten geratene Mitgliedsländer der EU zu unterstützen.¹⁷

Die EZB flankierte die von den Finanzministern beschlossenen Maßnahmen, indem sie an dem auf das „dramatische Wochenende“ folgenden Montag das „Programm für die Wertpapiermärkte“ (Securities Markets Programme, SMP) einführte. Dieses Programm ermöglichte ihr, am Sekundärmarkt Staatsanleihen zu kaufen. Die EZB begründete die Einführung dieses Programms damit, den geldpolitischen Transmissionsmechanismus aufrechterhalten zu wollen. Für diese Transmission würden die Märkte für Staatsanleihen eine wichtige Rolle spielen, so dass Spannungen an diesen Märkten die geldpolitische Transmission erheblich behindern würden (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2010). Das Programm wurde im September 2012 durch die Geldpolitischen Outright-Geschäfte (Outright Monetary Transactions, OMT), auf die später noch näher eingegangen wird, abgelöst. Die Anleihen, die im Rahmen des SMP gekauft wurden, werden bis zur Endfälligkeit gehalten. Die EZB hat unter dem SMP griechische, irische, italienische, portugiesische und spanische Staatsanleihen gekauft. Zum 31.12.2012 betrug der Bestand insgesamt 218 Mrd. Euro, wobei die italienischen Anleihen mit 103 Mrd. Euro den größten Anteil ausmachten (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2013). Derzeit (Mai 2018) beträgt der Bestand an Wertpapieren, die im Rahmen des SMP gekauft wurden, noch 85 Mrd. Euro (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2018a).

¹⁷Für eine ausführliche Beschreibung dieser Krisensituation und der in dem Zusammenhang beschlossenen Rettungsprogramme für den Euroraum, zu denen auch der EFSM gehörte, siehe SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG (2010, drittes Kapitel, I)

5.1.2 Das SMP und Zentralbankunabhängigkeit

Abbildung 1 zeigt, dass die EZB in der Zeit als das SMP eingeführt wurde, weiter an Glaubwürdigkeit eingebüßt hatte. Ursächlich hierfür könnten die Kommunikation der EZB bei der Einführung des Programms sein, aber auch fiskalische Effekte, die mit dem Programm verbunden sind. **Kommunikation:** Bereits vor dem „dramatischen“ Wochenende wurde darüber spekuliert, ob die EZB krisenbedingt Staatsanleihen kaufen würde. Auf einen möglichen Anleihenkauf in der regulären Sitzung des Zentralbankrates am 6. Mai 2010, also nur vier Tage vor der Einführung des SMP, angesprochen, sagte Jean-Claude Trichet, der damalige Präsident der EZB, dass die Möglichkeit des Kaufs von Staatsanleihen im Zentralbankrat nicht diskutiert worden sei (TRICHET, 2010). Auch die Begründung für die Einführung des SMP überzeugte z. B. BERG/CARSTENSEN (2012) nicht. Worin die Störung des Transmissionsmechanismus genau lag, blieb ihnen unklar, genauso, warum man auf einen Anstieg der Renditen auf Staatsanleihen zur Aufrechterhaltung der Finanzstabilität mit dem aus ihrer Sicht problematischen Instrument des Ankaufs von Staatsanleihen reagierte. **Fiskalische Wirkungen:** Geldpolitische Maßnahmen haben grundsätzlich immer fiskalische Wirkungen. Wenn die EZB in „normalen“ Zeiten ihre Schlüsselszinssätze senkt, da eine sich abkühlende Wirtschaft einen negativen Effekt auf die Inflationsrate erwarten lässt, sinkt grundsätzlich das allgemeine Zinsniveau. Die Mitgliedsstaaten der Währungsunion können sich dann günstiger finanzieren, die Staatshaushalte werden entlastet. Der die Glaubwürdigkeit der EZB beeinträchtigende entscheidende Unterschied beim SMP ist, dass die EZB nur die Anleihen von Problemländern aufgekauft hat. Diese Maßnahme senkte somit in erster Linie die Finanzierungskosten der Problemländer. So kamen Zweifel bezüglich des Ziels dieser Maßnahme auf - wollte man möglicherweise in erster Linie Staatshaushalte entlasten? Zu bedenken ist, dass selbst wenn die Entlastung der Staatshaushalte nicht die Intention der EZB war, allein wenn Teile der Öffentlichkeit dies in Erwägung ziehen, ist dies für die Glaubwürdigkeit der Zentralbank schädlich. Der Verlust an

Glaubwürdigkeit ist grundsätzlich mit einer Gefahr für den Verlust der **formalen Unabhängigkeit** verbunden (siehe Kapitel 2.2.2 dieser Arbeit).

Von Weizsäcker geht noch einen Schritt weiter. Wenn eine Zentralbank nur die Anleihen von Ländern mit Haushaltsproblemen kauft, ist nicht mehr klar, inwiefern diese Maßnahme der Finanzierung von Staatshaushaltsdefiziten dient. Ist dies der Fall, ist sie also zu einem (impliziten) Staatsfinanzierer geworden, „ist es **[de facto]** mit ihrer **Unabhängigkeit** vorbei“ (VON WEIZSÄCKER, 2012, S. 93). Von Weizsäcker problematisiert in diesem Zusammenhang, dass in dieser Situation die Zentralbankratsmitglieder sich als Interessenvertreter ihrer Heimatländer verstehen können, zumindest unter politischem Druck stehen. Damit wächst auch der Druck auf die Zentralbankratsmitglieder der anderen Länder im Interesse ihrer Heimatländer zu agieren, d. h. eine von politischen Interessen unabhängige Geldpolitik ist nicht mehr gegeben.

Zu bedenken ist im Zusammenhang mit dem SMP jedoch nicht nur eine mögliche Gefahr für die Unabhängigkeit der EZB, sondern auch ein mögliches **Demokratie-defizit**, das mit dem Einsatz dieses Instrumentes einhergeht (siehe Kapitel 2.2.3 dieser Arbeit): Das SMP hat stärkere Verteilungseffekte hervorgerufen als konventionelle geldpolitische Maßnahmen, da die EZB nur die Anleihen von einigen Ländern gekauft hat.

Ein weiterer, grundsätzlicher Kritikpunkt an dem SMP ist, dass es zu **Fehlansreizen** führt, indem ein geringerer Anreiz besteht, notwendige Haushaltskonsolidierungen vorzunehmen, da die disziplinierende Wirkung der Kapitalmärkte, die eine schlechte Haushaltsführung mit höheren Zinsforderungen bestraft, reduziert wird. Diesem Problem würde man entgegenwirken, wenn die EZB die Käufe von Staatsanleihen an Auflagen zur Haushaltskonsolidierung knüpft. Dies würde jedoch einen direkten Eingriff in die Fiskalpolitik bedeuten, für die die unabhängige Zentralbank kein Mandat, also keine demokratische Legitimation hat.

Bei all diesen Kritikpunkten ist jedoch zu berücksichtigen, dass es für das optimale Verhalten der Zentralbank in einer Staatsschuldenkrise keine Regeln und keine Blaupausen gab. Die Gefahr eines ungeordneten Staatsbankrotts, eines ungeordneten Auseinanderbrechens der Währungsunion und damit einhergehend einer erneuten Bankenkrise „ließen der EZB praktisch keine andere Wahl“ (LAMLA/STURM, 2012, S. 87) als durch den Ankauf von Staatsanleihen zu versuchen, die Höhe der Zinsen auf Staatsanleihen der Problemländer zu senken. Die EZB agierte somit als LoLR für Staaten. Dies war aufgrund der Kommunikation und Ausgestaltung des SMP mit Kosten (Glaubwürdigkeitsverlust der EZB, Demokratiedefizit) verbunden.

Grundsätzlich ist die Rolle der EZB als **LoLR auch für Staaten** sinnvoll. Sie ist letztendlich die einzige Institution, die aufgrund ihrer Möglichkeit der unbegrenzten Bereitstellung von Liquidität in der Lage ist, glaubwürdig eine mit erheblichen realwirtschaftlichen Kosten verbundenen Systemkrise zu verhindern. Die erwarteten Kosten dieser LoLR-Funktion sind jedoch zu minimieren. Die Politik in der Währungsunion geht in diese Richtung: Der Fiskalvertrag, der verschärfte Stabilitäts- und Wachstumspakt und das sogenannte Europäische Semester¹⁸ sind mit dem Ziel beschlossen worden, ein „schlagkräftiges System einer neuen haushaltspolitischen Überwachung [zu schaffen], um die Haushaltsdisziplin in den einzelnen Staaten zu verbessern und gesunde öffentliche Finanzen für die Zukunft sicherzustellen“ (BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN, 2018). Sollte ein Mitgliedsland in finanzielle Schwierigkeiten kommen, besteht die Möglichkeit, auf den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) zurückzugreifen und finanzielle Unterstützung z. B. in Form von Krediten zu bekommen. Diese 2012 geschaffene zwischenstaatliche Finanzinstitution fungiert somit als Rettungsschirm für Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion.¹⁹ Wirken diese Maßnahmen, wird die Wahrscheinlichkeit dass

¹⁸Für eine Beschreibung der Instrumente siehe BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN (2018).

¹⁹Zur Finanzierung entsprechender Hilfsmaßnahmen verfügt der ESM über ein von den Mitgliedsländern gezeichnetes Stammkapital von 705 Mrd. Euro, wobei es sich bei 81 Mrd. Euro um eingezahltes und bei 624 Mrd. Euro um abrufbares Kapital handelt. Der deutsche Finanzierungsanteil am ESM beträgt entsprechend dem EZB-Schlüssel rund 27 Prozent. Dies entspricht rund

die Zentralbank als LoLR für einen Staat agieren muss, und damit die erwarteten Kosten ihrer LoLR-Funktion, reduziert. Das SMP wurde 2012 von den Outright Monetary Transactions (OMT) abgelöst. Damit wurden die erwarteten Kosten der LoLR-Funktion weiter reduziert, wie im folgenden Kapitel näher ausgeführt wird.

5.2 Outright Monetary Transactions (OMT)

5.2.1 Beschreibung der OMT

Im Verlauf des Jahres 2012 hatte sich die Krise im Euroraum wieder verschärft. Es bestand ein Teufelskreis zwischen Banken-, Staatsschulden- und makroökonomischer Krise, die Instabilität des Euroraums nahm deutlich zu (SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG, 2012, Zweites Kapitel, I). Es wurde über ein ungeordnetes Auseinanderbrechen der Währungsunion spekuliert. Aufgrund der massiven finanzpolitischen Probleme Griechenlands bestand die Angst vor Ansteckungseffekten auf andere hochverschuldete Länder, wie z. B. Italien, Spanien und Portugal. Es bestand die Gefahr, dass es aufgrund eines ungeordneten Auseinanderbrechens der Währungsunion und Ansteckungseffekten zwischen den Krisenländern (erneut) zu einer weltweiten Finanzkrise kommt. Vor diesem Hintergrund hielt der EZB-Präsident Mario Draghi am 26. Juli 2012 in London eine, insbesondere aufgrund der Passage „Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough“ (DRAGHI, 2012), berühmt gewordene Rede. Diese Aussage wurde von Teilnehmern an den Finanzmärkten dahingehend interpretiert, dass die EZB im Notfall eingreifen und in einem hinreichend großen Ausmaß Staatsanleihen kaufen würde.

Im September 2012 kündigte die EZB schließlich die Einführung eines neuen Instruments an, die Geldpolitischen Outright-Geschäfte (Outright Monetary Tran-

21,7 Milliarden Euro an eingezahltem und rund 168,3 Milliarden Euro an abrufbarem Kapital. Maximal darf der ESM 500 Mrd. Euro ausleihen.

sactions, OMT). Bei den OMT handelt es sich um ein Programm zum Ankauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt von Mitgliedsländern mit finanziellen Schwierigkeiten. Die OMT haben das SMP abgelöst. Ein entscheidender Unterschied zum SMP ist, dass die EZB im Rahmen der OMT nur Staatsanleihen von sog. Programmländern kauft, d. h. von Ländern, die Hilfen aus dem ESM erhalten. Die EZB will mit den OMT den „ ... Transmissionsmechanismus [sicherstellen, in der Lage sein,] gegen schwere Verwerfungen an den Staatsanleihemärkten vor[zugehen, die insbesondere auf unbegründete Ängste seitens der Anleger bezüglich der Reversibilität des Euro zurückzuführen sind ... [und damit über einen] hochwirksamen Sicherungsmechanismus zur Vermeidung destruktiver Szenarien, die gravierende Herausforderungen für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet beinhalten könnten [verfügen]...“ (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2012b, S. 7).²⁰ Bis dato (Mai 2018) hat die EZB im Rahmen der OMT noch keine Anleihen gekauft.

5.2.2 Die OMT und Zentralbankunabhängigkeit

Die Einführung dieses Instruments hat erneut Diskussionen darüber ausgelöst, inwiefern die EZB damit ihr Mandat überschreiten würde. Sie bewege sich zu nah an der Fiskalpolitik, der entsprechende Ankauf von Staatsanleihen käme einer monetären Staatsfinanzierung gleich. Die Glaubwürdigkeit der EZB hatte erneut gelitten (siehe auch Abbildung 1), und ein signifikanter Rückgang an Glaubwürdigkeit einer Zentralbank stellt eine Gefahr für ihre formale Unabhängigkeit dar (siehe Kapitel 2.2.2 dieser Arbeit) .

Wie beim SMP handelt es sich bei den OMT um ein Kriseninstrument. Setzt die EZB dieses Instrument ein, agiert sie als **LoLR für Staaten**. Damit reduziert die Existenz dieses Instrumentes die Gefahr einer möglichen, mit hohen realwirtschaftlichen Kosten verbundenen Systemkrise (unkontrolliertes Auseinanderbrechen der

²⁰Für eine Beschreibung der OMT siehe z. B. EUROPEAN CENTRAL BANK (2012a), EUROPEAN CENTRAL BANK (2012b), SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG (2012, S.86-88).

Währungsunion, ungeordnete Staatsinsolvenzen, Zusammenbruch des Bankensektors). Unter diesem Aspekt handelt es sich bei den OMT um ein wichtiges Instrument der EZB, denn sie ist die einzige Institution, die diese Rolle eines LoLR glaubwürdig übernehmen kann. Wie bereits bei den Ausführungen zum SMP beschrieben, sollten durch entsprechende institutionelle Rahmenbedingungen die erwarteten Kosten dieser Funktion (wie ein Glaubwürdigkeitsverlust der Zentralbank, ein mögliches Demokratiedefizit, Fehlanreize bei der Haushaltskonsolidierung) jedoch minimiert werden. Erste Maßnahmen, die die Wahrscheinlichkeit des notwendigen Agierens der EZB als LoLR reduzieren, und damit die erwarteten Kosten dieser Funktion, sind bereits ergriffen worden (siehe hierzu die Ausführungen zum SMP). In Bezug auf die Kosten ist weiterhin zu berücksichtigen, dass die OMT einen wichtigen Unterschied zum SMP aufweisen. Da die EZB im Rahmen der OMT nur Staatsanleihen von Ländern kauft, die Hilfen aus dem ESM erhalten, werden zwei Probleme, die beim SMP auftraten, gemildert. Erstens, die beschriebenen mit dem SMP verbundenen **Fehlanreize** für Staaten fallen geringer aus, da ein EZB-Staatsanleihenkauf durch die ESM-Hilfen indirekt an (schmerzhaft) Auflagen in Form von durchzuführenden wirtschafts- und finanzpolitischen Reformen gebunden ist. Zweitens, die mit dem SMP verbundenen **Verteilungseffekte** aufgrund der unterschiedlichen fiskalischen Wirkungen treten zwar auch bei den OMT auf, aber der entscheidende Unterschied ist, dass diese Verteilungseffekte, zumindest indirekt, demokratisch legitimiert sind. Hilfen aus dem ESM bedürfen der Zustimmung nationaler Parlamente, so dass das Problem eines möglichen Demokratiedefizits geringer ist.²¹ Auch bei dieser LoLR-Funktion ist zu überlegen, ob sie explizit in den Europäischen Verträgen fixiert werden sollte. Agiert die EZB dann im Krisenfall als LoLR, handelte sie eindeutig im Rahmen ihres Mandats. Auch könnte sie ihre Politik glaubhafter kommunizieren: Die OMT werden im Notfall eingesetzt, um eine Systemkrise zu verhindern, nicht

²¹Über die Gewährung von Finanzhilfen entscheidet der Gouverneursrat, der sich aus den Finanzministern der Mitgliedsländer zusammensetzt, einstimmig. Der deutsche Vertreter darf nur zustimmen, wenn zuvor die Zustimmung des Deutschen Bundestages erfolgt ist.

um in erster Linie den geldpolitischen Transmissionsmechanismus aufrechtzuerhalten, wie die Argumentation bislang beispielsweise in Bezug auf das SMP lautete.

6 Ausgewählte Maßnahmen der EZB nach der Finanz-und Staatsschuldenkrise

6.1 Public Sector Purchase Programme (PSPP)

6.1.1 Beschreibung des PSPP

Zu Beginn des Jahres 2013 lag die Inflationsrate im Euroraum (gemessen als Veränderung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex gegenüber dem Vorjahr) bei knapp 2 %. Sie sank dann kontinuierlich, bis sie im Januar 2015 mit -0.6 % einen Tiefpunkt erreichte (Datenquelle: EZB).²² Projektionen der EZB wiesen Anfang des Jahres 2015 auf einen relativ niedrigen Inflationpfad hin, die angestrebte Zielinflationsrate von 2 % schien für eine längere Zeit nicht erreichbar. Die EZB befürchtete, dass „inflation would remain too low for a prolonged period, implying risks to medium-term price stability.“ (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2015b, S. 15). Das Problem war jedoch, dass über Zinssatzsenkungen zusätzliche expansive geldpolitische Impulse nicht mehr möglich waren. Die Schlüsselzinssätze der EZB lagen schon nah an ihrer effektiven Zinsuntergrenze (effective lower bound).²³ Vor diesem Hintergrund beschloss die EZB im Januar 2015 das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP). Insgesamt wurden im Rahmen dieses auch Quantitative Easing genannten geldpolitischen Instruments von der EZB bislang (Stand April 2018) Wertpapiere des öffentlichen und privaten Sektors

²²Marktbasierete Messgrößen der mittel- und langfristigen Inflationserwartungen lagen im Januar 2015 zwischen 1,5 % und 1,6 %, umfragebasierte Messgrößen der langfristigen Inflationserwartungen lagen bei 1,8 %, kürzerfristige umfrage- und marktbasierete Inflationserwartungen waren rückläufig (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2015c, S. 12).

²³Im Januar 2015 lag der Zinssatz auf die Hauptrefinanzierungsgeschäfte der EZB bereits bei 0,05 %, der Zinssatz auf ihre Einlagefazilität war mit -0.2 % bereits negativ, der Zinssatz auf die Spitzenrefinanzierungsfazilität lag bei 0,3 % (Datenquelle: EZB).

im Umfang von 2.400 Milliarden Euro gekauft, wobei mit einem Anteil von 82 % die Wertpapiere, die im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme, PSPP) erworben wurden, den mit Abstand größten Anteil ausmachen.²⁴ Die Wertpapierkäufe, die im Rahmen des PSPP getätigt werden unterliegen bestimmten Regeln. So dürfen die Käufe nur auf dem Sekundärmarkt getätigt werden. Ferner werden Staatsanleihen aller Länder der Währungsunion gekauft, wobei sich die jeweiligen Anteile grundsätzlich nach dem EZB-Kapitalschlüssel richten. Auch dürfen nur bis zu 33 % einer einzelnen Staatsanleihe und auch insgesamt nur 33 % des gesamten ausstehenden Anleihevolumens eines Landes vom Eurosystem gehalten werden. Die Staatsanleihen eines Landes werden nur von der jeweiligen nationalen Zentralbank gekauft, also z. B. deutsche Staatsanleihen nur von der Deutschen Bundesbank, italienische Staatsanleihen nur von der Banca d'Italia. Mögliche Verluste durch Ankäufe, die von den nationalen Zentralbanken durchgeführt werden, unterliegen nicht der Verlustteilung innerhalb des Eurosystems.²⁵ Ziel dieser Anleihekäufe ist es, die langfristigen Zinsen direkt zu senken, um somit die Finanzierungsbedingungen für Haushalte und Unternehmen zu verbessern, damit diese mehr konsumieren und investieren, so dass die aggregierte Nachfrage und damit auch die Preise steigen, bis schließlich wieder eine Zielinflationsrate von unter aber nahe 2 % erreicht ist (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2015a).

²⁴Im Rahmen dieses Programms wurden monatlich von März 2015 bis März 2016 für 60 Milliarden Euro, von April 2016 bis März 2017 für 80 Milliarden Euro, von April 2017 bis Dezember 2017 erneut 60 Milliarden Euro Wertpapiere des öffentlichen und privaten Sektors gekauft. Seit Januar 2018 beträgt das Ankaufsvolumen monatlich 30 Milliarden Euro. Das APP besteht aus dem Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (Covered Bond Purchase Programme, CBPP 3), dem Programm zum Ankauf forderungsbesicherter Wertpapiere (Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP), dem Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme, PSPP) und dem Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP). Im April 2018 betragen die entsprechenden Wertpapierbestände der EZB (in Milliarden Euro): PSPP 1.969; CSPP: 152; CBPP3 252; ABSPP 27 (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2018a).

²⁵Für diese und weitere Informationen zum PSPP siehe EUROPEAN CENTRAL BANK (2018b).

6.1.2 Das PSPP und Zentralbankunabhängigkeit

Insbesondere in Deutschland stieß die Einführung des APP, und hier insbesondere das Programm zum Ankauf von Staatsanleihen auf heftige Kritik. Man befürchtete, dass das Kaufprogramm nur eine relativ geringe Wirkung entfalten, aber mit erheblichen Risiken und negativen Nebenwirkungen verbunden sein würde.²⁶ Zu diesen Risiken und negativen Nebenwirkungen zählen z. B. die Fehlallokation von Kapital und Risiken, das Risiko der Bildung von Vermögenspreisblasen, Fehlanreize für Regierungen in Form von Verschleppungen notwendiger Reformen, ein Glaubwürdigkeitsverlust der EZB (und damit auch indirekt die Gefahr, an Unabhängigkeit einzubüßen), aber auch die direkte Gefahr an Unabhängigkeit zu verlieren. Auf die letztgenannten beiden Aspekte wird im Folgenden näher eingegangen.

Mit der Einführung des PSPP hat die EZB an Vertrauen und **Glaubwürdigkeit**, insbesondere in Deutschland, eingebüßt (siehe auch Abbildung 1). Wie unter anderen auch von Jens Weidmann thematisiert, ist ein Problem der Staatsanleihenkäufe durch das Eurosystem, die Verwischung der Grenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik (siehe z. B. WEIDMANN, 2017). Die Nähe zur Fiskalpolitik wirft grundsätzlich zwei Fragen auf: Erstens, ist dieser Ankauf mit dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung vereinbar? Zweitens, überschreitet die EZB mit dem Ankauf der Staatsanleihen ihr Mandat? Bezüglich beider Fragen wurde Verfassungsbeschwerde beim Bundesverfassungsgericht erhoben und ein entsprechendes Verfahren eröffnet. Mit Beschluss vom 22. Juli 2017 wurde dieses Verfahren ausgesetzt und dem Europäischen Gerichtshof vorgelegt. In einer entsprechenden Erklärung gibt das Bundesverfassungsgericht bekannt, dass aus seiner Sicht Zweifel bestehen, ob der PSPP-Beschluss mit dem Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung vereinbar ist und vom Mandat der EZB gedeckt ist (BUNDESVERFASSUNGSGERICHT, 2017). Die Bevölke-

²⁶Siehe z. B. SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG (2015, S. 141-145), DEUTSCHE BUNDESBANK (2016), WEIDMANN (2017). Auf die Risiken und Nebenwirkungen, die insbesondere auch mit einem möglichen Ausstieg aus diesem Programm verbunden sind, ist auch Vítor Constâncio, der Vizepräsident der EZB, eingegangen (CONSTÂNCIO, 2017).

nung erreicht demnach die Information, dass das Bundesverfassungsgericht Zweifel an der Rechtmäßigkeit des PSPP hegt. Hinzukommt, dass auch der Bundesbankpräsident, Jens Weidmann, gegen den Einsatz dieses Programms ist, aber mit seiner Meinung im Zentralbankrat keine Mehrheit findet. Überschriften von Zeitungsartikeln, die sich mit dem PSPP befassen lauten z. B.:²⁷ „... Mario Draghi enteignet die deutschen Sparer“ (Bild Zeitung 19.01.2015), „Die falsche Medizin von Doktor Draghi“ (Rheinische Post 22.1.2015), „Wie die EZB Vertrauen zerstört“ (Frankfurter Allgemeine Zeitung 22.1.2015), „Notenbank als Geisterfahrer“ (Süddeutsche Zeitung 23.1.2015), „Draghi-Schock: Machen die EZB-Banker unser Geld kaputt?“ (Bild Zeitung 24.01.2015), „Wem Draghis Geldpolitik wirklich nutzt“ (Süddeutsche Zeitung 12.3.2016), „Warum die EZB Verbotenes tut“ (Frankfurter Allgemeine Zeitung 24.01.2018). Diese Zeitungsartikel spiegeln auf der einen Seite das gesunkene Vertrauen in die Geldpolitik der EZB wider. Auf der anderen Seite verstärken sie jedoch auch den Vertrauens- und Glaubwürdigkeitsverlust der EZB in der Bevölkerung. Entscheidend ist in diesem Zusammenhang nicht, ob die EZB tatsächlich monetäre Staatsfinanzierung betreibt, tatsächlich ihr Mandat überschreitet, sondern inwiefern ein hinreichend hoher Anteil der Bevölkerung dieses glaubt, inwiefern die EZB also an Glaubwürdigkeit eingebüßt hat. Die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank ist jedoch wichtig, um die **formale Unabhängigkeit** einer Zentralbank zu sichern (siehe Kapitel 2.2.2).

Von diesem Programm geht aber auch eine Gefahr für die **de facto Unabhängigkeit** der EZB aus. Die Verschuldung eines Großteils der Mitgliedsländer liegt nach wie vor auf einem sehr hohen Niveau²⁸ und aufgrund der Staatsanleihenkäufe sind „[the] national central banks ... the most important creditors to their governments, which might ultimately put the independence of monetary policy at risk“

²⁷Die Artikel befinden sich jeweils auf der Website der entsprechenden Zeitung: bild.de, rp-online.de, faz.net, sueddeutsche.de. Abgerufen am 09.02.2018.

²⁸Das Verhältnis von Staatsschulden zum Bruttoinlandsprodukt lag im Jahr 2017 im Euroraum insgesamt bei 89 %, für Italien betrug dieser Wert 132 %, für Spanien 98 % und für Frankreich 97 % (Datenquelle: EZB).

(WEIDMANN, 2018). Im Sinn von SARGENT/WALLACE (1981) kann es zu einem Regime fiskalischer Dominanz kommen. Sargent and Wallace argumentieren, dass, wenn die Geldpolitik die Fiskalpolitik dominiert, die Zentralbank unabhängig Geldpolitik durchführen kann, woraus sich letztendlich der Betrag ergibt, den sie in Form von Seignorage an die Finanzbehörde abführt. Die Finanzbehörde unterliegt dann der Restriktion, ihren den Staatshaushalt so zu gestalten, dass ein Defizit durch eine Kombination aus der Ausgabe neuer Staatsanleihen und von der Zentralbank bestimmte Seignorage finanziert werden kann. Dominiert hingegen die Fiskalpolitik die Geldpolitik, setzt die Finanzbehörde ihren Staatshaushalt auf, und die Zentralbank ist gezwungen, ihre Geldpolitik so zu gestalten, dass der Anteil des Defizits, der nicht mehr durch die Ausgabe neuer Staatsanleihen gedeckt werden kann, über eine entsprechende Seignorage finanziert wird. Sich auf die Ausführungen von SARGENT/WALLACE (1981) beziehend spricht man von **fiskalischer Dominanz**, wenn die Zentralbank gezwungen ist, die Fiskalpolitik der Regierung zu unterstützen (DE HAAN/EIJFFINGER, 2016, S. 5). Lange Zeit wurde fiskalische Dominanz als ein nur in der Theorie relevantes Problem betrachtet, mit der extrem hohen Verschuldung vieler Länder ist eine Situation fiskalischer Dominanz jedoch zu einer realen Gefahr geworden (DE HAAN/EIJFFINGER, 2016, S. 5). Im Euroraum wird diese Gefahr durch das PSPP verstärkt. Das Programm wirkt direkt auf die Rendite der Staatsanleihen und damit auf die Zinsbelastung der Staatshaushalte. Dies erhöht den politischen Druck langsamer aus dem Programm auszusteigen als es aus Sicht einer in erster Linie an einer Aufrechterhaltung der Preisniveaustabilität orientierten Geldpolitik geboten scheint. Augenscheinlich steigt das Risiko der fiskalischen Dominanz, je länger das PSPP beibehalten wird.

Darauf, dass insgesamt die Risiken, die mit dem PSPP verbunden sind, mit der Fortdauer des Programms steigen, weist auch CONSTÂNCIO (2017) hin. So führt er u. a. aus, dass insbesondere aufgrund von Unsicherheiten bezüglich der Messung gesamtwirtschaftlicher Aktivitäten und eines möglichen Inflationsdrucks verbunden

mit der Wirkungsverzögerung geldpolitischer Maßnahmen, die Geldpolitik der EZB möglicherweise bereits „behind the curve without realising it“ sein könnte. Dieses würde eine entsprechend starke Korrektur der Geldpolitik erfordern, was aber mit erheblichen Risiken für den Finanzsektor verbunden sei, da die Refinanzierungskosten der Banken dann schneller stiegen als die Zinserträge aus ihren Kreditgeschäft (CONSTÂNCIO, 2017). Diese Argumentation fortführend, besteht demnach die Gefahr einer **finanziellen Dominanz**. Finanzielle Dominanz besteht, wenn „ ... central banks take financial-sector doings as fixed and adapt their monetary strategies to minimize systemic damage from financial-sector risks“ (HELLWIG, 2015, S. 26).

Das PSPP stellt demnach eine Gefahr für die Unabhängigkeit der EZB dar, weil es zu einem Glaubwürdigkeitsverlust der EZB geführt hat, und weil es die Gefahr der fiskalischen und finanziellen Dominanz verstärkt.

Wie im Kapitel 2.2.3 ausgeführt, ist die Maßnahme einer politisch unabhängigen Institution ein Problem, wenn mit dieser Maßnahme (signifikante) **Verteilungseffekte** verbunden sind, da diese einer demokratischen Legitimation bedürfen. Anders als beim SMP kauft das Eurosystem im Rahmen des PSPP jedoch grundsätzlich Staatsanleihen von allen Ländern der EWU gemäß ihrem Kapitalschlüssel, so dass alle und nicht nur einige Länder von der Maßnahme betroffen sind. Auch Verteilungseffekte aufgrund von möglichen Verlusten aus den Staatsanleihenkäufen treten grundsätzlich nicht auf, da diese von den nationalen Zentralbanken durchgeführt werden und nicht der Verlustteilung innerhalb des Eurosystems unterliegen.²⁹

²⁹Mögliche Verluste aus den Staatsanleihenkäufen könnten jedoch mit den TARGET2-Salden verbunden sein, und zwar in dem Fall, in dem ein Land aus der Währungsunion ausscheidet. Aufgrund bestimmter institutioneller Rahmenbedingungen haben sich die TARGET2-Salden mit dem PSPP (absolut) erheblich erhöht (z. B. der positive Saldo der Deutschen Bundesbank und die negativen Salden der italienischen und der spanischen Zentralbank. Zu den Hintergründen siehe hierzu BALDO ET AL. (2017).

6.2 Single Supervisory Mechanism (SSM)

6.2.1 Beschreibung des SSM

Im Juli 2013 stimmte der Deutsche Bundesrat einem im Juni 2013 vom Deutschen Bundestag verabschiedeten Gesetz zu, welches die Zustimmung des deutschen Vertreters im Europäischen Rat zur Errichtung eines einheitlichen europäischen Aufsichtsmechanismus für Banken (Single Supervisory Mechanism, SSM) und damit zur Übertragung der Bankenaufsicht auf die EZB zum November 2014 erlaubte. Seit dem 4. November 2014 werden die bedeutenden Kreditinstitute direkt von der EZB, die weniger bedeutenden Kreditinstitute von den nationalen Aufsichtsbehörden, in Deutschland also von der Bundesbank und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), beaufsichtigt.³⁰ Die EZB hat aber die Möglichkeit, die Aufsicht weiterer Banken jederzeit an sich ziehen. Als Rechtsgrundlage für die Übertragung der Bankenaufsicht auf die EZB wird grundsätzlich Artikel 127 (6) AEUV angeführt. Dieser Artikel lässt die Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute auf die EZB zu. Die Übertragung der Bankenaufsicht auf die EZB erfolgte mit dem Ziel „...einen Beitrag zur Zuverlässigkeit und Solidität von Kreditinstituten sowie zur Stabilität des Finanzsystems in der EU und jedem einzelnen Mitgliedsstaat zu leisten“ (Kapitel I der SSM-Verordnung).

Mit der Übernahme der Bankenaufsicht wurden der EZB weitreichende Aufsichts- und Untersuchungsbefugnisse eingeräumt. So kann sie im Rahmen ihrer bankaufsichtlichen Aufgaben z. B. Banken die Zulassung entziehen, von ihnen verlangen, Geschäftsbereiche einzuschränken oder Geschäftsfelder ganz zu veräußern, auch kann die EZB bei Verstoß gegen gesetzliche Vorschriften Sanktionen in

³⁰Eine Bank (oder Bankengruppe) ist bedeutend, wenn ihre Bilanzsumme mindestens 30 Mrd. Euro umfasst (oder 20 Prozent des nationalen Bruttoinlandsprodukts) und sie zu den drei größten Kreditinstituten des teilnehmenden Staates gehört; in Deutschland werden (Stand Januar 2017) 21 Banken(-gruppen) direkt von der EZB beaufsichtigt, 1.660 weniger bedeutende Banken von der Bundesbank und der BaFin (DEUTSCHE BUNDESBANK, 2018).

Form von Geldstrafen verhängen. Geregelt sind diese Befugnisse im Kapitel III der SSM-Verordnung.

Die EZB muss auch bezüglich ihrer bankenaufsichtlichen Aufgaben unabhängig handeln (Kapitel IV der SSM-Verordnung). Die aufsichtlichen Aufgaben werden von einem internen Organ der EZB, dem Aufsichtsgremium, wahrgenommen. In diesem Gremium sitzen vier Vertreter der EZB, die nicht mit direkten geldpolitischen Aufgaben betraut sein dürfen, und aus jedem Land jeweils ein Vertreter der nationalen Bankenaufsicht. Hinzukommen ein Vorsitzender und ein stellvertretender Vorsitzender. Der Vorsitzende des Aufsichtsgremiums darf nicht Mitglied des Zentralbankrates sein. Der Stellvertreter hingegen ist ein Mitglied des Direktoriums und damit auch des Zentralbankrates. Das Aufsichtsgremium schlägt dem Zentralbankrat vollständige Beschlussvorlagen zur Annahme vor, so dass auch in aufsichtlichen Fragen der Zentralbankrat die endgültigen Entscheidungen trifft. Diese organisatorischen Aspekte sind im Kapitel IV der SSM-Verordnung geregelt.

6.2.2 Der SSM und Zentralbankunabhängigkeit

Die beschriebene Übertragung der Bankenaufsicht auf die EZB ist unter dem Aspekt der Zentralbankunabhängigkeit kritisch zu sehen. Die Glaubwürdigkeit der EZB kann aus verschiedenen Gründen mit der Übertragung der Bankenaufsicht gesunken sein. So wurde bereits die primärrechtliche Grundlage, auf der die Übertragung stattfand, kritisch diskutiert (siehe z. B. LEHMANN/MANGER-NESTLER (2014, Kapitel III.1) und NEYER/VIETEN (2014, V.2)). In dem als Rechtsgrundlage angeführten Artikel 127 AEUV heißt es, dass „besondere Aufgaben“ im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute auf die EZB übertragen werden können. Die Frage ist, ob die Übertragung der gesamten Bankenaufsicht auf die EZB mit weitreichenden Befugnissen durch diesen Artikel gedeckt ist. LEHMANN/MANGER-NESTLER (2014, S. 7) verneinen dies und argumentieren, dass „eine Anpassung insbesondere von Art. 127 (Abs. 6) dringend anzuraten“ ist. Die Glaubwürdigkeit gerade einer nicht par-

lamentarisch kontrollierten Institution wird geschwächt, wenn die Rechtmäßigkeit ihrer Aufgaben in Frage gestellt wird. Die Glaubwürdigkeit der EZB kann ebenfalls durch einen möglichen Zielkonflikt beeinträchtigt werden. Dieser kann z. B. bestehen, wenn aus geldpolitischer Sicht in Erwägung gezogen werden müsste, die Zinsen zu erhöhen, dies aber aus aufsichtlicher Sicht problematisch ist, da dies einen ohnehin mit finanziellen Problemen kämpfenden Bankensektor weiter belasten würde. Wenn die Zentralbank in dem Fall die Zinsen (noch) nicht erhöht, stellt sich die Frage, ob die Notwendigkeit aus ihrer geldpolitischen Sicht noch nicht besteht, oder ob der Bankensektor nicht weiter belastet werden soll. In einer akuten Krisensituation, wenn systemische Risiken bestehen, wird auch eine ausschließlich für die Aufrechterhaltung von Preisniveaustabilität verantwortliche Zentralbank Maßnahmen zur Stabilisierung des Bankensektors ergreifen. „Doch wie ist zu entscheiden, wenn nicht der Extremfall droht, sondern nur die Gefahr einer Einschränkung der Funktionsfähigkeit des Bankensektors? Wie stark darf die erwartete Einschränkung sein, ohne dass stabilisierende Maßnahmen zu Lasten eines möglicherweise höheren Preisniveaus akzeptiert werden?“ (NEYER/VIETEN, 2014, S. 357). HELLOWIG (2011) führt in diesem Zusammenhang aus, dass „if banking supervision and monetary policy are under the same roof, the integrity of monetary policy can be compromised by concerns about financial institutions. Such a development can lead to bad monetary policy.“ Die Gefahr der **finanziellen Dominanz** wurde demnach durch die Übertragung der Bankenaufsicht auf die EZB verstärkt. Um diesen potenziellen Zielkonflikt zu entschärfen, wurden Regelungen eingeführt (Artikel 25 SSM-Verordnung), die eine „Chinesische Mauer“ zwischen den geld- und aufsichtlichen Aufgaben der EZB errichten sollen, indem es z. B. eine organisatorische Trennung zwischen dem Personal, das sich mit geldpolitischen und dem, das sich mit aufsichtlichen Aufgaben befasst gibt und eine strikte Trennung der entsprechenden Sitzungen und Tagesordnungen. Doch diese Regelungen schränken die Glaubwürdigkeit der EZB ein. So rufen sie Widersprüche hervor: Auf der einen Seite soll es eine strikte Trennung

der geld- und aufsichtlichen Funktion geben, wie es Artikel 25 der SSM-Verordnung vorsieht. Auf der anderen Seite wird aber z. B. von einem Mitglied des Zentralbankrates betont, dass der Vorteil der Zusammenlegung dieser Politikbereiche in einer besseren Abstimmung liegt: „Monetary policy interacts with supervisory and regulatory policies ... If the monetary policy objective and the supervisory objective are distinctly defined and separate instruments are assigned to each of them, then a single institution could take the interdependencies better into account than separate authorities.” (CŒURÉ, 2013). Ferner ist eine strikte personelle Trennung nicht erfolgt und auch gar nicht möglich. So ist *ein* Mitglied im Aufsichtsgremium, also dem Gremium, welches für aufsichtliche Aufgaben zuständig ist, gleichzeitig Mitglied im Zentralbankrat. Auch werden die geldpolitischen wie die aufsichtlichen Entscheidungen letztendlich vom gleichen Gremium, dem Zentralbankrat getroffen. Das Aufsichtsgremium darf keine Entscheidungen treffen, dies verhindert das europäische Primärrecht. Das Gremium legt deshalb dem Zentralbankrat vollständige Beschlussvorlagen vor, die Entscheidung liegt also letztendlich beim Zentralbankrat. Liegen Meinungsverschiedenheiten zwischen diesen beiden Gremien vor, wird eine Schlichtungsstelle eingeschaltet. Dies führt zu einem weiteren Problem im Zusammenhang mit der übernommenen Bankenaufsicht in Bezug auf die Glaubwürdigkeit der EZB: wer entscheidet denn nun eigentlich, wer ist verantwortlich?

Bislang wurde argumentiert, dass die Übertragung der Bankenaufsicht auf die EZB eine **Gefahr für ihre Unabhängigkeit** implizieren kann. Ein anderes Problem ist, dass die EZB mit der Übernahme der Bankenaufsicht weitreichende Befugnisse eingeräumt wurden, sie mit hoheitlichen Aufgaben und Befugnissen betraut wurde, die der parlamentarischen Kontrolle bedürfen (Banken die Zulassung entziehen, von ihnen verlangen, Geschäftsbereiche einzuschränken oder Geschäftsfelder ganz zu veräußern, Verhängung von Sanktionen in Form von Geldstrafen). Diesbezüglich stellt somit die Unabhängigkeit der EZB selbst ein Problem dar, indem ein **Demokratiedefizit** vorliegen kann. Ferner ist in diesem Zusammenhang zu

bedenken, dass diese Entscheidungen keinen Effekt auf die Eurozone als Ganzes haben, sondern nur bestimmte Institute, gegebenenfalls Regionen betreffen. Diese Entscheidungen sollten deshalb gewählten Politikern überlassen werden und nicht an eine unabhängige Institution delegiert werden (siehe Kapitel 2.2.3). Dies ist um so wichtiger, wenn mit der Entscheidung auch fiskalische Effekte verbunden sind, denn „... when it comes to deciding which financial institutions shall live on with taxpayer support ... and which shall die ..., political legitimacy is critically important. The central bank needs an important place at the table, but it should not be making such decisions on its own. If the issue becomes politicized, as is highly likely, the Treasury, not the central bank, should be available to take most of the political heat—even if the central bank provides most of the money.” (BLINDER, 2012, S. 5).

Insgesamt ist demnach die Übertragung der Bankenaufsicht auf die EZB unter dem Aspekt der Unabhängigkeit der Zentralbank kritisch zu sehen. Die Übertragung stellt zum einen eine erhebliche Gefahr für den Verlust ihrer Glaubwürdigkeit dar (fragwürdige Rechtsgrundlage, Zielkonflikt, nicht überzeugend implementierte Maßnahmen zur Entschärfung dieses Konflikts), und zum anderen hat sie damit Aufgaben und Befugnisse übernommen, die der parlamentarischen Kontrolle unterliegen sollten (Demokratiedefizit). Insgesamt kann man die Problematik mit BUITER (2017, S. 34) zusammenfassen, der diesbezüglich auch noch weitere Aktivitäten der Zentralbanken nach der Krise mit einbezieht: „Central banks [are] not ‘sticking to their knitting.’“

6.3 Makroprudenzielle Überwachung

6.3.1 Beschreibung der makroprudenziellen Überwachung

Vor dem Ausbruch der globalen Finanzkrise wurde grundsätzlich eine mikroprudenzielle Aufsicht, also eine auf einzelne Finanzinstitute ausgerichtete Aufsicht, zur Vermeidung von Finanzkrisen als ausreichend erachtet. Erfahrungen der Krise ha-

ben jedoch gezeigt, dass dies nicht der Fall ist. Vielmehr ist es notwendig, auch das gesamte Finanzsystem im Blick zu haben. Aufgrund der starken Vernetzung des Finanzsystems können Entwicklungen bei einzelnen Instituten Rückwirkungen auf das gesamte Finanzsystem haben. Diese Erfahrungen haben zum Aufbau makroprudenzieller Institutionen geführt, die das Ziel verfolgen, Risiken für das Finanzsystem als Gesamtheit zu ermitteln, zu bewerten und zu mindern. Auf nationaler Ebene spielt diesbezüglich für Deutschland der Ausschuss für Finanzstabilität (AFS) die entscheidende Rolle. Er setzt sich aus Vertretern der Bundesbank, der BaFin und des Finanzministeriums zusammen. Auf europäischer Ebene ist der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board, ESRB) das entscheidende Gremium. Das ESRB ist bei der EZB angesiedelt und setzt sich aus Vertretern der EZB, der nationalen Zentralbanken und Aufsichtsbehörden sowie der EU-Kommission zusammen. Die Aufsichtsbehörden können Warnungen vor Risiken und Fehlentwicklungen kommunizieren und Handlungsspielräume zur Gefahrenabwehr aufzeigen. Typische makroprudenzielle Instrumente sind der antizyklische Kapitalpuffer, kreditspezifische Instrumente wie die Beschränkung der Loan-to-Value Ratio sowie kreditnehmerspezifische Instrumente wie die Begrenzung der Debt-to-Income Ratio oder der Debt-Service-to-Income Ratio. Bezüglich des Einsatzes der Instrumente wird auf Länderebene, in Deutschland z. B. von der BaFin, entschieden. Die EZB kann jedoch den Einsatz dieser Instrumente verschärfen (Artikel 5 der SSM-Verordnung).³¹

6.3.2 Makroprudenzielle Überwachung und Zentralbankunabhängigkeit

Der nach der globalen Finanzkrise neu etablierte makroprudenzielle Politikbereich führte zu intensiven Diskussionen über seine Bedeutung für die Geldpolitik. Die DEUTSCHE BUNDESBANK (2015) fasst diese Diskussion in drei unterschiedlichen

³¹Für einen Überblick inwiefern diese Instrumente in der Vergangenheit in Ländern der EU zum Einsatz gekommen sind, siehe SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG (2017, Kapitel 5, Abschnitt IV.2).

Sichtweisen dar. 1. Idealisierte Sicht: Die Geldpolitik soll weiterhin eng auf das Ziel der Preisniveaustabilität ausgerichtet sein, die makroprudenzielle Politik hingegen auf Finanzstabilität und ihr eigenes Instrumentarium einsetzen. 2. Erweiterte Sicht: Die Geldpolitik soll das Ziel der Finanzstabilität stärker mit einbeziehen als in Vorkrisenzeiten, selbst wenn die geldpolitische Ausrichtung kurzfristig zu einer Abweichung vom Preisniveaustabilitätsziel führt. Die damit auftretenden Kosten sind durch die vermiedenen höheren mittel- bis langfristigen Abweichungen und den damit vermiedenen höheren Kosten im Falle einer Krise zu rechtfertigen. 3. Integrierte Sichtweise: Beide Politikbereiche sollen unter einem Dach zusammengefasst werden, sollen eng zusammenarbeiten. Makroprudenzielle *und* geldpolitische Instrumente sollen zur Erreichung beider Ziele, von Finanz- und Preisniveaustabilität eingesetzt werden. Ein Konsens darüber, welche Sichtweise die „richtige“ ist, gibt es bislang nicht. In der EWU sind Geld- und makroprudenzielle Politik derzeit gemäß der idealisierten Sichtweise organisiert, mit leichten Abweichungen.

Die idealisierte Sichtweise (keine enge Zusammenarbeit, Geld- und makroprudenzielle Politik werden getrennt voneinander durchgeführt) ist unter dem Aspekt der Zentralbankunabhängigkeit die „beste“ Lösung, wie folgende Überlegungen zeigen. Eine enge Zusammenarbeit der beiden Politikbereiche indem beide Bereiche in die Verantwortung der Zentralbank gelegt werden, kann zu Zielkonflikten führen: Hauptansatzpunkt beider Politikbereiche bildet die Bankenkreditvergabe. Weisen Indikatoren auf eine zu niedrige zukünftige Inflationsrate hin, müsste die Zentralbank aus geldpolitischer Sicht ihre Zinsen senken, so dass die Refinanzierungskosten der Banken sinken, die Kreditvergabe der Banken angekurbelt wird, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit auch die Preise steigen. Eine hohe Verschuldung des privaten Sektors, die zu erheblichen Problemen im Bankensektor führen könnte, verlangt jedoch den Einsatz makroprudenzieller Instrumente, wie z. B. eine Beschränkung der Loan-to-Value Ratio und/oder eine Begrenzung der Debt-to-Income Ratio, die einen kontraktiven Effekt auf die Kreditvergabe der Banken haben. Ge-

lingt es der Zentralbank dann nicht, über eine entsprechende Kommunikation zu verdeutlichen, dass hinter einer bestimmten Entscheidung nicht die Aufweichung oder Aufgabe eines Ziels steht, sondern das Resultat eines Abwägungsprozesses im Zuge eines temporären Zielkonflikts ist, wird die Glaubwürdigkeit der Zentralbank in Mitleidenschaft gezogen (DEUTSCHE BUNDESBANK, 2015, S. 73). Dies ist für die Zentralbank mit der Gefahr verbunden, ihre formale Unabhängigkeit zu verlieren, da die politische Akzeptanz der Zentralbankunabhängigkeit sinkt (siehe Kapitel 2.2.2 dieser Arbeit). Diesbezüglich ist auch zu berücksichtigen, dass es für eine Geldpolitik, die vorrangig dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtet ist, mit der Inflationsrate eine klar definierte und überprüfbare Zielgröße gibt, die mechanistisch mit dem Ziel der Preisniveaustabilität verbunden ist. Dies ist in Bezug auf die Finanzstabilität nicht der Fall. Mögliche Zielgrößen wie Kreditwachstum und Verschuldung sind nicht mechanistisch mit dem Ziel der Finanzstabilität verbunden, können quantitativ nicht klar definiert werden, so dass eine Zielerreichung nicht überprüft werden kann, was die politische Akzeptanz der Zentralbankunabhängigkeit erschwert (DEUTSCHE BUNDESBANK, 2015, S. 73). Ferner ist zu berücksichtigen, dass insbesondere mit makroprudenziellen Maßnahmen erhebliche Verteilungseffekte einhergehen. Eine Beschränkung der Loan-to-Value Ratio oder eine Begrenzung der Debt-to-Income Ratio z. B. betrifft in erster Linie (potenzielle) Hausbesitzer und hat in erster Linie Auswirkungen auf den Bausektor (BALLS ET AL., 2016; DE HAAN ET AL., 2018). Über makroprudenzielle Maßnahmen sollte damit von gewählten Politikern entschieden werden, nicht von einer unabhängigen Institution. Auch diesbezüglich kann wieder BLINDER (2012, S. 5) zitiert werden: „The central bank needs an important place at the table, but it should not be making such decisions on its own.“

Unter dem Aspekt der Zentralbankunabhängigkeit ist die makroprudenzielle Überwachung im Euroraum eher unproblematisch. Die EZB ist im Rahmen der makroprudenziellen über den ESRB an der Ermittlung und Bewertung von möglichen Risiken für das Finanzsystem beteiligt, kann Handlungsempfehlungen abgeben und

somit ihr Wissen, ihre Expertise auf diesem Gebiet einbringen (siehe auch JORDAN, 2017). Gleiches gilt für die Bundesbank, die im AFS diese Aufgabe auf nationaler Ebene wahrnimmt. Die Zentralbanken haben also einen „important place at the table“ wie von BLINDER (2012) gefordert, aber die Entscheidungen bezüglich der Ergriffung entsprechender makroprudenzieller Maßnahmen werden eben nicht von der Zentralbank getroffen, sondern in Deutschland z. B. von der BaFin, die dem Finanzministerium zugeordnet ist und damit der parlamentarischen Kontrolle unterliegt. Für das Eurosystem beschränken sich somit mögliche, für seine Glaubwürdigkeit problematische Zielkonflikte auf eine eher „informierende und beratende“ Tätigkeit. Auch mit makroprudenziellen Maßnahmen verbundene Verteilungseffekte sind somit richtigerweise nicht vom Eurosystem zu verantworten, sondern unterliegen der parlamentarischen Kontrolle. Unter dem Aspekt der Zentralbankunabhängigkeit ist jedoch problematisch, dass die EZB getroffene makroprudenzielle Maßnahmen verschärfen kann (Artikel 5 der SSM-Verordnung). Dies kann zu den o. g. Problemen führen und damit eine Gefahr für ihre Unabhängigkeit darstellen und mit einem Demokratiedefizit einhergehen.

7 Fazit

Während und nach der Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise hat die EZB neue Instrumente eingesetzt und neue Aufgaben und Verantwortlichkeiten übernommen. Diese neuen Instrumente und Aufgaben haben sowohl in der Wissenschaft als auch in der Politik Diskussionen darüber ausgelöst, wie diese neuen Instrumente und Aufgaben unter dem Aspekt der Zentralbankunabhängigkeit zu sehen sind. Diese Arbeit trägt zu dieser Debatte bei, indem sie wichtige neue Instrumente und Aufgaben vor dem Hintergrund zweier Fragestellungen näher betrachtet. Erstens, stellen die neuen Instrumente und Aufgaben der EZB eine Gefahr für ihre Unabhängigkeit dar? Zweitens, ist der Einsatz der neuen Instrumente und die Übernahme der neuen

Aufgaben von einer unabhängigen Institution in einer Demokratie zu rechtfertigen, oder besteht ein relevantes Demokratiedefizit?

Die Arbeit kommt zu unterschiedlichen Ergebnissen bezüglich der einzelnen Instrumente und Aufgaben. **Während der Finanzkrise** hat die EZB neue Instrumente bei der Liquiditätsbereitstellung für den Bankensektor eingesetzt. Um einen Zusammenbruch des großer Teile des Bankensektors, und damit eine Systemkrise zu verhindern, hat sie als LoLR für Banken agiert. Diese „Bankenrettung“ könnte einen Teil des Glaubwürdigkeitsverlusts, dem sich die EZB mit dem Ausbruch der Finanzkrise gegenüber sah, erklären. Grundsätzlich stellt ein Glaubwürdigkeitsverlust ein Problem für die Unabhängigkeit einer Zentralbank dar, da damit die politische Akzeptanz ihrer Unabhängigkeit sinkt und mithin eine Gefahr für ihre formale Unabhängigkeit besteht. Um die Legitimation der sinnvollen LoLR-Funktion der EZB zu untermauern und damit ihre Glaubwürdigkeit bei Ausübung dieser Funktion zu stärken, ist zu überlegen, ob diese LoLR-Funktion der EZB für Banken gesetzlich explizit verankert werden sollte.

Während der Staatsschuldenkrise hat die EZB zunächst das **SMP** neu eingeführt, welches später von den **OMT** ersetzt wurde. Diese Instrumente erlauben der EZB als LoLR für Staaten zu agieren. Beim SMP waren sowohl die Ausgestaltung als auch die Kommunikation bei der Implementierung unter dem Aspekt der Zentralbankunabhängigkeit ein Problem. Schwächen bei der Ausgestaltung des SMP wurden in den OMT beseitigt. In einer Währungsunion ist eine LoLR-Funktion der Zentralbank auch für Staaten sinnvoll. Um die Glaubwürdigkeit der EZB zu untermauern und damit auch ihre Unabhängigkeit zu stärken, ist zu überlegen, ob eine LoLR-Funktion der EZB für Staaten gesetzlich explizit verankert werden sollte, die EZB für diese Funktion also ein eindeutiges Mandat erhalten sollte.

Von den Instrumenten und Aufgaben, die die EZB **nach den Krisen** neu eingesetzt bzw. übernommen hat, wurden in dieser Arbeit das PSPP und die Rolle der EZB in der mikro- und makroprudenziellen Überwachung des Finanzsystems

diskutiert. Mit der Einführung des **PSPP** hat die EZB stark an Glaubwürdigkeit verloren. Dieses schwächt die politische Akzeptanz der Zentralbankunabhängigkeit und erhöht mithin die Gefahr einer Einschränkung der formalen Unabhängigkeit. Auch verstärkt das PSPP die Gefahr des Verlustes der de facto Unabhängigkeit (fiskalische Dominanz, finanzielle Dominanz).

Die **mikroprudenzielle** Überwachung, die die EZB im Zuge der Übernahme der Bankenaufsicht im Euroraum im Jahr 2014 übernommen hat, ist unter dem Aspekt der Zentralbankunabhängigkeit kritisch zu sehen. Zum einen kann die Übernahme dieser Aufgabe mit einem Glaubwürdigkeitsproblem für die EZB verbunden sein (rechtliche Grundlage, Zielkonflikt). Dies kann die formale Unabhängigkeit der EZB gefährden. Weiterhin wird das Problem der finanziellen Dominanz, die die faktische Unabhängigkeit der EZB unterminiert, verstärkt. Ferner sind mit der Bankenaufsicht der EZB hoheitliche Befugnisse eingeräumt worden, die einer parlamentarischen Kontrolle unterliegen sollten, andernfalls besteht ein Demokratiedefizit. Die Rolle der EZB in der **makroprudenziellen Überwachung** ist unter dem Aspekt der Zentralbankunabhängigkeit eher unkritisch zu sehen, da die EZB hier eher eine informierende und beratende Funktion wahrnimmt, Entscheidungen im Rahmen makroprudenzieller Politikmaßnahmen werden grundsätzlich nicht von ihr getroffen. Kritisch zu bewerten ist jedoch, dass die EZB entsprechende Maßnahmen verstärken darf.

Literaturverzeichnis

- ALESINA, A./STELLA, A. (2010): The Politics of Monetary Policy, in: FRIEDMAN, B. M./WOODFORD, M. (Hrsg.), Handbook of Monetary Economics, Bd. 3, S. 1001–1054, Elsevier Science Publishers B. V.
- ALESINA, A./TABELLINI, G. (2007): Bureaucrats or Politicians? Part I: A Single Policy Task, in: American Economic Review, 97(1), S. 169–179.
- ALESINA, A./TABELLINI, G. (2008): Bureaucrats or Politicians? Part II: Multiple Policy Tasks, in: Journal of Public Economics, 92(3-4), S. 426–447.

- BALDO, L./HALLINGER, B./HELMUS, C./HERRALA, N./MARTINS, D./MOHING, F./PETROULAKIS, F./RESINEK, M./VERGOTE, O./USCIATI, B./WANG, Y. (2017): The Distribution of Excess Liquidity in the Euro Area, ECB Occasional Paper Series No. 200.
- BALLS, E./HOWAT, J./STANSBURY, A. (2016): Central Bank Independence Revisited: After the Financial Crisis, what Should a Model Central Bank Look Like?, M-RCBG Associate Working Paper No. 67.
- BARRO, R. J./GORDON, D. B. (1983): Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, in: *Journal of Monetary Economics*, 12(1), S. 101–121.
- BERG, T. O./CARSTENSEN, K. (2012): Baldige Rückkehr zur alten Rolle erforderlich, in: *Wirtschaftsdienst*, 92(2), S. 79–81.
- BLINDER, A. S. (2012): Central Bank Independence and Credibility During and After a Crisis, Griswold Center for Economic Policy Studies Working Paper No. 229.
- BUITER, W. (2017): Central Bank Independence: Mirage and Mythos, Präsentation im Rahmen der Konferenz der Bank of England zum Thema „Independence - 20 Years on“ am 29. September 2017 in London.
- BUNDESANSTALT FÜR FINANZMARKTSTABILISIERUNG (FMSA) (2008): Fonds zur Stabilisierung der Finanzmärkte in Deutschland nimmt Arbeit auf, Pressemitteilung vom 27. Oktober 2008.
- BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN (2018): Haushaltspolitische Überwachung der EU, www.bundesfinanzministerium.de, abgerufen am 2.2.2018.
- BUNDESVERFASSUNGSGERICHT (2017): Verfahren zum Anleihenkaufprogramm der EZB ausgesetzt und dem Gerichtshof der Europäischen Union vorgelegt, Pressemitteilung 70/2017 vom 15. August 2017.
- CŒURÉ, B. (2013): Monetary Policy and Banking Supervision, Rede auf dem Symposium „Central Banking: Where Are We Headed?“ an der Goethe Universität Frankfurt am 7. Februar 2013.
- CONSTÂNCIO, V. (2017): Challenges for Euro Area Monetary Policy in Early 2018, Rede auf dem 32. International ZinsFORUM am 6. Dezember 2017 in Frankfurt/Main.
- CUKIERMAN, A. (1992): *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence*, MIT Press, Cambridge (Mass.).
- CUKIERMAN, A./WEBB, S. B./NEYAPTI, B. (1992): Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes, in: *World Bank Economic Review*, 6(3), S. 353–398.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (2015): Die Bedeutung der makroprudenziellen Politik für die Geldpolitik, in: *Deutsche Bundesbank Monatsbericht*, März, S. 41–76.

- DEUTSCHE BUNDESBANK (2016): Zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der quantitativen Lockerung im Euro-Raum, in: Deutsche Bundesbank Monatsbericht, Juni, S. 29–54.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (2018): Zusammenarbeit im einheitlichen Aufsichtsmechanismus, www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Standardartikel/Aufgaben/Bankenaufsicht/aufsichtsmechanismus.html, abgerufen am 12. Februar 2018.
- DEUTSCHER BUNDESTAG, DOKUMENTATIONS- UND INFORMATIONSSYSTEM (DIP) (2018): Basisinformation über den Vorgang: Gesetzgebung, Gesetz zur Umsetzung eines Maßnahmenpakets zur Stabilisierung des Finanzmarktes (Finanzmarktstabilisierungsgesetz-FMStG), <http://dipbt.bundestag.de/extrakt/ba/WP16/162/16233.html>, abgerufen am 12. Februar 2018.
- DRAGHI, M. (2012): Wörtliche Wiedergabe der Bemerkungen von Mario Draghi anlässlich der „Global Investment Conference“ am 26. Juli 2012 in London; abrufbar unter www.ecb.europa.eu.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2010): The ECB’s Response to the Financial Crisis, in: ECB Monthly Bulletin, October, S. 59–74.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2012a): Monetary Policy Measures Decided by the Governing Council on 6 September 2012 (Box I), in: ECB Monthly Bulletin, September, S. 7–12.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2012b): Technical Features of Outright Monetary Transactions, EZB-Pressemitteilung vom 6. September 2015.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2013): Details on Securities Holdings Acquired Under the Securities Markets Programme, EZB-Pressemitteilung vom 21. Februar 2013.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2015a): ECB Announces Expanded Asset Purchase Programme, EZB-Pressemitteilung vom 22. Januar 2015.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2015b): The Governing Council’s Asset Purchase Programme (Box I), in: ECB Economic Bulletin, 1/2015, S. 15–18.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2015c): Update on Economic and Monetary Developments, in: ECB Economic Bulletin, 1/2015, S. 5–14.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2018a): Asset Purchase Programme, www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html, abgerufen am 8. Mai 2018.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2018b): Public Sector Purchase Programme (PSPP) - Questions and Answers, www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp-qa.en.html, abgerufen am 8. Februar 2018.
- FISCHER, S. (2015): Central Bank Independence, „2015 Herbert Stein Memorial Lecture des National Economists Club Washington, D.C.“ am 4. November 2015 in Washington.

- FISCHER, S. (2017): The Independent Bank of England - 20 Years On, Präsentation im Rahmen der Konferenz der Bank of England zum Thema "Independence - 20 Years on" am 28. September 2017 in London.
- GÖRGENS, E./RUCKRIEGEL, K./SEITZ, F. (2014): Europäische Geldpolitik, 6. Aufl., Lucius und Lucius, Stuttgart.
- DE HAAN, J./BODEA, C./HICKS, R./EIJFFINGER, S. (2018): Central Bank Independence Before and After the Crisis, in: Comparative Economic Studies, 60(1), S. 1–20.
- DE HAAN, J./EIJFFINGER, S. (2016): The Politics of Central Bank Independence, de Nederlandsche Bank NV Working Paper No. 539.
- HELLWIG, M. (2011): Quo vadis, Euroland? European Monetary Union between Crisis and Reform, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods Bonn 2011/12.
- HELLWIG, M. (2015): Financial Stability and Monetary Policy, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods Bonn 2015/10.
- JORDAN, T. J. (2017): Unabhängigkeit von Zentralbanken nach der Finanzkrise: Die Schweizer Perspektive, Rede im Rahmen der CFS Presidential Lectures an der Goethe Universität Frankfurt am 9. November 2017.
- LAMLA, M. J./STURM, J.-E. (2012): Die EZB und ihre politische Unabhängigkeit, in: Wirtschaftsdienst, 92(2), S. 85–88.
- LEHMANN, M./MANGER-NESTLER, C. (2014): Einheitlicher Europäischer Aufsichtsmechanismus: Bankenaufsicht durch die EZB, in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 26(1), S. 2–21.
- NEYER, U./VIETEN, T. (2014): Die neue europäische Bankenaufsicht – eine kritische Würdigung, in: Credit and Capital Markets, 47(2), S. 341–366.
- SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG (2010): Chancen für einen stabilen Aufschwung, Jahresgutachten 2010/2011.
- SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG (2012): Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland, Jahresgutachten 2012/2013.
- SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG (2015): Zukunftsfähigkeit in den Mittelpunkt, Jahresgutachten 2015/2016.
- SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG (2017): Für eine zukunftsorientierte Wirtschaftspolitik, Jahresgutachten 2017/2018.

- SARGENT, T. J./WALLACE, N. (1981): Some Unpleasant Monetarist Arithmetic, in: Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Fall 1981, S. 1–17.
- SCHWÄBE, C. (2012): Unkonventionelle Geldpolitik – Warum die EZB ihre Unabhängigkeit nicht verloren hat, in: List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, 38(3-4), S. 147–172.
- TRICHET, J.-C. (2010): ECB Press Conference in Frankfurt/Main am 6 Mai 2010.
- ULLRICH, K. (2003): Unabhängigkeit und Verantwortlichkeit der Europäischen Zentralbank, ZEW Discussion Paper No. 03-65.
- VON WEIZSÄCKER, C. C. (2012): Grenzen des Konzepts einer unabhängigen Zentralbank, in: Wirtschaftsdienst, 92(2), S. 91–94.
- WALSH, C. E. (2008): Central Bank Independence, in: DURLAUF, S. N./BLUME, L. E. (Hrsg.), The New Palgrave, Dictionary of Economics, S. 1001–1054, Palgrave Macmillan, Basingstoke.
- WEIDMANN, J. (2017): Die Geldpolitik nach der Krise, IMFS Distinguished Lecture am 14. September 2017 in Frankfurt/Main.
- WEIDMANN, J. (2018): Monetary and Economic Policies on Both Sides of the Atlantic, Rede auf der GIC/SUERF/Deutsche Bundesbank Conference „Monetary and Economic Policies on Both Sides of the Atlantic“ am 8. Februar 2018 in Frankfurt/Main.

BISHER ERSCHIENEN

- 97 Neyer, Ulrike, Die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank, Juni 2018.
- 96 Haucap, Justus, Big Data aus wettbewerbs- und ordnungspolitischer Perspektive, März 2018.
Erscheint in: K. Morik, und W. Krämer (Hrsg.), Daten – wem gehören sie, wer speichert sie, wer darf auf sie zugreifen?, Verlag Ferdinand Schöningh: Paderborn 2018.
- 95 Haucap, Justus, Liberalisierung und Regulierung des Postmarktes: Gestern, heute und morgen, März 2018.
Erscheint in: B. Holznagel (Hrsg.), 20 Jahre Verantwortung für Netze: Bestandsaufnahme und Perspektiven, Festschrift Bundesnetzagentur, Verlag C.H. Beck: München 2018.
- 94 Haucap, Justus und Kehder, Christiane, Welchen Ordnungsrahmen braucht die Sharing Economy?, Februar 2018.
Erscheint in: J. Dörr, N. Goldschmidt & F. Schorkopf (Hrsg.), Share Economy: Institutionelle Grundlagen und gesellschaftspolitische Rahmenbedingen, Mohr Siebeck: Tübingen 2018.
- 93 Haucap, Justus und Loebert, Ina, Wettbewerbssituation auf dem Markt für Wetterdienstleistungen, Januar 2018.
- 92 Coppik, Jürgen, Auswirkungen einer allgemeinen Diensteanbieterverpflichtung im Mobilfunk, Dezember 2017.
- 91 Haucap, Justus, Heimeshoff, Ulrich, Kehder, Christiane, Odenkirchen, Johannes und Thorwarth, Susanne, Auswirkungen der Markttransparenzstelle für Kraftstoffe (MTS-K): Änderungen im Anbieter- und Nachfragerverhalten, August 2017.
Erschienen in: Wirtschaftsdienst 97 (2017), S. 721-726.
- 90 Haucap, Justus und Heimeshoff, Ulrich, Ordnungspolitik in der digitalen Welt, Juni 2017.
Erschienen in: J. Thieme & J. Haucap (Hrsg.), Wirtschaftspolitik im Wandel: Ordnungsdefizite und Lösungsansätze, De Gruyter Oldenbourg: Berlin 2018, S. 79-132.
- 89 Südekum, Jens, Dauth, Wolfgang und Findeisen, Sebastian, Verlierer-(regionen) der Globalisierung in Deutschland: Wer? Warum? Was tun?, Dezember 2016.
Erschienen in: Wirtschaftsdienst, 97 (2017), S. 24-31.
- 88 Wey, Christian, Verhandlungsmacht und Gewerkschaftswettbewerb, August 2016.
Erschienen in: Sozialer Fortschritt, 65 (2016), S. 247-253.
- 87 Haucap, Justus, Warum erlahmt die Innovationsdynamik in Deutschland? Was ist zu tun?, Juli 2016.
Erschienen in: Walter-Raymond-Stiftung (Hrsg.), Digitalisierung von Wirtschaft und Gesellschaft: Die technologische Zukunftsfähigkeit Deutschlands auf dem Prüfstand, GDA Verlag: Berlin 2016, S. 7-18.
- 86 Haucap, Justus, Loebert Ina, Spindler, Gerald und Thorwarth, Susanne, Ökonomische Auswirkungen einer Bildungs- und Wissenschaftsschranke im Urheberrecht, Juli 2016.
- 85 Böckers, Veit, Hardorp, Lilian, Haucap, Justus, Heimeshoff, Ulrich, Gösler, Niklas und Thorwarth, Susanne, Wettbewerb in der Restmüllfassung: Eine empirische Analyse der Anbieterstruktur, Juli 2016.
Erschienen in: List-Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, 42 (2016), S. 423-440.

- 84 Haucap, Justus, Heimeshoff, Ulrich und Lange, Mirjam, Gutachten zum Serious Doubts Letter der Europäischen Kommission zur Vectoring-Entscheidung der Bundesnetzagentur, Juni 2016.
- 83 Hottenrott, Moritz, Thorwarth, Susanne und Wey, Christian, Gegenstandsbereiche der Normung, März 2016.
- 82 Coenen, Michael und Watanabe, Kou, Institutionelle Ergänzungen für die wirtschaftspolitische Beratung, Februar 2016.
Erschienen in: ZPB Zeitschrift für Politikberatung, 7 (2015), S. 91-99.
- 81 Coenen, Michael, Haucap, Justus und Hottenrott, Moritz, Wettbewerb in der ambulanten onkologischen Versorgung – Analyse und Reformansätze, Januar 2016.

Ältere Ordnungspolitische Perspektiven finden Sie hier:
<https://ideas.repec.org/s/zbw/diceop.html>

Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf

Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät

Universitätsstraße 1_ 40225 Düsseldorf
www.dice.hhu.de