

IW policy paper - 18/2013

Aktuelle politische Debattenbeiträge aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln

EZB auf Abwegen?

Teil 3: Gefährden die Staatsanleihekäufe die Unabhängigkeit der EZB und bewirken starke Fehlanreize?

Autoren: Dr. Markus Demary / Jürgen Matthes

Tel. 0221/4981-732 demary@iwkoeln.de

Tel. 0221/4981-754 matthes@iwkoeln.de

Abstract

Die Gefahr von Fehlanreizen und Moral Hazard Problemen durch die unkonventionelle Geldpolitik der EZB ist real, sollte aber auch nicht überdramatisiert werden. So täuscht der verbreitete Eindruck, im **Bankensektor** der Eurozone seien – begünstigt durch die erweiterte Liquiditäts- und Niedrigzinspolitik der EZB – keine nennenswerten Reformen umgesetzt worden. Die deutliche Verbesserung vieler Bankenindikatoren ist nicht allein auf die vielfältige Krisenhilfe der EZB und das Staatsanleihekaufprogramm OMT zurückzuführen. Vielmehr sorgen die Anpassungsprogramme der Länder mit Hilfspaketen des Rettungsschirms für eine Reform der nationalen Bankensektoren. Zudem hat die Europäische Bankenaufsichtsbehörde EBA erfolgreich für eine breit angelegte Rekapitalisierungsinitiative gesorgt.

In den Staatsanleihekäufen der EZB wird zuweilen die Gefahr gesehen, dass sie zu einer Erlahmung der **Reformanreize der Staaten** führen könnten. Daher ist es wichtig, dass die EZB das OMT-Programm an die Reformkonditionalität des Rettungsschirms gebunden hat. Zudem setzt die EZB (mögliche) OMT-Käufe aus, während die Einhaltung der Reformen geprüft wird, so dass kein EZB-Beschluss zur Einstellung des Programmes nötig würde. Bei Italien 2011 und Zypern 2013 hat sie zudem gezeigt, dass sie ihre Hilfe bei Reformverweigerung drosseln oder gar ganz einstellen kann. Schließlich bleibt der Konsolidierungs- und allgemeine Reformdruck aufgrund der gestiegenen Zinsquoten der Staaten und der Wettbewerbsfähigkeitsprobleme hoch.

Auch für die **Unabhängigkeit der EZB** werden im Zusammenhang mit den Staatsanleihekäufen Gefahren gesehen. Vor allem die Bindung (möglicher) OMT-Käufe an ein Reformprogramm des staatlich kontrollierten ESM wird kritisch gesehen. Doch auf eine Konditionalität zu verzichten oder sie selbst zu formulieren wären schlechtere Alternativen gewesen. Zudem wird häufig übersehen, dass sich die EZB zur Wahrung ihrer Unabhängigkeit ein Letztentscheidungsrecht darüber vorbehält, ob Reformprogramme eingehalten werden. Gerade diese Rolle als Instanz, die über das Wohl und Wehe von Staaten entscheiden kann, mag allerdings wiederum Anlass zur Kritik geben. Tatsächlich sollte die EZB diese Relevanz und diese Nähe zur Fiskalpolitik nicht auf Dauer haben. In der kurzen Frist und solange die Krisensituation anhält, ist dies nach Ansicht des IW Köln jedoch hinzunehmen. Mit einer vorübergehend so aktiven Rolle braucht die EZB aber auch ein Drohpotenzial gegenüber den Staaten, um Moral Hazard Probleme zu vermeiden und um Haftung und Kontrolle in einer Hand zu haben.

Einleitung

Die unkonventionelle Geldpolitik der EZB mit Blick auf die erweiterte Liquiditätspolitik und das OMT-Programm wird auch deshalb kritisiert, weil damit Fehlanreize für Banken und Eurostaaten entstehen können. Zudem kann die Unabhängigkeit der EZB in Gefahr geraten. Das ist vor allem dann vorstellbar, wenn aufgrund möglicherweise mangelnder Reformen die Verwundbarkeit von Banken und Staaten auf längere Zeit so hoch bleibt, dass die EZB de facto gezwungen wäre, die unkonventionelle Geldpolitik fortzuführen – trotz gegenteiliger Überzeugung. Die EZB – und je nach Sachlage eventuell auch der ESM – würden damit quasi erpressbar, weil sie für die Finanzstabilität der Eurozone mitverantwortlich sind. Es gilt also im Folgenden – getrennt für die erweiterte Liquiditätspolitik und das OMT-Programm – zu analysieren, inwieweit derartige Fehlanreize und Moral Hazard Gefahren angelegt sind.

1. Fehlanreize im Bankensektor durch die erweiterte Liquiditätspolitik?

Die erweiterte Liquiditätspolitik der EZB ist – neben den Staatsanleihekaufprogrammen – die zweite wesentliche Säule der unkonventionellen Geldpolitik, die die EZB nach der globalen Finanzkrise und vor allem im Zuge der Euro-Schuldenkrise ergriffen hat.¹ Neben konventionellen geldpolitischen Maßnahmen (sehr niedrige Zinsen und verringerte Mindestreserve) gilt im Rahmen der erweiterten Liquiditätspolitik das Prinzip der Vollzuteilung bei stark verringerten Anforderungen an zu hinterlegende Sicherheiten; und es sind sehr langfristige (bis zu dreijährige) Refinanzierungsgeschäfte (LRG) eingeführt und die Notfallliquidität (Emergency Liquidity Assistance – ELA) von einzelnen Notenbanken stark genutzt worden. Der Zugang der Banken in den Krisenländern zur günstigen EZB-Liquidität ist damit nur durch den Wert ihrer Sicherheiten limitiert. Dieser Wert ist zwar aufgrund von Kursverlusten von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren ceteris paribus gesunken, doch durch die verringerten Anforderungen sind mehr Wertpapiere als Sicherheiten zur Refinanzierung bei EZB zugelassen als vorher.

1.1 Gefahr von Reformverschleppung im Bankensektor

Die erweiterte Liquiditätspolitik der EZB ist nicht konditioniert. Damit birgt sie tatsächlich theoretisch erhebliche Risiken des Moral Hazard mit Blick auf das Finanzsystem in den Krisenländern. Denn ohne Reformbedingungen erfüllen zu müssen, können Banken dort ihre Liquiditätsprobleme kaschieren und sich statt am Interbankenmarkt günstig bei der EZB refinanzieren. Folglich besteht die Gefahr,

¹ Demary/Matthes, 2013: Die EZB auf Abwegen? Teil 1: Die unkonventionelle Geldpolitik der EZB – eine Bestandsaufnahme, IW policy paper 13/2013, Köln

dass eigentlich insolvente Banken weiter gestützt werden und von der großzügigen und günstigen Zentralbankfinanzierung abhängig werden, ohne dass sie die nötige Restrukturierung angehen. So könnten – so die berechtigte Sorge – wie in Japan so genannte Zombie-Banken künstlich am Leben gehalten werden, die aber ihrer Kreditvergabefunktion an die Realwirtschaft aufgrund ihrer Schwäche kaum nachkommen können.

Dies erscheint besonders relevant mit Blick auf die LRGs der EZB, die für drei Jahre zu sehr niedrigen Zinsen Liquidität zur Verfügung gestellt haben. Hier ist zudem nicht auszuschließen, dass das billige Geld dazu verwendet wird, neue Risiken einzugehen, statt bestehende abzubauen. Auch die ELA in der Verantwortung der nationalen Notenbanken ist kritisch zu sehen. Obwohl die ELA nur als kurzfristige Nothilfe in eher begrenztem Umfang gedacht ist, spielte sie zeitweise in Griechenland, Irland und Zypern eine große Rolle. Insbesondere in Zypern scheint sie zum Jahresanfang 2013 – als noch über das Hilfspaket des ESM verhandelt wurde – als fragwürdige und unkonditionierte Überbrückung einer Periode der Unsicherheit und Bankenfragilität genutzt worden zu sein.

Eigentlich insolvente Finanzinstitute sollten restrukturiert oder geschlossen werden. Dies zu veranlassen, war (bislang) Aufgabe der nationalen Bankenaufsichten. In manchen Ländern (zum Beispiel in Spanien, Irland, Zypern) agierten die Aufseher jedoch teilweise zu nachlässig und trugen mit dazu bei, versteckte Lasten in den Bankbilanzen längere Zeit zu verschleiern. Zudem fehlte es bislang an einem verlässlichen und glaubwürdigen rechtlichem Regime zur Abwicklung maroder Banken.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, wie gravierend das Moral Hazard Problem im Bankensektor durch die erweiterte Liquiditätspolitik der EZB gemacht wird und wie fragil der Bankensektor der Eurozone tatsächlich ist. Die Sorgen waren hier zeitweise sehr groß, so dass vor allem die Banken in den Krisenländern ernsthafte Finanzierungsprobleme bekamen. In der Zwischenzeit haben sich jedoch deutliche Verbesserungen und Reformen gezeigt, die die Moral Hazard These zumindest teilweise relativieren.

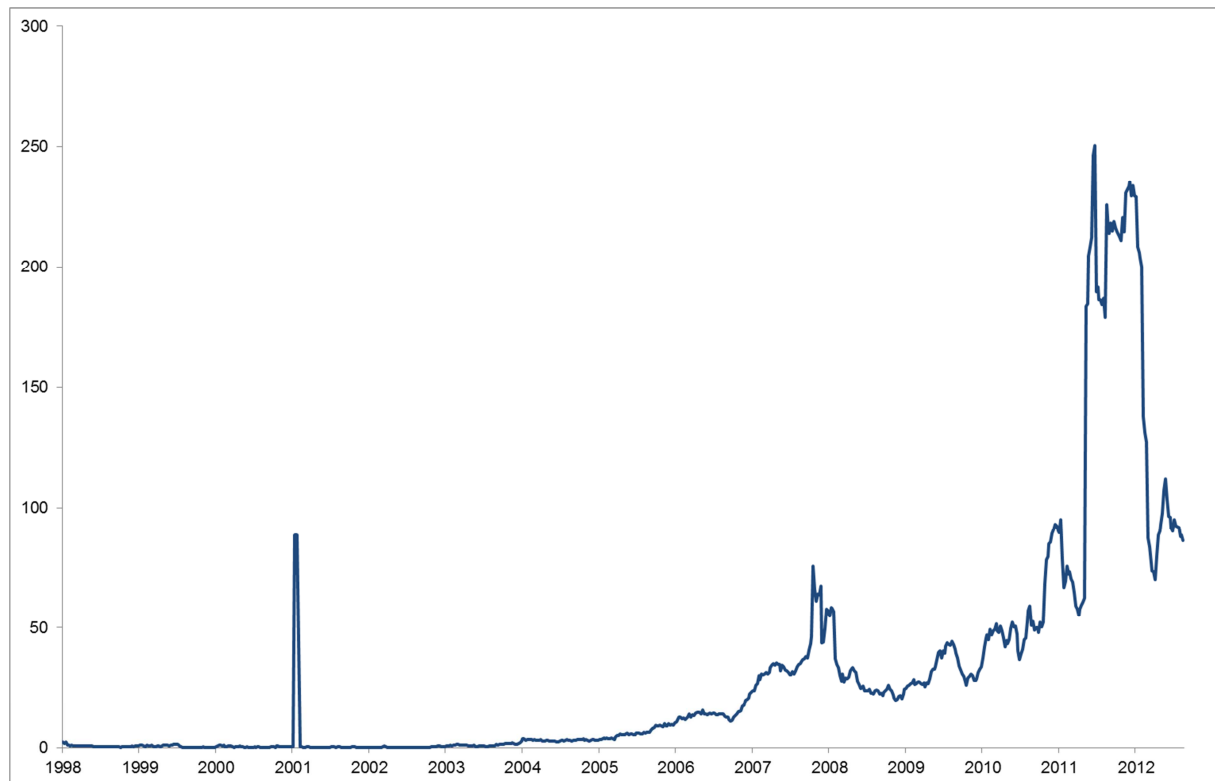
1.2 Krisenberuhigung im europäischen Bankensektor

So zeigen sich – trotz weiter anhaltender Verspannungen in den Finanzmärkten vor allem bei kleineren Banken in den Krisenländern – am Bankenmarkt der Eurozone und vor allem in den Krisenländern messbare Fortschritte und gewisse Lichtblicke, wie der aktuelle Finanzstabilitätsbericht der EZB belegt:

- Das systemische Risiko im Finanzsystem der Eurozone ist im Frühjahr 2013 zwar weiterhin erhöht, aber deutlich gesunken – auf ein Niveau, das zuletzt vor zwei Jahren erreicht war.
- Die Finanzierungsbedingungen der Banken in den Krisenländern verbesserten sich merklich:
 - o In Spanien, Portugal und Griechenland kehrte sich der Abfluss der Bankeneinlagen, der sich im zweiten Quartal 2012 deutlich beschleunigt hatte, im zweiten Halbjahr 2012 wieder um.
 - o Der Repo-Markt, der zwischenzeitlich weitgehend zum Erliegen gekommen war, lebte wieder auf.
 - o US-Geldmarktfonds, die sich teilweise aus der Eurozone zurückgezogen hatten, kehrten wieder zurück.
 - o Der Zugang der Banken in den Krisenländern zum Anleihemarkt hat sich deutlich verbessert, wenngleich Langfristfinanzierungen eine Herausforderung bleiben.
- Die Markteinschätzungen (Aktienkurse und CDS-Prämien) der Banken in den Krisenländern verbesserten sich deutlich.
- Banken der Eurozone und teils auch aus den Krisenländern begannen im Spätwinter 2013 mit der frühzeitigen Rückzahlungen der LRGs. Zwischen dem 25. Januar 2013 und dem 27. Juni 2013 führten sie – gemäß Angaben des EZB-Monatsberichts (Juli 2013, S. 32) – rund 59 Prozent der ursprünglichen Nettozuführung von Zentralbankliquidität wieder an die EZB zurück.
- Die im Eurosystem erfassten ELA-Kredite betragen im März 2012 noch beständig weit über 200 Milliarden Euro und sind seit dem Jahresende 2012 in mehreren Schritten auf ein Niveau von meist deutlich unter 100 Milliarden Euro zurückgegangen (Abbildung 1).
- Die Target2-Verbindlichkeiten der Krisenländer sind seit Mitte 2012 deutlich gesunken.

Abbildung 1: Notfall-Liquiditätshilfen des Eurosystems (ELA)

In Mrd. Euro



Quelle: Europäische Zentralbank

Zuweilen wird behauptet, die gewisse Beruhigung am Bankenmarkt der Krisenländer ginge allein auf die Beruhigung der Märkte durch die EZB zurück. Damit seien lediglich Risiken verschoben worden, ohne dass die Krise gelöst sei und Probleme ausreichend reduziert worden wären.

Teilweise ist das sicherlich richtig. Doch hat das Eingreifen der EZB auch zu fundamentalen Verbesserungen am Bankenmarkt beigetragen. Denn durch das Eintreten als Kreditgeber der letzten Instanz (lender of last resort) beruhigte die EZB die zuvor übernervösen Märkte und schuf neues Vertrauen. Das war wichtig für solvente Banken, die vom Markt gleichwohl überzogen kritisch betrachtet und so quasi in Sippenhaft genommen worden waren, so dass auch sie ernsthafte Finanzierungsprobleme bekamen. Ohne eine Marktberuhigung wären sie womöglich über die Illiquidität in die Insolvenz gedrängt worden oder hätten zumindest langfristige Assets liquidieren müssen, also beispielsweise Kredite an Unternehmen kündigen – mit den entsprechenden fatalen realwirtschaftlichen Folgen. Indem die EZB dies verhinderte, hat sie bereits einen Teil zur Problem- und Krisenlösung beigetragen.

Allerdings bleibt zu fragen, ob die Probleme im Bankensektor der Krisenländer nicht so verbreitet sind, dass viele Banken kurz vor der Insolvenz stehen, aber die nötigen Korrekturen unterlassen, weil die Liquidität der EZB den Reformdruck nimmt. Diese Sorge bleibt mit Blick auf einzelne Institute sicherlich im Raum stehen – und muss konsequent adressiert werden (siehe Kapitel 1.4).

1.3 Nennenswerte Reformen im europäischen Bankensektor

Auch wenn die Reformen im Bankensystem der Eurozone weniger schnell und konsequent als in den USA angegangen wurden, sind doch – oft auf Druck öffentlicher Institutionen – mehr Fortschritte zu verzeichnen als gemeinhin wahrgenommen.

So haben die europäischen Banken ihre **Kapitalbasis** und damit die Risikovorsorge deutlich gestärkt. Mit diesem Ziel hatte die EBA (European Banking Authority) mit ihrer Aufforderung zur Kapitalaufstockung Anfang Dezember 2011 einen Prozess der Rekapitalisierung bei den EU-Banken angestoßen. Die Banken sollten bis Ende Juni 2012 zwei außergewöhnliche und vorübergehende Kapitalpuffer aufbauen. Erstens sollte ihre Kerneigenkapitalquote (Core Tier 1) auf 9 Prozent erhöht und zweitens eine explizite Kapitalvorsorge für Kursverluste bei Staatsanleihen gewährleistet werden. In diesem Rahmen stockten 27 Banken, die zuvor von der EBA mit Stresstests als verletzlich identifiziert worden waren, ihr Eigenkapital nach Angaben der EBA (laut einer Pressemitteilung vom 3. Oktober 2012) bis Ende Juni 2012 um 116 Milliarden Euro auf.²

Seitdem ging der Prozess der Rekapitalisierung weiter. Mit Stand Ende Dezember 2012 weist die EBA in ihrem Risk Assessment Report (Juli 2013, S. 41) aus, dass die europäischen Banken eine Kerneigenkapitalquote von schätzungsweise rund 10,7 Prozent (Median) erreichten, nachdem diese Quote Ende 2009 noch bei nur 8,6 Prozent lag.³ Vor allem gelang es, dass die schwachen Banken gestärkt wurden. So stieg die Kerneigenkapitalquote des ersten Quartils (der nach Kerneigenkapitalquote eingeteilten Banken) im gleichen Zeitraum von 7,1 Prozent auf 9,6 Prozent.

Im Zuge der Rekapitalisierungsinitiative von Ende 2011 hat die EBA den Banken auch vorgegeben, im Rahmen einer gesonderten Komponente (sovereign component) auch Eigenkapital für Staatsanleihen vorzuhalten – und zwar bezogen auf das Niveau der Staatsanleihekurse im September 2011. Diese Komponente gilt

² Zählt man weitere Banken und die Rekapitalisierung von griechischen Banken und einer spanischen Bank dazu, steigt diese Summe nach Angaben der EBA auf über 200 Milliarden Euro.

³ Die EZB weist in ihrem jüngsten Finanzstabilitätsbericht (S. 52) für die großen Bankengruppen eine Kerneigenkapitalquote von 11,1 Prozent mit Stand erstes Quartal 2013 aus – nach nur 8,3 Prozent im Ende 2009.

weiterhin. Dieser Schritt ist insofern von hoher Wichtigkeit, als die Eigenkapitalregeln jetzt (und in Zukunft unter CRD IV) vorsehen, dass die Staatsanleihen der Eurostaaten – unabhängig von ihrem Rating – nicht mit Eigenkapital unterlegt werden müssen.

Ein besonderer Blick auf die Bankensysteme der beiden großen Euroländer Italien und Spanien zeigt auch wichtige Lichtblicke:

- So sind die italienischen Banken offensichtlich deutlich weniger schlecht aufgestellt, als oft gemutmaßt wird, wie der Finanzstabilitätsbericht der italienischen Zentralbank und eine jüngere Studie von Barclays Capital bestätigen. Sie waren ohnehin von der Finanzkrise 2008/2009 wenig betroffen und kamen erst in den Krisenfokus, als die italienischen Staatsanleihen in ihren Portfolios an Wert verloren. Insofern profitieren sie stark von der Beruhigung am Staatsanleihemarkt. Der IWF stellt in seinem jüngsten Financial Sector Assessment Report zu Italien zudem heraus, dass das italienische Bankensystem insgesamt ausreichend kapitalisiert erscheint, um mögliche zukünftige Schocks verkraften zu können. Der Fonds attestiert dem Bankensektor eine bemerkenswerte Widerstandskraft angesichts der tiefen und anhaltenden Rezession.
- Die spanischen Großbanken hatten in dem strikten Bankenstresstest, der im Spätsommer 2012 von der unabhängigen Prüfungsgesellschaft Oliver Wyman durchgeführt wurde, nach Angaben der Bank of Spain relativ gut abgeschnitten. Bis März 2013 haben laut dem IWF-Bericht zur Umsetzung des Finanzsektor-Reformprogramms vom Juli 2013 alle Banken, die dem Stresstest unterzogen worden waren, die regulatorischen Kapitalausstattungsvorgaben überschritten.

Insgesamt ist mit der mangelnden Eigenkapitalausstattung des europäischen Bankensystems eine zentrale Schwäche angegangen und deutlich gemindert worden.

Die Reformen im Bankensektor Spaniens – wie auch in den Bankensystemen Griechenlands und Portugals – sind auf breiter Basis durch die **Reformprogramme** initiiert worden, die mit den Hilfspakten dieser Länder einhergingen und die mit Kapitalspritzen für Krisenbanken verbunden sind. Damit erscheint sichergestellt, dass hier hinreichend konsequent für Restrukturierungen und Reformen gesorgt wird. In Italien liegt diese Aufgabe derzeit noch weitgehend allein bei der Bankenaufsicht der italienischen Zentralbank. Hier stellt sich die Frage, wie konsequent die Banca d'Italia hier agiert. Positiv stimmt hier die gute Bewertung des IWF Financial Sector Assessment Programmes zu Italien, der das italienische Finanzaufsichtssystem lobt und als wichtigen Stützpfiler der Stabilität bezeichnet.

Alles in allem sind entgegen der landläufigen Meinung – trotz der erweiterten Liquiditätspolitik der EZB – durchaus erhebliche Reformen im den Bankensystemen der Eurozone und der Krisenländer umgesetzt worden.

1.4 Bestehende Risiken und nötigen Reformen

Es stellt sich allerdings die Frage, ob diese Fortschritte zur dauerhaften Stabilisierung des Finanzsystems der Eurozone ausreichen:

- So lassen die tiefen und anhaltenden Rezessionen in den Krisenstaaten die Zahlungsprobleme von Unternehmen und Haushalten steigen. Dies wirkt sich negativ auf die Kreditqualität in den Bankportfolios aus und lässt den Anteil der notleidenden Kredite steigen. Die EZB verweist in ihrem Finanzstabilitätsbericht (Mai 2013, S. 51 f.) darauf, dass weniger Großbanken, sondern eher die vor allem auf den Heimatmarkt fokussierten kleineren und mittleren Banken von diesem Problem betroffen sind. Mit den größeren Verlustrisiken nimmt der Kapitalbedarf der Banken zu und es entstehen möglicherweise erneut Kapitallücken bei einigen Finanzinstituten.
- Zur Berechnung der oben erwähnten Kerneigenkapitalquoten verwenden viele Banken interne Risikomodelle. Diese erlauben jedoch einen großen Bewertungsspielraum. Daher stellt sich die Frage, ob die höheren Kapitalpuffer tatsächlich mehr Sicherheit signalisieren oder ob sie teilweise eher ein statistisches Artefakt sind. Problematisch dabei ist, dass die Unsicherheit über die Kapitalausstattung das Vertrauen des Finanzmarktes in die Banken untergräbt.⁴
- Sollte das Marktvertrauen gegenüber den Eurostaaten und den Banken erneut stark erodieren, würde dies das Bankensystem der Eurozone wieder unter erheblichen Stress setzen.

Angesichts dieser latenten Gefahren ist eine Reihe von Maßnahmen dringend nötig:

- Um für die Zukunft überall in der Eurozone sicherzustellen, dass die Bankenaufsicht die notwendigen Maßnahmen ergreift, falls neue Risiken in den Bankbilanzen entstehen, ist die Zentralisierung der Bankenaufsicht bei der EZB ein wichtiger Schritt.
- Mit Blick auf die Altlasten muss eine gründliche Bestandsaufnahme der bestehenden Verlustrisiken (vor allem durch notleidende Kredite) stattfinden. Das plant die EZB im Rahmen eines Asset Quality Review und

⁴ Diese beiden Aspekte stehen in erster Linie hinter den Schätzungen einiger Analysten, die trotz der ansehnlichen Rekapitalisierungserfolge noch erhebliche Kapitallücken in dreistelliger Milliardenhöhe im europäischen Bankensystem vermuten.

anschließenden Stresstests, bevor sie im Herbst 2014 die Bankenaufsicht für die Eurozone übernimmt. Die nationalen Bankenaufsichten müssen aufbauend auf den Ergebnissen des Stresstests eine ausreichende Kapitalvorsorge anordnen.⁵

- Darüber hinaus sollten in einigen Ländern der Eurozone bessere Möglichkeiten geschaffen werden, dass Banken notleidende Kredite über den Markt an andere Finanzakteure verkaufen können – wie der IWF in seinen IWF Financial Sector Assessment Programmes zur Eurozone empfiehlt. Denn so entsteht in ihren Bilanzen wieder mehr Raum für Kredite an zukunftssträchtige Unternehmen. Angesichts der latenten Kreditklemme, die als Hemmnis für den beginnenden Aufschwung gilt, würde dies die Wachstums- und Beschäftigungsperspektiven in den Krisenländern nennenswert verbessern helfen.
- Die Bankbilanzen in der Eurozone müssen transparenter und gerade auch die Erfassung notleidender Kredite, deren Definition derzeit noch deutlich divergiert, sollte einheitlicher werden.
- Darüber hinaus gilt es, dringend die Bewertungsspielräume der internen Risikomodelle einzuschränken, um das Vertrauen der Anleger zu verbessern.

Insgesamt relativieren die geschilderten Reformansätze und die auch darauf zurückzuführenden Erfolge in den Bankensektoren der Krisenländer die Sorge, die großzügige Liquiditätspolitik der EZB (und die Auswirkungen des OMT auf den Bankenmarkt) könnten zu einer verbreiteten Reformverschleppung führen. Gleichwohl bleibt der Reformbedarf angesichts der rezessionsbedingten Verschlechterung der Kreditqualität bestehen. Zudem liegt in der mangelnden Konditionierung der Liquiditätspolitik ein anhaltendes Anreizproblem, das eine ständige genaue Beobachtung und entschlossenes Handeln von Politik und Bankenaufsicht erfordert.

2. Fehlanreize beim ESM wegen drohender finanzieller EZB-Risiken?

Die EZB ist vor allem mit ihrer erweiterten Liquiditätspolitik finanzielle Risiken eingegangen, die im schlimmsten Fall des Auseinanderbrechens der Eurozone auch auf deutsche Steuerzahler zurückfallen könnten.⁶ Dieses Drohpotenzial – so wird zuweilen kritisiert – führe zu einer Rettungskaskade, in deren Zuge die Krisenstaaten

⁵ Laut Presseberichten (Handelsblatt, 31.7.2013, S. 31) ging die Banca d'Italia dieses Problem bereits Ende 2012 an und durchleuchtete 20 italienische Banken auf notleidende Kredite und ordnete eine Kapitalvorsorge in Höhe von 3 bis 4 Milliarden Euro an. Im Sommer 2013 hat sie begonnen, vier dieser Banken noch genauer unter die Lupe zu nehmen.

⁶ Matthes/Demary, 2013: Die EZB auf Abwegen? Teil 4: Wie relevant sind die Risiken der EZB-Staatsanleihekäufe für den deutschen Staatshaushalt?, erscheint als IW Policy Paper 17/2013, Köln

immer neue Hilfgelder (auch) über die Rettungsschirme erhielten und so die Risiken für die deutschen Steuerzahler und Sparer immer weiter stiegen.

In der Tat ist es richtig, dass eine Hilfsverweigerung Griechenland gegenüber wohl dazu geführt hätte, dass das Land de facto die Eurozone hätte verlassen und wohl einen weiteren Schuldenschnitt durchführen müssen, auch zulasten europäischer und deutscher Steuerzahler. Wenn es das Ziel der deutschen Politik ist, Verluste beim Hilfsengagement und damit auch Euro-Austritte um jeden Preis zu vermeiden, dann wird der Verhandlungsspielraum der Bundesregierung und des Bundestages durch die von der EZB akkumulierten Risiken wohl wirklich eingeschränkt. Doch dürften Griechenland und Zypern wohl auch deshalb Hilfspakte erhalten haben, weil es ein übergeordnetes außenpolitisches Ziel auch der Bundesregierung und der anderen Euro-Partner zu sein scheint, die Eurozone zusammenzuhalten – vorausgesetzt die Staaten zeigen sich hinreichend reformbereit.

Das Argument, das Drohpotenzial der EZB-Risiken führe zu einem Rettungspaket des ESM nach dem anderen, ist allerdings nicht sehr plausibel. So wird häufig verkannt, dass Länder wie Italien, Spanien und Slowenien, die (im Ganzen) nicht unter dem Rettungsschirm sind, sich nicht um diesen Schritt bemühen, sondern ihn sehr stark scheuen. Denn aufgrund der Konditionalität ist mit einem Hilfspaket ein partieller Souveränitätsverzicht verbunden, der erwünschter Weise stark abschreckend wirkt. Zudem hat sich die Lage an den Staatsanleihemärkten beider Länder so beruhigt, dass ein ESM-Hilfsantrag derzeit nicht nötig erscheint – und das trotz weiterhin hoher Defizite bei Target2. Damit das so bleibt, müssen beide Länder freilich den eingeschlagenen Reformkurs fortsetzen und nicht der Versuchung erliegen, die Zügel angesichts gesunkener Zinsen schleifen zu lassen. Trotz gewisser Anzeichen einer Reformermüde schreitet die Konsolidierung (angesichts der Rezessionen in moderaten Schritten) weiter voran, und bisher ergriffene strukturelle Reformen sind in keinem der Krisenländer rückgängig gemacht worden.

Auch Portugal und Irland wollen den Schutz des Rettungsschirms nach drei Jahren verlassen und kein zweites volles Hilfspaket beantragen. Sie wollen offensichtlich nicht länger den strikten Vorgaben der Troika ausgeliefert sein, sondern wieder selbst souverän über ihre Wirtschaftspolitik bestimmen. Dabei hätte vor allem Irland – wenn das Drohpotenzial so relevant wäre wie behauptet – angesichts hoher ausstehender Kredite bei der EZB allen Grund, auf ein weiteres volles Hilfspaket zu drängen. Das Gegenteil ist jedoch der Fall.

Davon zu unterscheiden ist die Diskussion, ob über mögliche vorsorgliche ESM-Programme der Weg beider Länder aus den Vollprogrammen abgesichert werden soll. Auch die Senkung von Zinsen auf die Hilfskredite und die Verlängerung der

Rückzahlungsfristen dienen dem gleichen Zweck. Dahinter stehen also nicht die Wünsche der Länder nach immer neuen Hilfen, sondern die Bereitschaft und der Wunsch, sich möglichst bald wieder zu vertretbaren Konditionen am Finanzmarkt selbst finanzieren zu können.

3. Fehlanreize für Staaten durch das OMT-Programm?

Einige Beobachter sehen auch in den Staatsanleihekäufen der EZB eine Gefahr für Moral Hazard in Form von erlahmenden Reformanreizen der Staaten. Sie könnten bei Konsolidierung und Strukturreformen nachlassen, weil Staatsanleihekäufe (oder allein deren Ankündigung) die Zinsen verringern.

3.1 Vorkehrungen der EZB gegen Fehlanreize

Deshalb ist es richtig und wichtig, dass die EZB das OMT – anders als das SMP als seinen Vorgänger – an Bedingungen geknüpft hat. Sie begründet dies auch damit, dass die Regierung eines Mitgliedsstaates (gemeint ist Italien unter der Regierung Berlusconi im August 2011) Reformankündigungen (zunächst) wieder zurücknahm, nachdem die EZB begonnen hatte, dessen Staatsanleihen im Rahmen des SMP aufzukaufen.

Die EZB ist sich bewusst, dass die Ursachen für die Finanzierungsschwierigkeiten in der Realwirtschaft in erster Linie in der Wirtschaftspolitik der betroffenen Staaten liegen und damit auch hier mit den entscheidenden Reformen angesetzt werden muss, um letztlich auch die geldpolitische Transmission wiederherzustellen. In der Tat beobachtet die EZB die Wirtschaftspolitik der Eurozone offenbar recht genau. Es ist wohl kein Zufall, dass sie zentrale Hilfsmaßnahmen (wie die LRG im Dezember 2011 und das OMT im Juli 2012) erst nach grundlegenden wirtschaftspolitischen Reformbeschlüssen getroffen hat, nämlich den Grundsatzbeschlüssen zum Fiskalpakt im Dezember 2011 und zur Bankenunion im Juni 2012.

Wenn ein Land nun unter dem neuen OMT-Programm möchte, dass die EZB seine Staatsanleihen am Sekundärmarkt aufkaufen kann, muss es dazu vorab mit dem ESM ein umfassendes makroökonomisches Anpassungsprogramm oder ein vorsorgliches Hilfsprogramm im Rahmen einer ECCL (Enhanced Conditions Credit Line) abschließen. Diese ECCL ist für Staaten gedacht, die grundsätzlich in einer passablen ökonomischen und finanziellen Situation sind, aber gewisse Schwachstellen aufweisen. Um Zugang zur ECCL zu erhalten, müssen sie einen Reformvertrag unterzeichnen (Memorandum of Understanding), an dem auch der IWF beteiligt werden soll. Darin werden Maßnahmen vorgeschrieben, um die identifizierten Schwächen zu korrigieren. Da der Beschluss über eine ECCL im ESM

getroffen wird, in dem Deutschland de facto ein Vetorecht hat, erscheinen die Einflussmöglichkeiten der deutschen Regierung groß genug, um eine hinreichend strikte Konditionalität sicherzustellen.

Manche Beobachter halten diese Konditionalität jedoch nicht für glaubwürdig. Sie bezweifeln, dass die EZB diese Drohung wahrmacht, wenn sie dadurch einen Staat oder ein Bankensystem in den Bankrott stoßen, Verluste auf ihre Anleihebestände riskieren und möglicherweise die Finanzstabilität der Eurozone gefährden würde. In einer solchen Situation seien die geldpolitischen Transmissionsmechanismen vermutlich noch viel stärker beeinträchtigt, so dass die EZB dies als Anlass nehmen könnte, weitere Hilfsmaßnahmen zu rechtfertigen. Die Deutsche Bundesbank verweist in ihrer Stellungnahme für das Bundesverfassungsgericht zur unkonventionellen Geldpolitik der EZB (S. 15) zum Beleg für ihre Skepsis auch darauf, dass die EZB die Notfall-Finanzierungskredite (ELA) der nationalen Zentralbanken in Griechenland trotz Reformproblemen nicht verboten hat.

Auf die Frage nach einer mangelnden Glaubwürdigkeit – und damit einer möglichen Zeitinkonsistenz – der OMT-Konditionalität fällt es schwer, eine klare Antwort zu geben. So sind einerseits durchaus Konstellationen vorstellbar, in denen es der EZB schwerfallen dürfte, ihre Staatsanleihekäufe wieder einzustellen. Andererseits gibt es auch einige relativierende Gegenargumente:

- Große Länder wie Italien (und möglicherweise auch Spanien) wissen, dass der ESM zu klein ist, um sie mit einem dreijährigen Vollprogramm zu retten. Allein die EZB hat eine hinreichende (potenzielle) finanzielle Kraft, um dies dem Finanzmarkt glaubwürdig signalisieren zu können. Das übt auf diese Länder einen starken disziplinierenden Anreiz aus, keine größeren Abweichungen vom Reformkurs zu riskieren. Denn bei einer Reformumkehr würde der Finanzmarkt wissen, dass die EZB diesen Staaten nicht mit OMT-Käufen helfen dürfte, ohne ihre eigenen expliziten Vorgaben im Lichte der Öffentlichkeit zu brechen und so ihre Reputation zu riskieren. Die Risikoprämien auf die Staatsanleihen würden steigen, aber zunächst wohl nur moderat. Damit bestünde zunächst wahrscheinlich keine direkte Gefahr einer Kriseneskalation. Gleichwohl wäre klar, dass die amtierende Regierung verantwortlich dafür wäre, dass ihr Land wieder in die Gefahrenzone gerät. Davor dürften sich die verantwortlichen Politiker scheuen.
- Diese Argumentation scheint auch für kleinere Länder zu gelten, wie das Beispiel Portugals zeigt. Als hier im Sommer 2013 die Regierung zu stürzen drohte, stiegen die Zinsen auf portugiesische Staatsanleihen merklich an. Der Finanzmarkt hält es also offenbar für glaubwürdig, dass die EZB (oder der

Rettungsschirm) den Krisenstaaten nur dann hilft, wenn sie auf Reformkurs bleiben.

- Sollte die EZB ihr OMT-Programm für einen Staat in Gang setzen, wird sie die OMT-Käufe dann zeitweilig einstellen, wenn überprüft wird, ob ein Staat die ESM-Konditionalität zufriedenstellend befolgt. Dies führt sie in ihrer Stellungnahme für das Bundesverfassungsgericht zur unkonventionellen Geldpolitik der EZB (S. 19) so aus. Damit erhöht sie den Anreiz des Staates, keinen Zweifel über die Programmerfüllung aufkommen zu lassen.
- Im Fall gleichwohl mangelnder Reformfortschritten hat die EZB Vorkehrungen dafür getroffen, die OMT-Käufe möglichst reibungslos beenden zu können. So ist wegen der automatischen Einstellung der Käufe während der Überprüfungsphase kein diesbezüglicher Beschluss nötig. Vielmehr muss nach der Überprüfungsphase die Wiederaufnahme der Käufe explizit vom EZB-Rat beschlossen werden.
- Im Falle einer partiellen Verletzung der ESM-Konditionalität müsste die EZB ihr Ankaufprogramm nicht sofort vollständig einstellen. Vielmehr kann sie es dosieren, also etwas höhere Zinsen zulassen und so den Reformdruck auf das betreffende Krisenland kontrolliert erhöhen. Die Möglichkeit des graduellen Ausstiegs macht diesen Schritt wesentlich wahrscheinlicher. So hat die EZB diese Strategie im Rahmen des SMP bereits im August 2011 angewendet, als der damalige italienische Ministerpräsident Berlusconi ein Konsolidierungsprogramm aufweichte, nachdem die EZB-Interventionen zuvor die Zinsen auf italienische Staatsanleihen durch ihre Käufe deutlich gesenkt und so den Reformdruck vermindert hatte. Als die EZB die Zinsen wieder moderat steigen ließ (und auch andere Eurostaaten den politischen Druck erhöhten), fanden die unliebsamen Elemente (u. a. Reichen- und Mehrwertsteuererhöhung) ihren Weg zurück in das damalige Konsolidierungspaket. Die Möglichkeit eines graduellen Ausstiegs aus dem OMT-Programm erhöht auch die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB diesen Schritt bei anhaltender Reformverweigerung auch endgültig vollzieht.
- Vergleichbar mit dem Einschränken des SMP-Programms im Falle Italiens ist die härtere Gangart gegenüber Zypern im Zuge der Verhandlungen über das ESM-Rettungspaket Anfang 2013. Die zyprische Regierung hatte sich hier wenig kooperativ gezeigt und möglicherweise darauf gehofft, auch ohne ausreichende Reformen und Bankenrestrukturierungen Hilfe zu erhalten. Im Raum stand seit der weiteren Hilfe für Griechenland Ende 2012 die Zusage der Eurostaaten, die Eurozone zusammenhalten zu wollen. Das daraus

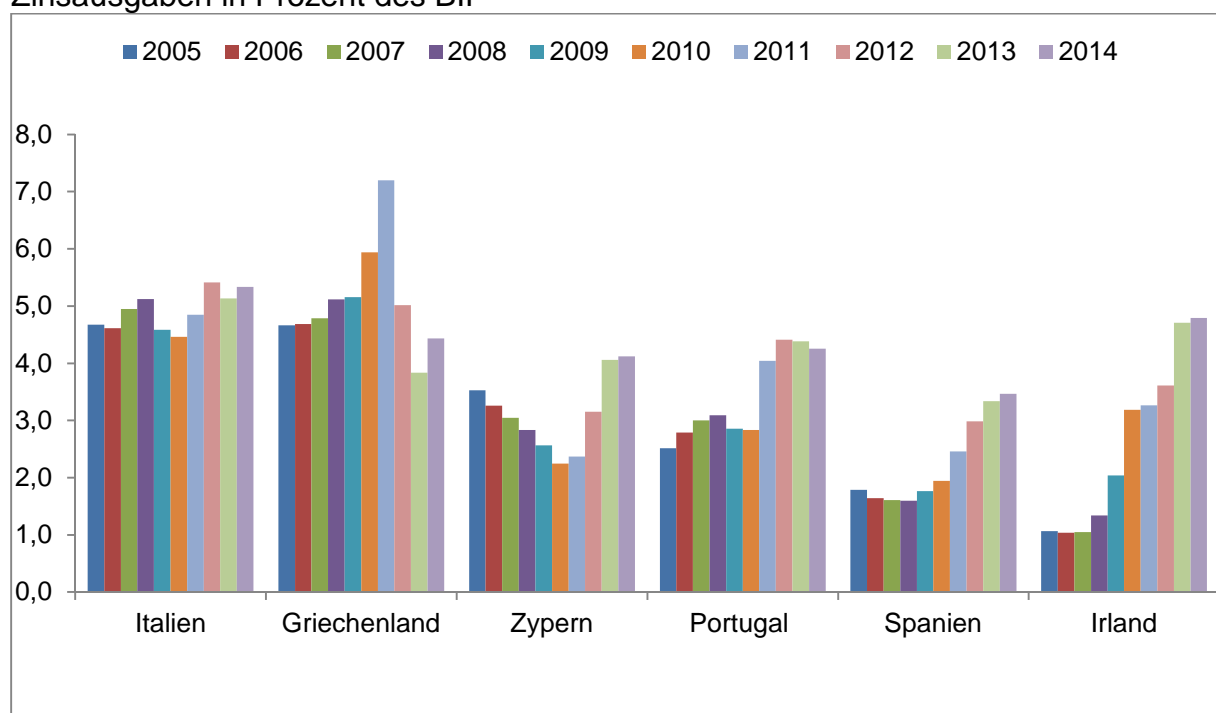
erwachsende potenzielle „Erpressungspotenzial“ hat daher bei den Verhandlungen mit Zypern möglicherweise eine Rolle gespielt. Umso bemerkenswerter ist, dass sich die EZB hier letztlich zu Recht kompromisslos gezeigt hat. Wie kolportiert wird, hatte sie für den Fall einer ausbleibenden Einigung auf ein Hilfs- und Reformpaket damit gedroht, die Refinanzierung der zyprischen Banken über die ELA-Kredite zu unterbinden. Damit wäre das Bankensystem Zyperns vom Zugang zum Eurosystem weitgehend ausgeschlossen worden und somit vermutlich zusammengebrochen. Weil die zyprische Regierung eine solche Eskalation nicht riskieren wollte, lenkte sie letztlich ein und musste (zu Recht) sehr harte Reformauflagen vor allem für den überdimensionierten Bankensektor hinnehmen.

3.2 Reformdruck auch ohne Konditionalität

Mit Blick auf die Effektivität der Konditionalität mag auch eingewendet werden, dass allein die Ankündigung des OMT für Italien und Spanien bereits zu einer Senkung der Zinsen auf die Staatsanleihen dieser Länder geführt hat, ohne dass sie dazu Reformbedingungen erfüllen mussten. Doch stellt sich die Frage, ob die leicht verringerten Zinsen den aktuellen Reformzwang in den Staatshaushalten entscheidend vermindern. Das erscheint aus verschiedenen Gründen wenig plausibel.

Abbildung 2: Zinsquoten der Krisenländer

Zinsausgaben in Prozent des BIP



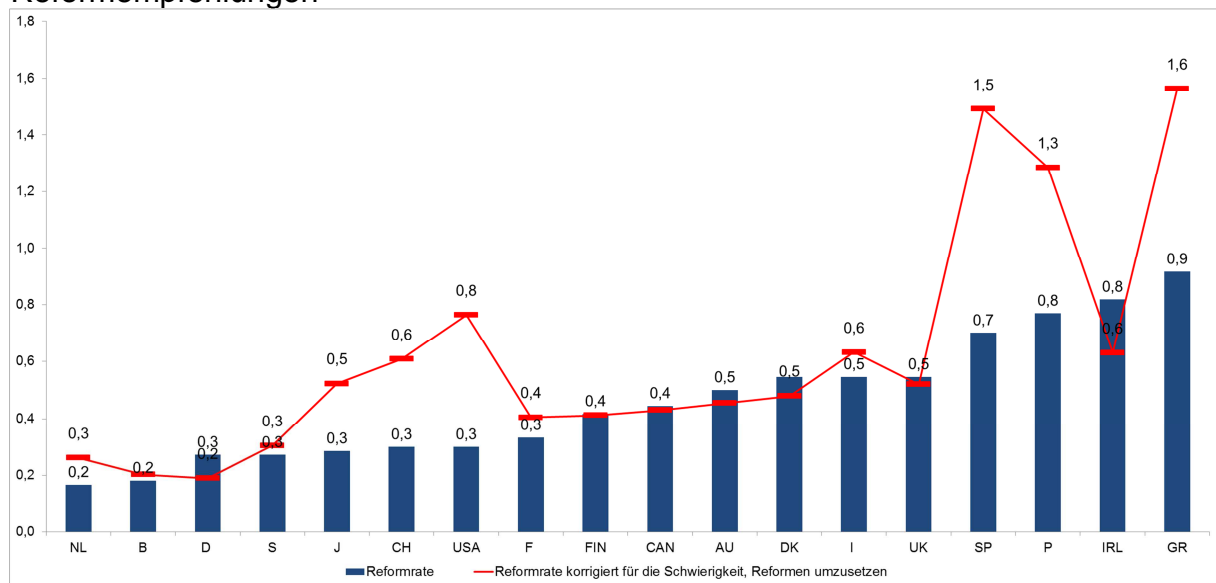
Prognosen für 2013 und 2014.

Quellen: EU-Kommission, AMECO Datenbank, Frühjahr 2013

Denn der Konsolidierungsdruck bleibt hoch, da die effektive Zinsbelastung der Staaten (trotz niedrigerer Zinsen) wegen höherer Schulden zumeist nicht gesunken, sondern weiter gestiegen ist (Abbildung 2). Zudem sind angesichts der aktuellen Rezessionen in beiden Ländern (sowie wegen der hohen Schulden in Italien und des hohen staatlichen Budgetdefizit in Spanien) erhebliche weitere Konsolidierungsanstrengungen nötig, um den Schuldenstand zunächst zu stabilisieren und baldmöglichst wieder zurückzuführen. Darüber hinaus sollen im neuen verschärften EWU-Regelwerk der verschärfte Stabilitäts- und Wachstumspakt und der Fiskalpakt für einen konsequenten und anhaltenden Konsolidierungskurs sorgen.⁷ Sollten sich die makroökonomischen Ungleichgewichte wieder verstärken, greift im neuen Regelwerk zudem die makroökonomische Überwachung.

Abbildung 3: Reformrate

Reformrate: Quote aus den ergriffenen Reformen in 2011 und 2012 in Relation zu den von der OECD im Report „Going for Growth“ im Jahr 2011 aufgelisteten Reformempfehlungen



Quelle: OECD

Die durch die neuen EWU-Regeln bereits angestoßenen Reformen sollten bei weiterer Befolgung auch die Krisenländer wieder aus der Gefahrenzone

⁷ Zwar hat die EU die Fristen zur Einhaltung der Drei-Prozent-Hürde für einige Staaten Mitte 2013 hinausgeschoben. Das ist jedoch nicht als Aufweichung des SWP zu interpretieren. Denn die Staaten müssen ihre strukturellen (konjunkturbereinigten) Haushaltsdefizite auch weiterhin nach und nach senken. Zudem erscheint eine Streckung des Konsolidierungspfades aufgrund der fragilen Konjunkturlage in den Krisenländern derzeit sinnvoll. Mehr Zeit für den Defizitabbau sollte zudem die politischen Durchsetzungs-Chancen der Konsolidierung erhöhen. Das gilt ebenfalls, weil die relativ niedrigen Zinsen auf die Staatsanleihen die Sparanstrengungen lohnenswerter machen. Bei deutlich steigenden Zinsen könnte es dagegen schnell heißen, die Kürzungen bei den Staatsausgaben würden sich nicht lohnen, weil der Staat die Einsparungen quasi gleich an den Finanzmarkt durchreichen müsse.

herausbringen. Tatsächlich hat die OECD gezeigt, dass der Reformeifer in den vergangenen Jahren vor allem in den Krisenstaaten besonders hoch war (Abbildung 3).

Es besteht angesichts der Rezessionen und hohen Arbeitslosenquoten in den Krisenländern aber sicherlich durchaus die Gefahr, dass immer mehr politische Widerstände gegen ein Fortführen des Reformkurses entstehen und dieser letztlich umgekehrt wird. Die Anzeichen für eine allmähliche Konjunkturerholung im Sommer 2013 geben jedoch die Hoffnung, dass die Menschen dort bald Licht am Ende des Tunnels sehen werden und die Widerstände allmählich geringer werden. Das Beispiel Portugals im Sommer 2013 scheint zu zeigen, dass man trotz aller Kritik innerhalb der Regierungskoalition nicht riskieren wollte, die Reformaufgaben nachhaltig zu verletzen und so die weitere Hilfe der Eurostaaten und damit einen Staatsbankrott zu riskieren.

Bei anhaltendem moderatem Reformkurs und verbesserten Konjunkturperspektiven wird es mittelfristig weniger wahrscheinlich, dass die EZB sich gezwungen fühlen könnte, zur Verhinderung von Ansteckungseffekten und von einer EWU-weiten Finanzkrise mit Staatsanleihekäufen eingreifen zu müssen. Vorstellbar ist allerdings, dass die EZB den Weg von Irland und Portugal zurück an den Finanzmarkt (nach dem Ende der dreijährigen Hilfs- und Reformprogramme) im Rahmen eines vorsorglichen ESM-Programms dadurch flankieren könnte, dass sie Staatsanleihekäufe konkret in Aussicht stellt.

4. Gefahren für die Unabhängigkeit der EZB?

Eng verbunden mit der Sorge, dass sich die EZB bei einer Kriseneskalation gezwungen sehen könnte, ihre Hilfsmaßnahmen immer weiter fortzuführen oder gar noch auszudehnen, ist die Befürchtung, dass sie im Zuge der Euro-Schuldenkrise ihre Unabhängigkeit verlieren würde. Und das in verschiedener Hinsicht.⁸ So könnte die EZB, wie im vorigen Abschnitt erläutert, bei Reformverweigerungen die OMT-Käufe möglicherweise nicht beenden. Sei es, weil sie dann Verluste auf ihre Staatsanleihebestände riskieren würde, weil sie nicht die Verantwortung für einen Staatsbankrott auf sich laden will oder weil sie sich nicht den verbreiteten Rettungserwartungen zu widersetzen vermag. Die Deutsche Bundesbank vermutet in diesem Zusammenhang in ihrer Stellungnahme für das Bundesverfassungsgericht

⁸ Auch bei ihrer Geldpolitik könnte die EZB ihre Unabhängigkeit verlieren, wenn die Staatsschulden anhaltend so hoch bleiben, dass sie mit einem restriktiveren Kurs und Zinserhöhungen einzelne Staaten in die Insolvenz treiben würde. Die Gefahr, dass die Geldpolitik letztlich die Solvenz der Staaten garantieren muss, wird auch unter dem Stichwort fiskalische Dominanz diskutiert. Dieses Problem steht im Raum, lässt sich aber relativieren, wie Matthes/Demary: 2013, Die EZB auf Abwegen? Teil 2: Sind die Staatsanleihekäufe eine Mandatsüberschreitung?, IW Policy Paper 14/2013, Köln

zur unkonventionellen Geldpolitik der EZB zudem ein Erpressungspotenzial der Staaten, wenn der Zusammenhalt der Eurozone unbedingt garantiert werde.

Diese Befürchtungen sind durchaus nachvollziehbar, erscheinen allerdings aus verschiedenen Gründen überzogen:

- Die EZB stellt in ihrer Stellungnahme für das Bundesverfassungsgericht zur unkonventionellen Geldpolitik der EZB (S. 16 f.) klar, dass sie ihre Unabhängigkeit nicht durch vermeintliche ökonomische Sachzwänge oder Erwartungen von Wirtschaftsteilnehmern und der Öffentlichkeit beeinträchtigt sieht.
- Die angeblich „berechtigten Erwartungen“ der Mitgliedsstaaten an eine Rettung von Staaten entkräftet sie durch klare vordefinierte Ausstiegsszenarien (EZB-Stellungnahme, S. 31). So hat die EZB wie im vorigen Abschnitt erläutert eine Reihe von Vorkehrungen getroffen (etwa die Aussetzung der Käufe während der Prüfungsphase der Konditionalität), um das OMT-Programm gegebenenfalls beenden oder weniger effektiv machen zu können.
- All dies sind zunächst einmal hehre Worte, deren Belastbarkeit Skeptiker in Frage stellen könnten. Doch die Taten der EZB belegen die Glaubwürdigkeit ihrer Ankündigungen. So hat sie wie erwähnt bei Italien im August 2011 und bei Zypern Anfang 2013 eine aktive Kommunikationspolitik und ihr Drohpotenzial genutzt, um Reformen in Italien respektive die Einigung auf ein Hilfspaket in Zypern mit Nachdruck anzumahnen. Dies zeigt, dass die pauschale Behauptung zu relativieren ist, die EZB werde erpressbar.

Gerade diese Rolle als Instanz, die über das Wohl und Wehe von Staaten entscheiden kann, mag aus Sicht mancher Beobachter allerdings wiederum Anlass zur Kritik geben. Tatsächlich sollte die EZB diese Relevanz und diese Nähe zur Fiskalpolitik nicht auf Dauer haben. In der kurzen Frist ist dies nach Ansicht des IW Köln jedoch hinzunehmen, da sie derzeit die einzige Institution ist, die bei einer Störung der geldpolitischen Transmission große illiquide Staaten glaubwürdig vor einer Zahlungsunfähigkeit bewahren kann. Sie sollte daher in dieser Krisenphase auch ihr Drohpotenzial gegenüber den Staaten aktiv nutzen können, um Moral Hazard zu vermeiden und um Haftung und Kontrolle in einer Hand zu haben.

Hinzu kommt, dass ihre Unabhängigkeit bei derartig wichtigen Entscheidungen letztlich höchst willkommen ist. Denn wie bei Italien und Zypern bewiesen, ist die EZB hinreichend stark, um sich möglichen ökonomisch fragwürdigen Kompromissen

politischer Akteure entgegenzustellen. Mit ihrer konsequenten Grenzziehung in diesen Fällen kann sie zudem ihre Glaubwürdigkeit als Wahrerin einer pragmatischen, aber letztlich stabilitätsorientierten Wirtschaftspolitik stärken.

Im Zusammenhang mit der ESM-Konditionalität des OMT-Programms wird aber explizit kritisiert, dass die EZB überhaupt Bedingungen stelle und sich somit ins Feld der Politik begeben und dass sie sich letztlich vom ESM als politische Institution abhängig machen würde. Doch bei genauerer Analyse besteht auch hier Differenzierungsbedarf.

- So stand die EZB vor der Wahl, entweder auf eine Konditionalität zu verzichten, sie selbst umzusetzen oder sie an den ESM zu delegieren. Die beiden erstgenannten Alternativen sind zweifellos die deutlich schlechteren. Der grundsätzliche Verzicht auf Konditionalität hätte dauerhafte Fehlanreize und Moral Hazard Probleme mit sich gebracht. Selbst die Konditionalität vorzugeben, hätte für die EZB bedeutet, sich direkt in die fiskalischen Belange der Staaten einzumischen. Damit hätte sie ihre Unabhängigkeit zweifellos stark gefährdet. Mit der gewählten Konditionalität über den ESM schiebt sie die Verantwortung für die genaue Ausgestaltung der Reformbedingungen klar in den Bereich der Regierungen.
- Die EZB macht sich bei der Entscheidung, ob die Reform Erfüllung zufriedenstellend ist, allerdings nicht vom ESM abhängig, sondern behält sich das Letztentscheidungsrecht darüber selbst vor (EZB-Stellungnahme, S. 25). Positive ESM-Entscheidungen binden die EZB daher nicht, sie sind eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für eine ebenfalls positive Bewertung der Reformen durch die EZB.

Nach Ansicht des IW Köln erhält die Unabhängigkeit der EZB mit dieser Konstruktion keine nennenswerten und dauerhaften Kratzer.

Schließlich sei bei der Diskussion über die Unabhängigkeit der EZB noch darauf verwiesen, dass sie im Bereich der Geldpolitik satzungsgemäß einen großen Entscheidungsspielraum hat. Sollte das Bundesverfassungsgericht die OMT-Käufe – trotz sehr unterschiedlicher Meinungen in der internationalen akademischen Debatte – als verfassungswidrig einordnen, würde dies letztlich das Institut der Unabhängigkeit der EZB untergraben.

Fazit

Die Gefahr von Fehlanreizen und Moral Hazard Problemen durch die unkonventionelle Geldpolitik der EZB ist real, sollte aber auch nicht überdramatisiert werden. Dazu ist es wichtig, nicht nur im abstrakten theoretischen Raum, sondern im konkreten Kontext zu argumentieren.

So täuscht der verbreitete Eindruck, im Bankensektor der Eurozone seien – begünstigt durch die erweiterte Liquiditäts- und Niedrigzinspolitik der EZB – keine nennenswerten Reformen umgesetzt worden. Die deutliche Verbesserung vieler Bankenindikatoren ist nicht allein – wie zuweilen behauptet wird – auf die vielfältige Krisenhilfe der EZB und das Staatsanleihekaufprogramm OMT zurückzuführen. Vielmehr sorgen die Anpassungsprogramme der Länder mit Hilfspaketen des Rettungsschirms für eine Reform der nationalen Bankensektoren. Zudem hat die Europäische Bankenaufsichtsbehörde EBA erfolgreich für eine breit angelegte Rekapitalisierungsinitiative gesorgt. Dieser Weg muss freilich fortgesetzt werden, da Unsicherheiten über die Verlässlichkeit der Risikobewertungsmodelle der Banken bestehen, und die anhaltende Rezession in den Krisenländern zu einer Zunahme notleidender Kredite führt. Das ist mit dem avisierten Asset Quality Review und dem anschließenden Stresstest durch die EZB als zukünftige Bankenaufseherin vorgesehen. Darüber hinaus wird die zentralisierte Bankenaufsicht dafür gebraucht, dass in Zukunft nicht mehr lebensfähige Banken (Zombie-Banken) konsequent saniert oder abgewickelt werden.

Die Risiken, die die EZB mit ihrer unkonventionellen Geldpolitik und vor allem den Staatsanleihekäufen in ihrer Bilanz aufgebaut hat, führten – so die kritische These – zu einer Rettungskaskade, da es bei einem Austritt eines Landes aus der Eurozone zu merklichen Verlusten käme. Um dies zu verhindern, erhielten die Krisenländer im Zuge der Rettungskaskade immer neue Hilfgelder (auch) über den Euro-Rettungsschirm, so dass die Risiken für die deutschen Steuerzahler immer weiter stiegen. Diese Argumentation verkennt, dass die Hilfen des Rettungsschirms mit Reformprogrammen und der Überwachung durch die Troika verbunden sind. Den damit einhergehenden Souveränitätsentzug versuchen die Regierungen der Krisenstaaten – wie die Erfahrung gezeigt hat – so gut es geht zu vermeiden.

In den Staatsanleihekäufen der EZB wird zuweilen die Gefahr gesehen, dass sie zu einer Erlahmung der Reformanreize der Staaten führen können. Daher ist es wichtig, dass die EZB das OMT-Programm an die Reformkonditionalität des Rettungsschirms gebunden hat. Die Glaubwürdigkeit und Zeitkonsistenz dieser Bindung wird jedoch von manchen Beobachtern bezweifelt. Dem sind jedoch einige wichtige relativierende Argumente entgegenzuhalten. So setzt die EZB (mögliche) OMT-Käufe aus, während die Einhaltung der Reformen geprüft wird, so dass kein EZB-

Beschluss zur Einstellung des Programmes nötig würde. Die EZB könnte – wie im August 2011 im Fall Italiens praktiziert – die Staatsanleihekäufe dosiert drosseln, statt sie vollständig einzustellen. So könnte sie die Zinsen auf die Staatsanleihen eines Landes im (partiellen) Reformverzug – und damit den Reformdruck – kontrolliert steigen lassen. Darüber hinaus zeigt das Beispiel Zypern (im März 2013 vor der Einigung auf das Hilfspaket des Rettungsschirms), dass sich die EZB nicht scheut, ihre Hilfe (in diesem Fall die ELA) bei drohender Reformverweigerung einzustellen.

Ohnehin bleibt der Konsolidierungs- und allgemeine Reformdruck aufgrund der gestiegenen Zinsquoten der Staaten und der Wettbewerbsfähigkeitsprobleme hoch. So schreitet der Abbau der strukturellen Staatsdefizite voran. Zudem belegt eine Studie der OECD, dass die Krisenstaaten im Zeitraum 2011/2012 zu den Ländern gehören, die die Reformempfehlungen der OECD am umfangreichsten befolgt haben.

Auch für die Unabhängigkeit der EZB werden im Zusammenhang mit den Staatsanleihekäufen Gefahren gesehen. Vor allem die Bindung (möglicher) OMT-Käufe an ein Reformprogramm des staatlich kontrollierten ESM wird kritisch gesehen. Doch auf eine Konditionalität zu verzichten oder sie selbst zu formulieren wären schlechtere Alternativen gewesen. In der gewählten Konstruktion über den ESM überlässt die EZB die genaue Ausgestaltung der Reformbedingungen den Regierungen, was auch für deren Legitimität wichtig ist. Zudem wird häufig übersehen, dass sich die EZB zur Wahrung ihrer Unabhängigkeit ein Letztentscheidungsrecht darüber vorbehält, ob Reformprogramme eingehalten werden.

Gerade diese Rolle als Instanz, die über das Wohl und Wehe von Staaten entscheiden kann, mag allerdings wiederum Anlass zur Kritik geben. Tatsächlich sollte die EZB diese Relevanz und diese Nähe zur Fiskalpolitik nicht auf Dauer haben. In der kurzen Frist und solange die Krisensituation anhält, ist dies nach Ansicht des IW Köln jedoch hinzunehmen, weil nur die EZB glaubwürdig die Euro-Schuldenkrise beruhigen und die Zeit kaufen kann, damit die Reformen bei Staaten und Banken umgesetzt werden und wirken. Mit einer vorübergehend so aktiven Rolle braucht die EZB aber auch ein Drohpotenzial gegenüber den Staaten, um Moral Hazard zu vermeiden und um Haftung und Kontrolle in einer Hand zu haben. Hinzu kommt, dass ihre Unabhängigkeit bei derartig wichtigen Entscheidungen letztlich höchst willkommen ist. Denn wie bei Italien und Zypern bewiesen, ist die EZB hinreichend stark, um sich einem Kurs mangelnder Reformen entgegenzustellen.