



universität
wien

MASTERARBEIT

Titel der Masterarbeit

Die Europäische Zentralbank: eine kritische Analyse

verfasst von

Dominique Kisielewski

angestrebter akademischer Grad

Master of Science (MSc)

Wien, 2015

Studienkennzahl lt. Studienblatt: A 066 915

Studienrichtung lt. Studienblatt: Masterstudium Betriebswirtschaft

Betreut von: Univ.-Prof. Dipl.-Math. Dr. Jörg Finsinger

Vorwort

Diese Masterarbeit richtet sich an Personen, die sich mit der aktuellen geldpolitischen Situation des Eurowährungsgebietes auseinandersetzen bzw. Interesse an den aktuellen Geschehnissen rund um die Finanzkrise aufweisen.

Der Leitgedanke der vorliegenden Arbeit ist das Aufzeigen, der von der EZB gesetzten Maßnahmen sowie Rettungsaktionen im Zuge der Finanzkrise und die kritische Analyse dieser mit den zugrundeliegenden Gesetzesnormen. Der Fokus dieser Masterarbeit liegt daher im Wesentlichen auf der Europäischen Zentralbank. Andere Institutionen mit geldpolitischem Charakter werden nur insoweit in die Analyse miteinbezogen, als dass sie für das Verständnis der Handlungs- bzw. Vorgehensweise der Europäischen Zentralbank von Nöten sind.

Aufgrund dessen darf an die vorliegende Arbeit kein Anspruch auf Vollständigkeit gestellt werden. Diese gibt lediglich einen Auszug der aktuellen Geschehnisse auf den Finanzmärkten aus der Perspektive der Europäischen Zentralbank wieder.

Wien, 2015

die Verfasserin

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	II
Abbildungsverzeichnis	IV
Abkürzungsverzeichnis	V
1 Einleitung	1
1.1 Anlass und Problemstellung	1
1.2 Forschungsleitendes Interesse	3
1.3 Methodische Vorgehensweise	4
1.4 Begriffsklärung: Zentralbank	5
2 Basis- bzw. Hintergrundwissen	7
2.1 Was ist die Europäische Zentralbank (EZB)?	7
2.2 Was ist die European Financial Stability Facility (EFSF)?	14
2.3 Was ist der European Stability Mechanism? (ESM)	18
3 Ist das Tätigkeitsfeld der Europäischen Zentralbank unkonventionell?	24
3.1 Die geldpolitischen Instrumente der Europäischen Zentralbank	24
3.2 Das Verhalten bzw. die Rettungsaktionen während der Finanzkrise	28
4 Überschreitet die Europäische Zentralbank ihren Kompetenzrahmen?	36
4.1 Die rechtliche Kompetenz der Europäischen Zentralbank	37
4.1.1 Artikel 123 AEUV – Kreditvergabe und Schuldtitelerwerb	38
4.1.2 Artikel 124 AEUV – Zugang zu Kreditfinanzierungsmöglichkeiten	39
4.1.3 Artikel 125 AEUV – Verbot der Gemeinschaftshaftung	40
4.2 Welche einzelspezifischen Maßnahmen bzw. Programme sind rechtswidrig?	41
4.2.1 Ist das Zulassen zu hoher TARGET2-Salden rechtswidrig im Sinne des AEUV?	41
4.2.2 Sind die Outright-Monetary-Transactions rechts- bzw. mandatswidrig?	43
4.2.2.1 Der Vergleich mit einem anderen geldpolitischen Instrument der Europäischen Zentralbank	43
4.2.2.2 Die Grauzone: Zwischen Geld- und Fiskalpolitik	44
4.2.2.3 Das Vorabentscheidungsverfahren des Gerichtshofes der Europäischen Union	47
4.2.2.4 Das endgültige Urteil des Gerichtshofes der Europäischen Union	49
5 Agiert die Europäische Zentralbank glaubwürdig und transparent? Bzw. ist ihre Unabhängigkeit gefährdet?	51
6 Exkurs: Das Fallbeispiel Griechenland – Konsequenzen eines potentiellen „Grexit“?	56
7 Ausblick	61
8 Fazit	62
9 Literaturverzeichnis	66

10	Anhang.....	70
10.1	Abstract	70
10.2	Curriculum Vitae.....	71

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1.: Schematische vereinfachte Darstellung der Bilanz einer Zentralbank nach Görgens/ Ruckriegel/ Seitz	6
Abbildung 2.: Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex für die Eurozone, Stand: März 2015.....	9
Abbildung 3.: Kapitalzeichnung der Nationalbanken des Euroraumes an der EZB, Stand: Mai 2015 ..	13
Abbildung 4.: Kreditvolumen bzw. -vergabe der EFSF, Stand: Jänner 2015	17
Abbildung 5.: Zeitreihe der EFSF und des ESM betreffend Gründung und Tätigkeiten.....	19
Abbildung 6.: Schematische vereinfachte Darstellung der EZB-Bilanz modifiziert nach Görgens/ Ruckriegel/ Seitz	27
Abbildung 7.: TARGET2-Salden der Eurozone, Stand: Februar 2015	33

Abkürzungsverzeichnis

ABSPP	Asset-Backed Securities Purchase Programme
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
CBPP	Covered Bond Purchase Programme
EFSF	European Financial Stability Facility, deut.: Europäische Finanzstabilisierungsfazilität
EFSM	European Financial Stabilisation Mechanism, deut.: Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus
ELA	Emergency Liquidity Assistance
ESM	European Stability Mechanism, deut.: Europäischer Stabilitätsmechanismus
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
EZB	Europäische Zentralbank
GIIPS	Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IWF	Internationaler Währungsfonds
LoLR	Lender of Last Resort, deut.: Gläubiger letzter Instanz
MoU	Memorandum of Understanding
OMT	Outright-Monetary-Transactions
pari passu	Gleichranggrundsatz, zu gleichen Teilen
PSPP	Public Sector Purchase Programme
SMP	Securities Markets Programme
TARGET	Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer

1 Einleitung

1.1 Anlass und Problemstellung

„Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.“¹ Mit diesen Worten trat Mario Draghi, der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), am 26. Juli 2012 vor die Teilnehmer der Global Investment Conference in London.² Allein die bloße Ankündigung eines potentiellen Ankaufsprogrammes führte zu positiven Reaktionen auf den Finanzmärkten. Die Renditen der Staatsanleihen von finanziell schlechter gestellten Staaten, wie Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien begannen ohne weiteres Zutun für einen längeren Zeitraum zu sinken.³ Am 6. September 2012 wurde dann die Maßnahme spezifiziert und ein Ankaufsprogramm mit der Bezeichnung „Outright-Monetary-Transactions“, kurz OMT genannt, angekündigt.⁴

Obwohl bei der Ankündigung der OMT zwar explizit darauf hingewiesen wurde, dass die Ankäufe unbegrenzt vorgenommen werden,⁵ ist das Ankaufsprogramm nur für Anleihen mit kürzerer Laufzeit, sprich von ein bis drei Jahren, gedacht.⁶ Alle bis dato von der EZB getätigten Maßnahmen und eingesetzten Programme wurden mit dem Hintergrundgedanken einer stabilitätsorientierten Geldpolitik ausgeführt, insbesondere um dem obersten Ziel – der Preisstabilität – Folge zu leisten.⁷ Indem sichere Liquidität bereitgestellt wurde, wurde das Vertrauen in die Märkte sowie ihre Funktionsfähigkeit gestärkt.⁸ Von Anfang an waren die Maßnahmen von immer wieder neu aufflammender Kritik begleitet.⁹

Ab dem Zeitpunkt der Ankündigung des OMT-Rettungsprogrammes im Jahr 2012 verkörpert die EZB quasi die Rolle des „Lender of Last Resort“. Als Gläubigerin der letzten Instanz übernimmt sie die Funktion des Finanzierungsbankiers des Eurowährungsgebietes. Sie stellt den Staaten bzw. Zentralbanken auch dann Liquidität zur Verfügung, selbst wenn die Finanzmärkte, wie der Staatsanleihenmarkt oder der Interbanken-Geldmarkt, dazu regulär nicht mehr bereit wären bzw. sind.¹⁰ Wie bereits erwähnt, dient diese Vorgehens- und Handlungsweise einerseits der Erhaltung der Finanzmarktstabilität.¹¹ Andererseits warf sie abermals die rechtliche bzw. inhaltliche Kompetenz-

¹ Draghi (2012)

² Vgl. Draghi (2012)

³ Vgl. Schmidt (2014):677

⁴ Vgl. Schönwitz (2013):244

⁵ Vgl. Homburg (2012):673

⁶ Vgl. Schönwitz (2013):244

⁷ Vgl. Lamla/ Sturm (2012):85

⁸ Vgl. Brockmann/ Keppler (2012):175

⁹ Vgl. Winkler (2014):479

¹⁰ Vgl. Horn (2012):82; ebenso Winkler (2013):633

¹¹ Vgl. Horn (2012):83

frage auf, ob die EZB berechtigt ist, auf diese Weise in die Geschehnisse auf den Finanzmärkten einzugreifen.¹² In anderen Worten gesprochen: Ob sie sich „*außerhalb des geldpolitischen Mandats (...) bewegt*“.¹³ Insgesamt war ein Ankauf von Schuldtiteln durch die EZB in der Höhe von 1,14 Bill. Euro gedacht, wobei in dieser Summe alle bisherigen Ankaufsprogramme der EZB inbegriffen sind.¹⁴

Um die rechtliche Kompetenzfrage zu klären, brachte ein diversifizierte Konstellation aus Klägern, unter anderem bestehend aus Universitätsprofessoren, Journalisten, Politikern sowie Nichtregierungsorganisationen, eine Beschwerde bezüglich der Verfassungswidrigkeit der OMT beim Bundesverfassungsgericht in Deutschland ein. Zur Klärung des Rechtsstreites wurde dieser Sachverhalt mittels eines Vorabentscheidungsersuchens an den Gerichtshof der Europäischen Union (EuGH) übertragen. Im Jänner 2015 wurden von Pedro Cruz Villalón, dem beauftragten Generalanwalt in dieser Rechtsangelegenheit, die Ergebnisse des vorläufigen Gutachtens mitgeteilt.¹⁵ Die wesentlichen Eckpunkte dieses Gutachtens behandelten Folgendes: „*Mittelbar werde mit dem OMT-Programm das Ziel verfolgt, der EZB wieder einen wirkungsvollen Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente zu ermöglichen.*“¹⁶ Jedoch müssen die Konditionen und die Gründe für die Anwendbarkeit dieses Ankaufsprogrammes dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz entsprechen sowie transparent kommuniziert werden.¹⁷ Zudem ist notwendig, dass sich die „*EZB im Fall einer Anwendung des OMT-Programms, damit dieses seinen Charakter als eine währungspolitische Maßnahme wahrt, jeder direkten Beteiligung an dem für den betroffenen Staat geltenden Finanzhilfeprogramm enthalten*“¹⁸ muss. Konkret würde dies bedeuten, dass die EZB aus dem Bündnis der Troika ausscheiden müsste. Die Troika besteht aus der EZB, dem Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Europäischen Kommission und übernimmt die Funktion der Überwachung von fiskalpolitischen Reformprogrammen der Staaten, welche sich in einem Rettungsprogramm befinden.¹⁹

Obwohl das Gutachten des Generalanwaltes grundsätzlich nicht bindend für die Richter des EuGHs ist, wurde dennoch erwartet, dass das endgültige Urteil diesem sehr ähneln wird.²⁰ Rund sechs Monate nach der Veröffentlichung des Gutachtens wurde das endgültige Urteil publiziert. Gemäß diesem wird das OMT-Programm als geldpolitisches Programm klassifiziert,²¹ mit welchem die EZB

¹² Vgl. Heinrich (2014):597

¹³ Heinrich (2014):597

¹⁴ Vgl. Engel/ Zschäpitz (2015)

¹⁵ Vgl. EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

¹⁶ EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

¹⁷ Vgl. EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

¹⁸ EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

¹⁹ Vgl. Wirtschaftsblatt (2015)a

²⁰ Vgl. Wirtschaftsblatt (2015)b

²¹ Vgl. EuGH (2015)b: Pressemitteilung Nr.70/15

„auch nicht gegen den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit verstößt.“²² Wider Erwarten wurde die Frage bezüglich der doppelten Einbindung der EZB – erstens durch die Umsetzung des geldpolitischen Programmes und zweitens durch die Tätigkeit als Überwachungsorgan im Rahmen der Troika – nicht thematisiert.²³ Demzufolge ist eine Umstrukturierung der Troika in naher Zukunft nicht zu erwarten.

1.2 Forschungsleitendes Interesse

Das forschungsleitende Interesse basiert auf der kritischen Diskussion rund um die von der Europäischen Zentralbank gesetzten Rettungsaktionen und -maßnahmen im Zuge der Finanzkrise im europäischen Währungsgebiet. Die Dauerkritik, welche der EZB zu Teil wird, findet sich in unterschiedlichem Ausmaß in der Literatur, vorrangig in diversen wirtschaftlichen Publikationen und in populärwissenschaftlichen Medienbeiträgen.

Unter besonderem „Beschuss“ stehen vor allem die OMT, ein im September 2012 angekündigtes Ankaufsprogramm für Staatsanleihen. Die rechtliche Kompetenzfrage führte zu einem Vorabentscheidungsverfahren beim Gerichtshof der Europäischen Union. Im Jänner 2015 wurde ein vorläufiges Gutachten veröffentlicht.²⁴ Das endgültige Urteil, welches sich von diesem grundlegend unterscheidet, wurde rund sechs Monate danach publiziert.²⁵ Sowohl das Gutachten als auch das Urteil selbst, enthalten Antworten bezüglich der Zulässigkeit der OMT, dennoch findet man in der Literatur weitere Anknüpfungspunkte, welche für das Verständnis der Vorgehens- bzw. Handlungsweise der EZB interessant sind.

Das Ziel dieser vorliegenden Masterarbeit ist die Darlegung und Analyse der in der wissenschaftlichen Literatur diskutierten Aspekte und Inhalte betreffend der Tätigkeit und Kompetenz der Europäischen Zentralbank. Jedoch ist es nicht Ziel dieser Arbeit, Empfehlungen für eine weitere Vorgehensweise der EZB darzulegen.

²² EuGH (2015)b: Pressemitteilung Nr.70/15

²³ Vgl. EuGH (2015)b: Pressemitteilung Nr.70/15

²⁴ Vgl. EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

²⁵ Vgl. EuGH (2015)b: Pressemitteilung Nr.70/15

In Anlehnung an das forschungsleitende Interesse soll der Masterarbeit folgende Forschungsfrage zu Grunde gelegt werden:

Welche Rettungsaktionen unternimmt die Institution „Europäische Zentralbank“ zur Stabilisierung der finanziellen Situation im europäischen Raum und unterliegen diese Maßnahmen ihrer rechtlichen Kompetenzbefugnis?

Weitere Detailfragen werden entweder explizit als Überschrift gestellt oder ergeben sich implizit aus den Schwerpunkten der einzelnen Kapitel, wobei sich diese Fragen wohl nie vollständig bearbeiten lassen. Man kann den Antworten aber schrittweise näher kommen, indem man die Problemfelder eingrenzt und genauer definiert. Bevor man sich jedoch diesen spezifischen Fragen widmet, ist es zunächst ratsam, die Tätigkeiten einer Zentralbank zu skizzieren und in weiterer Konsequenz, die Europäische Zentralbank als Institution im Kontrast zu anderen Rettungsprogrammen wie der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) zu setzen.

1.3 Methodische Vorgehensweise

Der Forschungsgegenstand der vorliegenden Arbeit ist interdisziplinär angelegt. Basierend auf der hermeneutischen Methode, im Besonderen der Dokumenten- und Inhaltsanalyse, werden sowohl wirtschaftswissenschaftliche, insbesondere finanz- und volkswirtschaftliche, als auch rechtswissenschaftliche Literatur sowie Publikationen angeführt und diskutiert. Durch diese Arbeitsweise wird versucht, sich der Thematik von mehreren Perspektiven zu nähern, um ansatzweise ein vollständiges Bild zu bekommen.

Am Beispiel der, von der Europäischen Zentralbank getätigten, unterschiedlichen finanzpolitischen Rettungsmaßnahmen soll das Tätigkeits- sowie das Kompetenzfeld der Institution skizziert werden. Zusätzlich sollen anhand theoretischer Überlegungen die Rechtskonformität der umgesetzten Maßnahmen sowie die angeblich zunehmende Ausdehnung der Maßnahmen der EZB betrachtet werden.

Dies setzt eine Kurzdarstellung der Institution „Europäische Zentralbank“ sowie der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), zwei bedeutenden Rettungsprogrammen, mit welchen die EZB in enger Verbindung steht, voraus. Des Weiteren werden die konventionellen geldpolitischen Instrumente der EZB, welche sie zur Verfolgung ihres Hauptzieles, der Preisstabilität, einsetzt, als auch jenen bis dato unternommenen un-

konventionellen Rettungsmaßnahmen im Zuge der Finanzkrise erläutert. Diesbezüglich wird auf die Diskussion rund um die Kompetenzüberschreitungen der EZB in Bezug auf ihre vertragliche Grundlage, dem Maastrichter Vertrag, eingegangen. Anhand des Fallbeispiels Griechenland werden die gewonnenen Kenntnisse länderspezifisch aufgezeigt sowie die Konsequenzen eines in den Medien viel diskutierten Austrittes dieses Staates aus dem Eurowährungsgebiet dargelegt.

1.4 Begriffsklärung: Zentralbank

Eine Zentralbank ist das wesentliche Kredit- bzw. Währungsinstitut eines Staates, welches nationale und internationale Geldbelange einer Volkswirtschaft steuert.²⁶ Grundsätzlich ist „*die Zentralbank (...) alleiniger Emittent von Banknoten und alleiniger Bereitsteller von Mindestreserveguthaben der Banken und besitzt somit das Monopol als Anbieter der monetären Basis.*“²⁷ Aufgrund dieses Monopols ist es der Zentralbank möglich, über die Zinssätze die Bedingungen am Geldmarkt zu steuern, wodurch in weiterer Konsequenz auch das Wirtschaftswachstum durch die Zentralbank beeinflusst wird bzw. werden kann.²⁸ Zudem übernimmt sie weitere elementare Funktionen, wie die Bereitstellung von Angeboten für Refinanzierungsoptionen an Kreditinstitute sowie die Gewährung von Darlehen an öffentliche Haushalte.²⁹

Zentralbankengeld entsteht dann, wenn Banken bzw. Kreditinstitute mit der Zentralbank Geschäfte tätigen. Diese Geschäfte können auf drei wesentliche Modelle reduziert werden. Erstens kann eine Zentralbank von etwaigen nationalen Banken und/ oder Kreditinstituten Fremdwährungsforderungen im Sinne von Währungsreserven ankaufen. Zweitens besteht die Option der Kredit- bzw. Darlehensvergabe, wodurch die Zentralbank in weiterer Folge Forderungen gegenüber Kreditinstituten hält. Und drittens ist der Ankauf von Wertpapieren durch die Zentralbank möglich. Diese drei Positionen bilden im Großen und Ganzen die Aktivseite einer Zentralbankenbilanz ab. Durch diese werden auch in weiterer Konsequenz die Zinseinkünfte erzielt, welche die Haupteinnahmequelle einer Zentralbank darstellen. Einerseits sind dabei die Zinsen miteinbezogen, welche die Zentralbank von den geldaufnehmenden Kreditinstituten bzw. Banken erhält; andererseits auch jene, welche sich durch die Weiterveranlagung der Geldinstrumente bedingen. Demgegenüber stehen auf der Passivseite der Zentralbankenbilanz vorrangig die Summe der ausgegebenen Bank-

²⁶ Vgl. Wirtschaftslexikon (2015)

²⁷ Europäische Zentralbank (2011):59

²⁸ Vgl. Europäische Zentralbank (2011):59f

²⁹ Vgl. Wirtschaftslexikon (2015)

noten im Sinne des Banknotenumlaufs sowie diverse Verbindlichkeiten gegenüber den Kreditinstituten.³⁰

Die Grundstruktur einer Zentralbankbilanz ist demnach wie folgt aufgebaut:

Vereinfachte Bilanz einer Zentralbank			
Aktiva		Passiva	
A.1.:	Währungsreserven	P.1.:	Banknotenumlauf
A.2.a.:	Forderungen an Kreditinstitute	P.2.:	Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten
A.2.b.:	Bestand an (staatlichen) Wertpapieren		
A.3.:	Sonstiges	P.3.:	Sonstiges

Abbildung 1.: Schematische vereinfachte Darstellung der Bilanz einer Zentralbank nach Görgens/ Ruckriegel/ Seitz³¹

³⁰ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):88f

³¹ Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):89

2 Basis- bzw. Hintergrundwissen

In diesem Abschnitt werden die Europäische Zentralbank (EZB) als Institution, das Europäische System der Zentralbanken sowie die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) und der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) vorgestellt. Mit diesen arbeitet die EZB eng zusammen und verfügt über Mitbestimmungsrechte bei deren Entscheidungen. Dadurch beeinflussen diese Akteure im Gesamten die europäische Geldpolitik sowie die Wirtschaftspolitik einzelner Staaten maßgeblich.

Die EZB ist der Kern des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB). Dieses besteht neben der rechtlich selbständigen EZB aus den nationalen Zentralbanken aller Mitgliedsstaaten der Europäischen Union. Das bedeutet, dass ebenso die Nationalbanken jener Staaten, welche sich nicht innerhalb des Eurowährungsgebietes befinden, Mitglieder im Rahmen des ESZB sind. Da die geldpolitische Verantwortung der Eurozone der EZB sowie den nationalen Zentralbanken, die dem Eurowährungsgebiet angehören, obliegt,³² soll nicht weiter auf die Funktion des ESZB eingegangen werden. Im Weiteren sind die Besonderheiten der EZB im Fokus der Betrachtung.

2.1 Was ist die Europäische Zentralbank (EZB)?

Mit der Einführung der einheitlichen Gemeinschaftswährung im europäischen Raum wurde die Absicht gehegt, dass der Euro eine „*entpolitisierte Währung*“³³ darstellen sollte. Auf Grund dessen wurde am 1. Juni 1998 die Europäische Zentralbank (EZB) als unabhängige Instanz mit Sitz in Frankfurt am Main (Deutschland) gegründet. Diese beschäftigt sich mit den geldpolitischen Belangen des Eurowährungsgebietes. Die ihr obliegenden Aufgaben sowie Ziele wurden im Vertrag von Maastricht festgelegt.³⁴ Sie soll nicht nur weisungsfrei gegenüber den Regierungen der Mitgliedsstaaten der Eurozone, sondern ebenso gegen faktische Einflussnahme geschützt sein.³⁵ Die politische Unabhängigkeit ist insofern relevant, da vor allem in den letzten Jahren gezeigt werden konnte, dass politisch abhängige Banken ihre geld- und zinspolitischen Maßnahmen kurzfristig auslegen, sobald ein Erfolgsdruck bzw. -zwang seitens der Regierung bestand.³⁶ Die EZB sollte beispielsweise nicht dazu genötigt werden, „*Schuldtitel des Staates zu übernehmen, um so die Mehrausgaben der Regierung zu finanzieren, oder Zinsen zu senken, um kurzfristig überdurchschnittli-*

³² In 19 von 28 Mitgliedsstaaten der Europäischen Union ist der Euro mittlerweile die offizielle Währung. Diese sind: Belgien, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, die Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien, Spanien und Zypern. Vgl. Europäische Union (2015)

³³ Berg/ Carstensen (2012):79

³⁴ Vgl. Berg/ Carstensen (2012):79

³⁵ Vgl. Kerber (2011):625

³⁶ Vgl. Weizsäcker (2012):91

*ches Wirtschaftswachstum zu erzeugen.*³⁷ Beide dieser Maßnahmen wären in der Lage, den Verlust der Preisstabilität – das oberste geldpolitische Ziel der EZB – herbeizuführen. Die politische Unabhängigkeit der EZB muss forciert werden, sodass der externe Einfluss möglichst gering gehalten werden kann.³⁸ Prinzipiell kann geschlussfolgert werden, dass *„je größer die Verquickung von Politik und Zentralbank, umso größer ist die Gefahr der Preisstabilität.“*³⁹

Es ist die oberste Priorität der EZB, die mittelfristige Preisstabilität innerhalb der Eurozone zu gewährleisten.⁴⁰ Dieses Ziel ist im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV), genauer gesagt im Art. 127 Abs. 1 AEUV,⁴¹ verankert und wird im europäischen Kontext folgendermaßen definiert: *„(...) als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2% gegenüber dem Vorjahr.“*⁴² Der EZB-Rat hat diesbezüglich bei einer Stellungnahme deutlich werden lassen, dass mit der Bezeichnung *„von unter 2%“* der EZB bei der Zielerreichung ein „Spielraum“ gegeben wird. Das heißt, dass die Preisstabilität sich zwar unter, aber dennoch nahe 2% bewegen muss.⁴³ Dieser Spielraum ist notwendig, da sich der HVPI auf die gesamte Eurozone und nicht auf einzelne Staaten bezieht. Dies impliziert, dass in einigen Staaten die Inflationsraten durchaus über 2% und in anderen Staaten auch unter 2% liegen können, sodass dennoch im Gesamten dem Stabilitätsziel Folge geleistet werden kann.⁴⁴ Der Vorteil von mittelfristiger Preisstabilität soll darin bestehen, dass ein angemessenes Preisniveau sichergestellt werden kann und im gesamten Eurowährungsgebiet länger anhaltende (Hyper-)Inflations- und Deflationsphasen vermieden werden können. Andauernde Inflationsphasen wirken grundsätzlich hemmend auf (potentielles) Wirtschaftswachstum und mittels der Angleichung des Preisniveaus durch die EZB möchte sie diesem Trend entgegenwirken.⁴⁵ Der EZB ist es nicht möglich, dieses Ziel auf direktem Wege zu erreichen, da Preisstabilität an sich nicht direkt beeinflussbar ist. Dazu ist eine adäquate geldpolitische Strategie, welche verschiedenste Instrumente und Verfahren beinhaltet, notwendig, mittels derer das „Endziel“ der Preisstabilität erreicht werden kann.⁴⁶ Diese Instrumente und Verfahren sind der Fokus von *Kapitel 3.1. Die geldpolitischen Instrumente der Europäischen Zentralbank.*

³⁷ Lamla/ Sturm (2012):85

³⁸ Vgl. Lamla/ Sturm (2012):85

³⁹ Lamla/ Sturm (2012):85

⁴⁰ Vgl. Europäische Zentralbank (2011):69

⁴¹ Vgl. Berg/ Carstensen (2012):79

⁴² Europäische Zentralbank (2011):69

⁴³ Vgl. Europäische Zentralbank (2011): 156

⁴⁴ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):182

⁴⁵ Vgl. Europäische Zentralbank (2011):59ff

⁴⁶ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):122

Der HVPI wird definiert als „die Grundlage für die vergleichbare Messung der Inflation in Europa und für die Bewertung der Geldwertstabilität innerhalb der Euro-Zone.“⁴⁷ Der Verbraucherpreisindex wird erst durch die Verwendung einer einheitlichen Berechnungsmethode innerhalb der Eurozone harmonisiert. Folglich kann eine Vergleichbarkeit unter den Mitgliedsländern gewährleistet werden. Um den HVPI berechnen zu können, muss das typische Konsumverhalten der Bürger der jeweiligen Staaten repräsentativ aufgezeichnet werden. Es werden Waren- und Dienstleistungskörbe erstellt, welche die Preise von mehrfach erworbenen Produkten wie Lebensmittel, aber auch von weniger häufig getätigten Ausgaben wie Instandhaltungsarbeiten, beinhalten. Die Aktualisierung erfolgt in regelmäßigen Zeitabständen, sodass Trends bei den Einkäufen berücksichtigt werden können. Der HVPI wird von „Eurostat“, dem Statistikamt der Europäischen Union, ermittelt.⁴⁸ Die folgende Abbildung visualisiert einerseits den HVPI für die Eurozone im letzten Jahr, sprich von Mai 2014 bis März 2015 und andererseits den HVPI der Eurozone für die Jahre 1997 bis 2015.

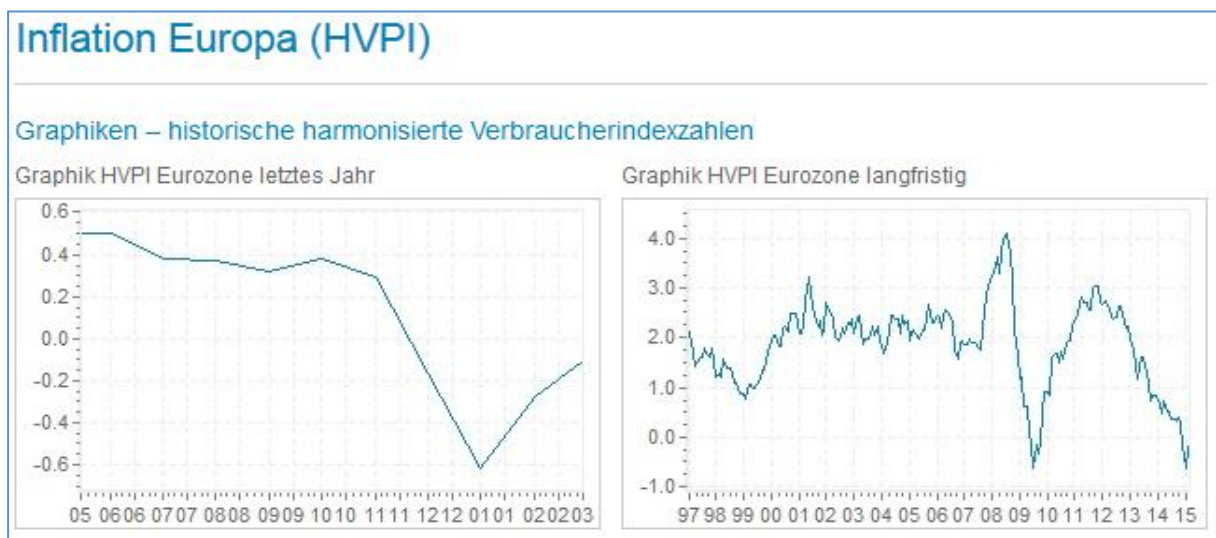


Abbildung 2.: Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex für die Eurozone, Stand: März 2015⁴⁹

Betrachtet man die obere rechte Grafik, also die „Graphik HVPI Eurozone langfristig“, hat es, bedingt durch diverse „Ausreißer“ wie zum Beispiel in den Jahren 2008 oder 2009, nicht den Anschein, dass die EZB es geschafft hat, das Ziel der Preisstabilität zu erreichen. Diesen Schluss zieht man, sofern man den HVPI jährlich begutachtet.⁵⁰ Diesbezüglich findet man in der Literatur unterschiedliche Interpretationsweisen. Betrachtet man nämlich die durchschnittliche Veränderungsrate über die gesamten Jahre hinweg, ergibt sich ein anderes Bild. Denn „in den Jahren 1999 bis 2010 lag die durchschnittliche jährliche Veränderungsrate des HVPI in der Eurozone bei 1,98% und damit

⁴⁷ Statistik Austria (2015)

⁴⁸ Vgl. Europäische Kommission, Wirtschaft und Finanzen (2015)

⁴⁹ Global-Rates (2015)

⁵⁰ Vgl. Global-Rates (2015)

*tatsächlich unter, aber nahe dem selbst gesetzten Referenzwert von 2%.*⁵¹ Dieses Problem der unterschiedlichen Interpretationsweisen rührt vor allem daraus, dass die EZB keine zeitliche Komponente für den Begriff der Mittelfristigkeit definiert hat. Ebenso fehlen Stellungnahmen, wie rasch die EZB bei etwaigen Verfehlungen eingreift, um in weiterer Konsequenz dem Ziel der Preisstabilität wieder gerecht werden zu können.⁵²

Bei der Betrachtung der Höhe der Inflationsrate stellt sich die Frage, ob der von der EZB festgelegte Richtwert, in der Höhe von 2%, dem Wert der optimalen Inflationsrate entspricht. Bereits seit einigen Jahren ist die Diskussion über diesen optimalen Wert in der Literatur präsent. Die Meinungen und Ansichten betreffend der Angemessenheit von Inflationsraten im Wertebereich von 0 bis 4% divergieren stark. Einerseits gibt es Befürworter einer positiven Inflationsrate. Diese vertreten die Meinung, eine Inflationsrate in der Höhe von bis zu 4% sei angemessen. Andererseits gibt es diesbezüglich Kritiker, welche sich für Nullinflation, sprich eine Inflationsrate in der Höhe von 0%, aussprechen.⁵³ Zum besseren Verständnis sei hier erwähnt, dass Inflation an sich als eine Erhöhung der Preise angesehen werden kann und dadurch eine Senkung der Kaufkraft des Geldes über die Jahre hinweg impliziert.⁵⁴

Im Falle einer Inflationsrate in der Höhe von 0% würde daher absolute Preisstabilität vorherrschen. Diese hätte den Vorteil, dass der Geldwert sowie das Preisniveau konstant bleiben. Das heißt über die Jahre hinweg würde der Geldwert keiner Minderung unterliegen. Investitions- und Vorsorgeentscheidungen wären in ihrer Durchführung einfacher gestaltbar und demnach für viele „Parteien“ wünschenswert. Inflation bedeutet daher in diesem Kontext Unsicherheit in der künftigen Ergebnissituation. Dem Phänomen der Geldillusion, dass sich unter anderem in der problematischen Abwägung von realen bzw. nominalen Preisänderungen im Zeitverlauf auswirkt, könnte ebenso entgegengewirkt werden.⁵⁵ Demgegenüber findet man das Argument, dass absolute Preisstabilität nicht möglich wäre. Einige Güter bzw. Produktgruppen, wie beispielsweise Energie- und Rohstoffpreise, weisen an sich bereits (hohe) Volatilitäten bei der Preisfindung auf, die allerdings vom jeweiligen Inflationsniveau unabhängig sind.⁵⁶ Obendrein vereinfache Inflation Reallohnanpassungen, da die Akzeptanz von Lohnanpassungen bei gegebener Inflation größer ist.⁵⁷ Diese Akzeptanz ist ebenfalls eine Ausprägung des Phänomens der Geldillusion. Dieses Argument ist

⁵¹ Berg/ Carstensen (2012):79

⁵² Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):184

⁵³ Vgl. Blanchard/ Illing (2009):770ff

⁵⁴ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):180

⁵⁵ Vgl. Blanchard/ Illing (2009):771ff

⁵⁶ Vgl. Krupp/ Cabos (2003):112f

⁵⁷ Vgl. Blanchard/ Illing (2009):775f

jedoch nicht haltbar, wenn man bedenkt, dass sich Tarifpartner bei Lohnverhandlung den veränderten Gegebenheiten sehr wohl bewusst sind.⁵⁸

Die Befürworter einer positiven Inflationsrate begründen ihre Ansicht meist mit dem Spielraum für geldpolitische Stabilisierungspolitik, welche eine Inflationsrate über Null bieten kann. Sofern die Inflationsrate positiv ist, ist auch der Nominalzins positiv. Dieser dient als Regulierungsinstrument der Geldpolitik um Rezessionen entgegenzutreten und die Nachfrage in entsprechendem Maß stimulieren zu können.⁵⁹ Ist die Inflationsrate hingegen Null ist dieser „Spielraum für den Einsatz konventioneller Geldpolitik zur Vermeidung eines Nachfrageeinbruchs deutlich begrenzt.“⁶⁰ Anhand des angeführten Arguments sehen Coibion, Gorodnichenko und Wieland die optimale Inflationsrate im Bereich der 2%-Marke. Mit Hilfe dieser Zielvorgabe wird ein entsprechender Spielraum für Interventionen bewahrt. Die Möglichkeit ökonomischen Fluktuationen mit einer Änderung des Nominalzinses zu begegnen wird bis zu einem gewissen Grad bewahrt,⁶¹ bevor andere geldpolitische Maßnahmen und Instrumente zur „Bekämpfung“ von negativen Schocks zum Einsatz kommen müssen.

Die EZB befindet sich mit dem von ihr selbst gesetzten Referenzwert von „unter, aber dennoch nahe 2%“ ebenfalls im Bereich der von Coibion, Gorodnichenko und Wieland gesetzten Marke und damit generell im Durchschnitt. Aktuell bewegen sich die Inflationsziele anderer Zentralbanken, ähnlich dem der EZB, zwischen 1 bis 3%.⁶²

Im Kern ist die von der EZB verfolgte Geldpolitik eine stabilitätsorientierte Geldpolitik, welche versucht, die Erwartungen betreffend Inflation und Preisniveau auf lange Sicht hin zu vereinbaren. Vollständigkeitshalber muss erwähnt werden, dass diese Variablen nicht nur von der Geldpolitik, sondern auch anderweitigen Faktoren, wie beispielsweise wirtschaftlichen und politischen Geschehnissen, beeinflusst werden können.⁶³ Zudem bedeutet die gesetzlich verankerte Mittelfristigkeit der Preisstabilität, dass kurzfristige bzw. temporäre Preisschwankungen, beispielsweise aufgrund von radikalen Wechselkurs- oder Ölpreisschwankungen, keinen Eingriff seitens der EZB bedürfen.⁶⁴ In Zeiten, in denen die Preisstabilität nicht gefährdet ist, hat die EZB auch die Kompe-

⁵⁸ Vgl. Issing (1997):170

⁵⁹ Vgl. Blanchard/ Illing (2009):775

⁶⁰ Blanchard/ Illing (2009):775

⁶¹ Vgl. Coibion/ Gorodnichenko/ Wieland (2012):1404

⁶² Vgl. Coibion/ Gorodnichenko/ Wieland (2012):1403

⁶³ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):122f

⁶⁴ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):178

tenz und Befugnisse, sich anderen Zielen, wie zum Beispiel der Erreichung eines angemessenen Beschäftigungsniveaus innerhalb der Eurozone, zu widmen.⁶⁵

Die Entscheidungsfindung für die Wahl der geeigneten Instrumente zur Zielverfolgung folgt dem Prinzip der Zentralität. Das Entscheidungsorgan der EZB ist der EZB-Rat. Jener besteht aus dem Direktorium der EZB sowie den Präsidenten aller nationalen Zentralbanken der Eurozone. Die Mitglieder des Direktoriums sind der Präsident, der Vizepräsident und vier weitere gewählte Mitglieder aus der Wirtschaft bzw. Politik.⁶⁶ Aktuell ist der Italiener Mario Draghi der Präsident der EZB, der Vizepräsident ist der Portugiese Vitor Constâncio.⁶⁷

Für den Entscheidungsbeschluss ist im EZB-Rat eine einfache Mehrheit notwendig. Dabei werden nur die Stimmen jener Personen miteingeschlossen, welche zum Beschlusszeitpunkt anwesend sind. Wegen der wachsenden Anzahl der Eurozonen-Mitglieder unterliegt die Zusammensetzung des EZB-Rats einer Rotation. Auf Grund der Notwendigkeit eines repräsentativen Abstimmungsverhaltens wurde beschlossen, dass nicht alle, sondern nur maximal fünfzehn Präsidenten der Nationalbanken gleichzeitig zur Stimmabgabe berechtigt sind. Da die Mitgliedsstaaten der Eurozone unterschiedlich zur Wirtschaft beitragen, werden diese nach einem Gewichtungsfaktor in verschiedene Gruppen eingeteilt und aus diesen Gruppen werden die Mitglieder gezogen. Die Länge eines Rotationszyklus beträgt rund einen Monat. Im Gegensatz dazu sind die Direktoriumsmitglieder permanent stimmberechtigt.⁶⁸

Eine Ausnahme des Prinzips der einfachen Mehrheitsbeschlussfassung *„bilden Entscheidungen über das EZB-Kapital, über die Beiträge der nationalen Zentralbanken zu den Währungsreserven der EZB sowie über Fragen der Gewinnverteilung im Eurosystem.“*⁶⁹ Bei solchen Anliegen sind erstens nur die Präsidenten der Nationalbanken stimmberechtigt und zweitens werden diese Stimmen mit dem Anteil des einbezahlten Kapitals der Nationalbanken an dem Kapital der EZB gewichtet.⁷⁰

Die Summe des insgesamt einbezahlten Kapitals der EZB beläuft sich im Jahr 2015 auf 10,825 Bill. Euro. Daran sind grundsätzlich alle Nationalbanken der Europäischen Union beteiligt, wobei lediglich die Mitglieder der Eurozone gemäß ihrem Kapitalschlüssel die Beiträge zur Gänze eingezahlt haben müssen. Der Kapitalschlüssel setzt sich aus dem Verhältnis der Gesamtbevölkerung sowie des Bruttoinlandproduktes eines Staates gemessen an der Gesamtheit der EU zusammen. Demzufolge ändern sich die Kapitalanteile, wenn ein weiterer Staat Mitglied der Europäischen Union

⁶⁵ Vgl. Berg/ Carstensen (2012):79

⁶⁶ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):98

⁶⁷ Vgl. Europäische Zentralbank (2015)a

⁶⁸ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):99ff

⁶⁹ Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):99

⁷⁰ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):99

wird. Im Rückblick erfolgte eine Anpassung rund alle fünf Jahre.⁷¹ In der unten stehenden Grafik finden sich die ursprünglichen Kapitalanteile an der EZB.

Beiträge der NZBen des Euroraums zum Kapital der EZB		
Nationale Zentralbank	Kapitalschlüssel (in %)	Eingezahltes Kapital (in €)
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique (Belgien)	2,4778	268 222 025,17
Deutsche Bundesbank (Deutschland)	17,9973	1 948 208 997,34
Eesti Pank (Estland)	0,1928	20 870 613,63
Banc Ceannais na hÉireann/Central Bank of Ireland (Irland)	1,1607	125 645 857,06
Bank of Greece (Griechenland)	2,0332	220 094 043,74
Banco de España (Spanien)	8,8409	957 028 050,02
Banque de France (Frankreich)	14,1792	1 534 899 402,41
Banca d'Italia (Italien)	12,3108	1 332 644 970,33
Central Bank of Cyprus (Zypern)	0,1513	16 378 235,70
Latvijas Banka (Lettland)	0,2821	30 537 344,94
Lietuvos bankas (Litauen)	0,4132	44 728 929,21
Banque centrale du Luxembourg (Luxemburg)	0,2030	21 974 764,35
Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta (Malta)	0,0648	7 014 604,58
De Nederlandsche Bank (Niederlande)	4,0035	433 379 158,03
Oesterreichische Nationalbank (Österreich)	1,9631	212 505 713,78
Banco de Portugal (Portugal)	1,7434	188 723 173,25
Banka Slovenije (Slowenien)	0,3455	37 400 399,43
Národná banka Slovenska (Slowakei)	0,7725	83 623 179,61
Suomen Pankki – Finlands Bank (Finnland)	1,2564	136 005 388,82
Insgesamt¹	70,3915	7 619 884 851,40

Abbildung 3.: Kapitalzeichnung der Nationalbanken des Euroraumes an der EZB, Stand: Mai 2015⁷²

Einen bedeutend hohen Anteil am Kapital der EZB hält die Deutsche Bundesbank mit 17,9973%. Der Anteil der Österreichischen Nationalbank ist mit 1,9631% vergleichsweise gering. Jene Staaten, welche zwar der EU angehören, jedoch nicht den Euro als Währung haben – Bulgarien, Dänemark, Großbritannien, Kroatien, Polen, Rumänien, Schweden und Tschechien –, haben nur einen geringen Prozentsatz, nämlich 3,75% ihres Anteils am Kapital der EZB einbezahlt. Unter dieser Betrachtung sind die Kapitalschlüssel der Staaten der Eurozone grundsätzlich etwas höher.⁷³ Der österreichische Anteil beträgt 1,94%, der deutsche Anteil 18,94%. In der Literatur findet man unterschiedliche Prozentwerte betreffend der Anteile am Kapital der EZB. Der Grund hierfür ist, dass die Anteile Griechenlands, wegen der finanziellen Situation des Staates, oftmals exkludiert werden. Aufgrund dessen ergibt sich beispielsweise für Deutschland, der weit verbreitete Prozentsatz von rund 27. Der österreichische Anteil würde sich dann auf rund 2,86% belaufen.⁷⁴

Der Anteil des eingezahlten Kapitals ist von Relevanz, da anhand von diesem der erwirtschaftete Nettogewinn als auch -verlust der EZB auf die Zentralbanken der Eurozone verteilt wird. Bevor die Verteilung erfolgt, wird vom EZB-Rat ein Betrag festgelegt – dieser darf maximal 20% des Nettogewinns betragen –, welcher einem Reservefonds zugeführt wird. Der restliche Nettogewinn wird gemäß dem eingezahlten Kapitalanteil ausgeschüttet. Der Reservefonds dient als Sicherheit, insbe-

⁷¹ Vgl. Europäische Zentralbank (2015)b

⁷² Europäische Zentralbank (2015)b

⁷³ Vgl. Europäische Zentralbank (2015)b

⁷⁴ Vgl. Smeets (2012):164

sondere für den Fall, dass die EZB Nettoverluste erwirtschaftet, wodurch eine mögliche Verlustverteilung an die Nationalbanken aufgefangen und verhindert werden könnte.⁷⁵

Da nicht alle Mitgliedsstaaten der Europäischen Union auch Mitgliedsstaaten der Eurozone sind, steht der „Erweiterte Rat“ als Beratungsgremium zur Verfügung. Dieser setzt sich aus dem Präsidenten, dem Vizepräsidenten der EZB sowie den Präsidenten aller nationalen Zentralbanken der gesamten EU, sprich somit auch aus den Präsidenten jener Staaten, welche nicht dem Eurowährungsgebiet angehören, zusammen. Der Hauptfokus dieses Gremiums liegt in der Koordination der Geldpolitik sowie in der Überwachung des Wechselkursmechanismus. Der „Erweiterte Rat“ hat keine Entscheidungskompetenz sondern übernimmt lediglich eine Beratungsfunktion.⁷⁶

Die Wahl der Maßnahmen, Instrumente und Methoden zur Verfolgung einer mittel- bzw. langfristig adäquaten Geldpolitik steht dem EZB-Rat frei. Das wesentlichste Instrument der sogenannten konventionellen Geldpolitik ist die Festlegung des Leitzinssatzes. Allerdings war die EZB auf Grund der Finanzkrise, welche 2008 mit dem Ruin der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers auf Europa übergriff, gezwungen, ihr Instrumentarium im Bereich der Geldpolitik auszuweiten. Um die Stabilität der Finanzmärkte weiterhin aufrechtzuerhalten, wurden einige Maßnahmen ergriffen, welche in der Literatur als unkonventionell bezeichnet werden.⁷⁷ Diese unkonventionellen Maßnahmen werden im weiteren Verlauf besprochen und stellen den Fokus von *Kapitel 3.2. Das Verhalten/ die Rettungsaktionen während der Finanzkrise* dar.

Die Umsetzung und Ausführung der im EZB-Rat beschlossenen Entscheidungen erfolgt mittels Dezentralitätsprinzip. Als hauptverantwortliche Instanz obliegt dem EZB-Direktorium die Verantwortung der Umsetzung der Geldpolitik. Jene Politik kann entweder durch die eigene Geschäftstätigkeit oder durch Anordnung an die nationalen Zentralbanken ausgeführt werden. Die EZB ist zu solch einem Vorgehen berechtigt, da ihr die nationalen Zentralbanken funktional untergeordnet sind.⁷⁸ Zudem ist es die Aufgabe des Direktoriums, die laufenden Geschäfte der EZB zu verwalten.⁷⁹

2.2 Was ist die European Financial Stability Facility (EFSF)?

Die European Financial Stability Facility (deut.: Europäische Finanzstabilisierungsfazilität, EFSF) wurde am 7. Juni 2010 als privatrechtliches Unternehmen nach luxemburgischem Recht mit Sitz in

⁷⁵ Vgl. Europäische Zentralbank (2015)b

⁷⁶ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):100

⁷⁷ Vgl. Berg/ Carstensen (2012):79f

⁷⁸ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):98ff

⁷⁹ Vgl. Europäische Zentralbank (2015)a

Luxemburg gegründet. Das Ziel der EFSF war die temporäre finanzielle Unterstützung zur Wahrung der Preisstabilität innerhalb der europäischen Währungsunion.⁸⁰ Demnach dient bzw. diente die EFSF nur den Mitgliedsstaaten der Eurozone und nicht den gesamten Staaten der Europäischen Union (EU). Anfänglich soll gleich erwähnt werden, dass die EFSF seit 1. Juli 2013 operativ an sich nicht mehr in vollem Umfang tätig ist. Seit diesem Stichtag ist der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM), welcher im nachfolgenden Abschnitt ausführlich behandelt wird, für die finanzielle Unterstützung von liquiditätsschwachen bzw. finanziell schlechter gestellten Staaten zuständig. Die EFSF besteht solange, bis alle genehmigten bzw. getätigten Finanzierungsprogramme, jene von Irland, Portugal und Griechenland, zur Gänze zurückbezahlt wurden. Danach wird die EFSF aufgelöst.⁸¹

Zur Erfüllung ihrer Aufgabe und der damit einhergehenden Notwendigkeit der Generierung von Geldmitteln wurden von der EFSF vorrangig Anleihen, aber ebenso andere schuldrechtliche Instrumente emittiert. Das Spektrum der finanziellen Unterstützungstätigkeiten umfasst die Ausgabe von Krediten an Staaten, welche sich bereits in finanziellen Schwierigkeiten befinden und die vorbeugende Kreditvergabe, um jene Situation zu vermeiden. Zudem gehört der Ankauf von Staatsanleihen sowohl über den Primär- und Sekundärmarkt und die Sanierung von Finanzinstituten sowie Banken zum Portfolio der Unterstützungsleistungen. Die Finanzmittelgewährung erfolgte an die jeweiligen Regierungen, in welchen die Banken ihren Sitz innehaben.⁸² Der Sekundärmarkt unterscheidet sich im Hinblick auf den Primärmarkt durch die Art des Geschäftspartners. Am Primärmarkt findet der Ankauf direkt statt, d.h. es werden die Schuldtitel unmittelbar vom Emittenten, dem Staat, zum Ausgabepreis angekauft. Am Sekundärmarkt hingegen wird der Ankauf der Schuldtitel mit einer dritten Rechtsperson, d.h. mittelbar mit anderen Wirtschaftsakteuren, abgewickelt und der Preis gleicht dem realen Marktpreis.⁸³

Die EFSF verfolgt eine diversifizierte Finanzierungsstrategie. Alle von ihr ausgegebenen Instrumente werden zusammengefasst und dann den Staaten, welche Finanzhilfe im Rahmen des EFSF-Programmes beantragt haben, unterschiedlich zugeteilt. Im Endeffekt hält kein Staat nur eine bestimmte Form von Finanzierungsinstrumenten. Die Schuldinstrumente werden in Euro ausgegeben. Die EFSF-Anleihen sind an der luxemburgischen Börse gelistet. Der größte Anteil der Anleihen sowie die ausgegebenen Wechsel werden meist außerbörslich, über so genannte „Over-The-

⁸⁰ Die damalige Eurozone umfasste folgende Staaten: Belgien, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, Malta, die Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien, Spanien und Zypern

⁸¹ Vgl. EFSF (2015):1ff

⁸² Vgl. EFSF (2015):1

⁸³ Vgl. Schorkopf (2013):13f

Counter-Plattformen“, gehandelt. Zu den Hauptinvestoren zählen Banken und Versicherungen, Zentralbanken, Pensions- sowie Staatsfonds.⁸⁴

Nach einer Aufstockung umfasste das gesamte Kreditvolumen der EFSF rund 440 Mrd. Euro, welches mit zahlreichen Garantien besichert wurde.⁸⁵ „*EFSF issues are backed by guarantees given by the euro area Member States for €724.47 billion in accordance with their share in the paid-up capital of the European Central Bank.*“⁸⁶ Jene Sicherheiten sind unwiderrufbar, d.h. diese können in keinem Fall – auch nicht im Falle einer Zahlungsunfähigkeit – zurückgefordert werden. Nachdem im Zuge der Finanzkrise Griechenland, Portugal, Irland und Zypern während der Tätigkeit der EFSF in finanzielle Schwierigkeiten gerieten und Hilfe beantragten, wurden die jeweiligen Anteile dieser vier Staaten auf null korrigiert. Hierbei sei angemerkt, dass Zypern finanzielle Hilfe nicht durch die EFSF, sondern erst durch den ESM gewährt wurde. Die Anteile der anderen Staaten erhöhten sich gemäß des von der EFSF verfolgten Gleichranggrundsatzes „*pari passu*“. Die Konsequenz davon war, dass der aktuell gehaltene Anteil nicht mehr jenem am einbezahlten Kapital der EZB entspricht. Der österreichische Anteil beträgt nach der Exklusion der maroden Staaten 2,99%. Den größten Anteil hält Deutschland mit 29,13%. Im Falle eines Nichtnachkommens von Zahlungsverpflichtungen bedeutet der Grundsatz des „*pari passu*“, dass alle anderen Staaten die finanziellen Lasten des maroden Staates zu tragen haben.⁸⁷

Die Gewährung der finanziellen Unterstützung ist an spezielle Bedingungen und Konditionen gebunden, welche im sogenannten „Memorandum of Understanding“ (MoU) festgehalten werden. Diese sind von Staat zu Staat spezifisch und werden zwischen der Europäischen Kommission sowie dem hilfesuchenden Staat ausgehandelt. Das MoU beinhaltet hauptsächlich neben spezifischen fiskalpolitischen Reformmaßnahmen ebenfalls die Kosten für die Finanzmittelgewährung, die sich aus den Kosten für die Mittelbereitstellung sowie den Bearbeitungsaufwand zusammensetzen.⁸⁸

Das Kreditvolumen der EFSF setzt sich mit Stand vom 31. Jänner 2015, wie in der unten stehenden Grafik ersichtlich, zusammen. Dieses besteht aus einem Liquiditätspuffer in der Höhe von 15 Mrd. Euro, den gewährten Finanzhilfen an Irland (17,7 Mrd. Euro), Portugal (26 Mrd. Euro), Griechenland (144,6 Mrd. Euro) sowie dem verbleibendem Restvolumen von 236,7 Mrd. Euro.⁸⁹

⁸⁴ Vgl. EFSF (2015):4f

⁸⁵ Vgl. EFSF (2015):1f

⁸⁶ EFSF (2015):2

⁸⁷ Vgl. EFSF (2015):2ff

⁸⁸ Vgl. EFSF (2015):6

⁸⁹ Vgl. Bundesministerium für Finanzen Deutschland (2015):1

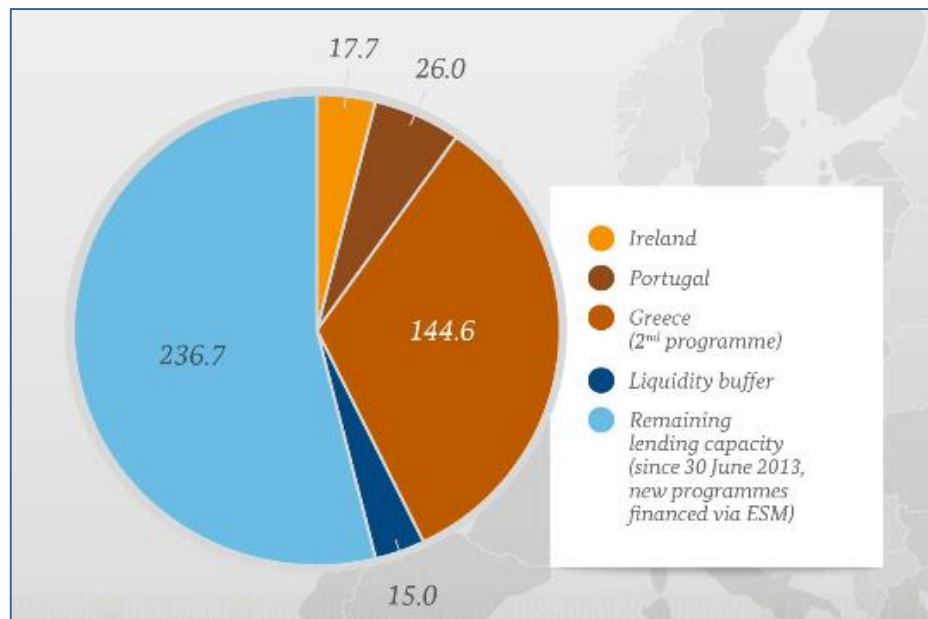


Abbildung 4.: Kreditvolumen bzw. -vergabe der EFSF, Stand: Jänner 2015⁹⁰

Irland war der erste Staat, welcher aufgrund ökonomischer Probleme finanzielle Unterstützung beantragte. Der Hauptgrund war das Platzen der Immobilienblase und die einhergehenden Liquiditätsprobleme der Banken, welche die Blase dazu genutzt haben, mit aggressiven Kreditvergabeplänen zur Wohnraumfinanzierung hohe „Gewinne“ zu machen. In weiterer Konsequenz wuchsen die öffentlichen Schulden, da die Banken vor der drohenden Insolvenz vom Staat aufgefangen wurden. Zudem stieg die Arbeitslosigkeit. Aufgrund dessen beantragte Irland finanzielle Unterstützung, welche 2010 gewährt wurde. Dies war das erste Finanzierungsprogramm; 17,7 Mrd. Euro wurden von der EFSF beigesteuert. Zudem erhielt Irland noch Gelder vom Internationalen Währungsfonds (IWF)⁹¹, von der Europäische Kommission durch die Ausgabe von eigenen Anleihen im Rahmen eines Programmes namens Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) und bilaterale Kredite von Großbritannien, Schweden und Dänemark. Im Endeffekt wurde Irland 67,5 Mrd. Euro an finanzieller Unterstützung gewährt. Die im MoU festgehaltenen Konditionen zur Kreditgewährung umfassten die Reorganisation des irischen Bankensektors,⁹² sowie „a strategy to restore fiscal sustainability (expenditure restraint, tax system reform, generation of additional revenue [and] a structural reform package to underpin growth, focusing on competitiveness and job creation.“⁹³ Nach der Gewährung der „Finanzspritzen“ werden die Reform- und Reorganisationsmaßnahmen eines Staates so lange überwacht, bis rund 75% der gewährten Gelder zurückbezahlt

⁹⁰ Vgl. Bundesministerium für Finanzen Deutschland (2015):1

⁹¹ Der Internationale Währungsfonds (IWF) ist eine internationale Organisation, welche die Zusammenarbeit bezüglich der Währungspolitik koordiniert. Zudem betreibt er Förderungen im Bereich des Welthandels und stellt diverse Finanztransfers zwischen den Staaten sicher. Mittlerweile sind bereits 188 Staaten Mitglied beim IWF. Vgl. Internationaler Währungsfonds (2015)

⁹² Vgl. EFSF (2015):14f

⁹³ EFSF (2015):15

worden sind. Die anfängliche Überwachung erfolgte durch die Europäische Kommission und die EZB. In weiterer Konsequenz übernahm dann die Troika – ein Kooperationsbund bestehend aus der Europäischen Kommission, der EZB sowie dem IWF – diese Aufgabe. Irland war auf keine weiteren Unterstützungsmaßnahmen angewiesen und ist mittlerweile wieder fähig, Staatsanleihen zu moderaten Renditen zu emittieren. In den Finanzmärkten ist dies als ein Zeichen für die Wiedererlangung der Kreditwürdigkeit zu verstehen. Mit der Rückzahlung der Gelder soll Irland 2029 beginnen. Diese erfolgt in Tranchen und wird voraussichtlich 2042 beendet sein.⁹⁴

2011 bat Portugal aufgrund von Refinanzierungsproblemen, unter anderem durch wachsende Strukturprobleme, wie steigende fiskalpolitische Risiken durch öffentliche Unternehmen bzw. Public-Private-Partnerships-Regelungen, erhöhte Kosten für Arbeit und sinkenden Zinsen, um finanzielle Unterstützung. Es wurde für Portugal ein Finanzpaket in Höhe von 78 Mrd. Euro geschnürt. Daran sind der IWF, die Europäische Kommission mittels des EFSM sowie die EFSF mit 26 Mrd. Euro zu gleichen Teilen beteiligt. Die Kreditvergabe war an fiskalpolitische Reform- sowie Reorganisationsprogramme gebunden. Die Überwachung der Einhaltung von zwischengelegten Zielen erfolgte abermals anfänglich nur durch die EZB sowie die Europäische Kommission und später durch die Troika. Portugal war es möglich, mithilfe dieser Gelder und den begleitenden Reformprogrammen seine missliche finanzielle Lage in den Griff zu bekommen. Es wurden keine weiteren Unterstützungsanträge gestellt. Der Staat wird mit den Rückzahlungen 2025 beginnen und voraussichtlich 2040 die letzte Kredittranche zurückzahlen.⁹⁵

Grundsätzlich schlüpfte Griechenland ebenfalls unter den Rettungsschirm der EFSF. Da dieser Staat jedoch der einzige ist, bei welchem sich die Liquiditäts- und Solvenzprobleme nicht zum Positiven wandten, wird diesem das *Kapitel 6. Exkurs: Das Fallbeispiel Griechenland – Konsequenzen eines potentiellen Grexit?* gewidmet.

2.3 Was ist der European Stability Mechanism? (ESM)

Der European Stability Mechanism (deut.: Europäischer Stabilitätsmechanismus, ESM) ist der Nachfolger der EFSF und wurde im Gegensatz zu dieser als eine zwischenstaatliche Organisation nach öffentlichem Recht gegründet. Der Vertrag wurde am 11. Juli 2011 von den Finanzministern der damals 17 Mitgliedsstaaten der Eurozone unterzeichnet. Mit dem Eintritt von Lettland in die Eurozone ist die Anzahl der Eurozonen-Mitgliedsstaaten mittlerweile auf 19 angestiegen. Der Sitz des ESM befindet sich in Luxemburg.⁹⁶ Als internationale Organisation wurde der ESM als perma-

⁹⁴ Vgl. EFSF (2015):15f

⁹⁵ Vgl. EFSF (2015):16f

⁹⁶ Vgl. ESM (2014):1f

nenter Stabilitätsmechanismus eingerichtet und übernimmt bzw. führt grundsätzlich jene Aufgaben der EFSF weiter.⁹⁷

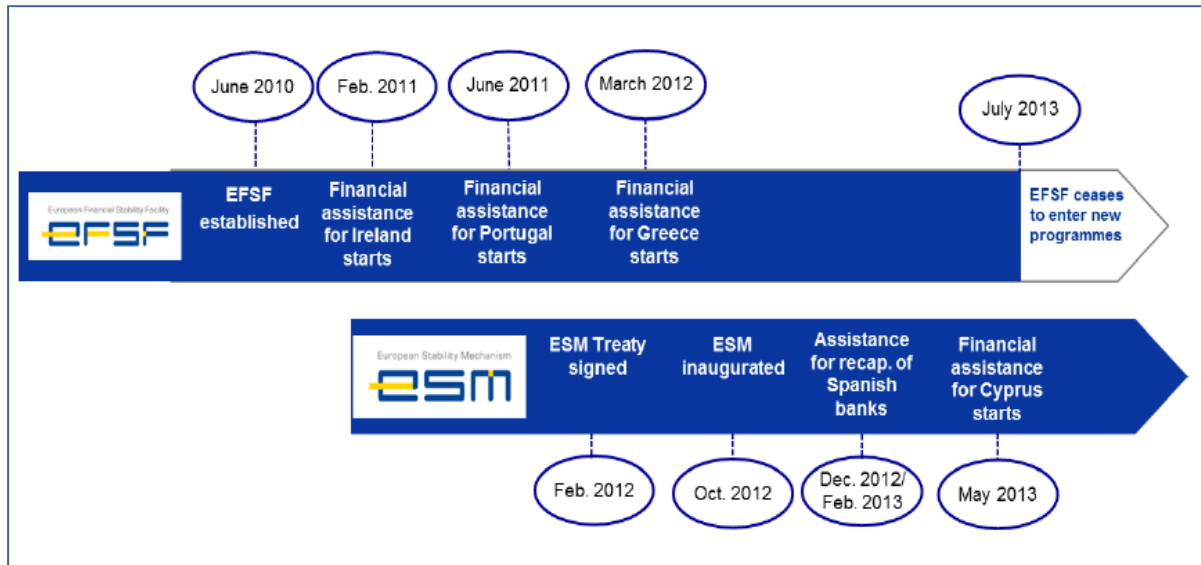


Abbildung 5.: Zeitreihe der EFSF und des ESM betreffend Gründung und Tätigkeiten⁹⁸

Operativ tätig ist der ESM nun seit 8. Oktober 2012.⁹⁹ Somit wird das Ziel „to assist ESM Members that have significant financing needs but have to a large extent lost access to market financing, whether because they cannot find lenders or because lenders will provide financing only at excessive prices that would adversely impact the sustainability of public finances“,¹⁰⁰ weiterhin verfolgt. Bei der Gründung des ESM sind einige der (Struktur-)Komponenten der EFSF übernommen worden.

Das Spektrum der finanziellen Unterstützungstätigkeiten des ESM umfasst grundsätzlich jene der EFSF, also die Vergabe von Krediten und den Ankauf von Anleihen über den Primär- und Sekundärmarkt. Obendrein werden eine etwaige vorsorgliche Finanzmittelgewährung sowie die Sanierung von zur europäischen Währungsunion gehörenden Banken bzw. Finanzinstituten selbst dann, wenn diese ihren Sitz in einem Nicht-ESM-Mitgliedsstaat innehaben, verfolgt. Dies stellt eine Ausnahmeregelung dar, da die „Finanzspritzen“ prinzipiell nur für ESM-Mitgliedsstaaten genehmigt und ausbezahlt werden.¹⁰¹ Diese Ausnahmeregelung wurde erst mit der Gründung des ESM in das Portfolio aufgenommen. Das Unterstützungsprogramm der EFSF enthielt diese Regelung nicht.¹⁰²

⁹⁷ Vgl. Bundesministerium für Finanzen Österreich (2015)

⁹⁸ ESM (2014):8

⁹⁹ Vgl. ESM (2015)

¹⁰⁰ Vgl. ESM (2014):11

¹⁰¹ Vgl. ESM (2014):1

¹⁰² Vgl. EFSF (2015):1

Der ESM generiert zur Verfolgung seines Zieles die finanziellen Mittel durch die Ausgabe von eigenen Kapitalmarktinstrumenten, insbesondere Anleihen, sowie durch die Beteiligung an Geldmarkttransaktionen. Demzufolge wird der ESM nicht über Steuergelder finanziert.¹⁰³ Die Finanzierungsinstrumente werden aufgrund der von dem ESM verfolgten Diversifizierungsstrategie einem Pool von kurzfristig oder mittelfristig gehaltenen Finanzierungsinstrumenten zugeordnet. An diesem sind alle ESM-Mitgliedsstaaten unterschiedlich beteiligt. Auf keinen Fall werden spezifische Instrumente bestimmten Staaten, vice versa, zugeteilt. Diese Strategie bzw. die Aufteilung in kurz- und mittelfristige Finanzinstrumente wird verfolgt, um permanent im Markt präsent zu sein. Der Zugang zu diesem wird abgesichert, sodass jederzeit liquide Mittel generiert werden können, falls diese benötigt werden. Die Zuordnung zu den entsprechenden Finanzpools erfolgt beispielsweise bei Anleihen aufgrund deren Laufzeit, welche zwischen 1 und 30 Jahren liegen kann. Neben den Anleihen werden aber auch Wechsel, Handelspapiere etc. emittiert. Die Instrumente werden grundsätzlich in Euro ausgegeben. Sofern diese in einer anderen Währung emittiert werden, werden sie mittels Swaps abgesichert. Die Finanzinstrumente des ESM werden wie jene der EFSF vorrangig von institutionellen Investoren – Banken, Zentralbanken, Versicherungen, Pensionsfonds, Staatsfonds, etc. – gehalten.¹⁰⁴

Der Kapitalstock bzw. das gezeichnete Grundkapital betrug im Februar 2015 rund 704,8 Mrd. Euro. Diese Summe setzt sich aus 80,5 Mrd. Euro einbezahltem Kapital und 624,3 Mrd. Euro gebundenem, jederzeit abrufbarem, Kapital zusammen. Das maximal zu gewährende Kreditvolumen beträgt zu diesem Zeitpunkt rund 500 Mrd. Euro. Das einbezahlte Kapital in der Höhe von 80,5 Mrd. Euro ist von dem Kreditvolumen ausgeschlossen, da jenes die Kreditwürdigkeit sowie die finanzielle Stabilität des ESM selbst gewährleisten soll. Alle ESM-Mitgliedsstaaten sind anteilmäßig sowohl am einbezahlten als auch am gebundenen Kapital beteiligt. Seit der Aufnahme von Lettland in die Eurozone und in den Bund des ESM ist der österreichische Anteil im Vergleich zum Vorjahr leicht gesunken und beträgt rund 2,76%. Österreich ist am gezeichneten Kapital mit rund 19,48 Mrd. Euro und am einbezahlten Kapital mit 2,23 Mrd. Euro beteiligt. Im Vergleich dazu beträgt beispielsweise die Anteilsquote Deutschlands 26,96%, die Summe am gezeichneten Kapital 190,02 Mrd. Euro sowie jene am einbezahlten Kapital 21,72 Mrd. Euro.¹⁰⁵

Bis dato wurden etwa 47 Mrd. Euro von den insgesamt 500 Mrd. Euro an Finanzhilfen an die notleidenden ESM-Mitgliedsstaaten gewährt. 41,3 Mrd. Euro wurden an Spanien und 5,7 Mrd. Euro an Zypern ausbezahlt.¹⁰⁶ An Zypern sollen zukünftig noch 3,3 Mrd. Euro überwiesen werden, da

¹⁰³ Vgl. ESM (2015)

¹⁰⁴ Vgl. ESM (2014):9f

¹⁰⁵ Vgl. ESM (2015)

¹⁰⁶ Vgl. ESM (2015)

diesem Staat insgesamt 9 Mrd. Euro an Finanzhilfen zugesagt wurden.¹⁰⁷ Im Jänner/ Februar 2015 stehen somit noch rund 90% des Kreditvolumens zur potentiellen Vergabe zur Verfügung.¹⁰⁸

Die rund 624,3 Mrd. Euro an gebundenem Kapital müssen bevor sie verwendet werden können, abgerufen werden. Diese Vorgehensweise wird „capital call“ genannt. Hierfür gibt es drei verschiedene Arten. Erstens kann dies im Falle von generellen Anfragen, beispielsweise um das Kreditvolumen aufzustocken, geschehen. Zweitens besteht die Möglichkeit aufgrund einer Notwendigkeit der Aufstockung des einbezahlten Kapitals, wie im Falle von (unerwarteten) realisierten Verlusten bzw. Forderungsausfällen von ESM-Mitgliedsstaaten, Kapital abzurufen. Dies betrifft ebenso die Aufrechterhaltung der Mindestquote (15%) des einbezahlten Kapitals im Verhältnis zum Kreditvolumen. Drittens können Notfalanfragen, ausgelöst durch etwaige Zahlungsverpflichtungen seitens des ESM, einen Grund für einen „capital call“ darstellen.¹⁰⁹

Der ESM setzt sich aus dem stimmberechtigten Gouverneursrat („Board of Governors“) bestehend aus den Finanzministern der Eurozonen-Mitgliedsstaaten und aus dem EU-Kommissar für Wirtschafts- und Finanzbelange sowie dem Präsident der EZB, welche als Überwachungsorgane dienen, zusammen. Der Gouverneursrat trifft Entscheidungen mit qualifizierter Mehrheit, sprich 80%, und beschäftigt sich mit den elementaren Aufgaben der Stabilitätswahrung. Dazu zählen Entscheidungen über die finanzielle Mittelvergabe für notleidende ESM-Mitgliedsstaaten, die Auswahl passender Instrumente im Rahmen der Mittelvergabe und die Ausverhandlung der Bedingungen bzw. Konditionen unter welchen die Finanzmittelzuführung erfolgt bzw. erfolgen soll. Zudem gehören das Aufsetzen spezifischer Vertragsbedingungen für die Aufnahme zukünftiger ESM-Mitgliedsstaaten sowie eine eventuelle Anpassung des (maximalen) Kreditvergabe volumens des ESM zu dem Aufgabenportfolio des Gouverneursrats. Zusätzlich beschäftigt sich ein Direktorium („Board of Directors“), welches sich aus je einem Direktor und einem Stellvertreter aus den jeweiligen ESM-Mitgliedsstaaten zusammensetzt, mit den alltäglichen operativen Geschäftsaufgaben. Aus diesen wird ein „Managing Director“ gewählt, welcher mit seinem Gremium die Verantwortung für die Umsetzung der alltäglichen operativen Geschäftsaufgaben trägt.¹¹⁰

Für den Fall, dass ein ESM-Mitgliedsstaat finanzielle Hilfe benötigt, hat dieser die Anfrage an den Gouverneursrat zu richten. Die Europäische Kommission überprüft gemeinsam mit der EZB die Bedrohung der Zahlungsschwierigkeiten auf die Finanzstabilität der gesamten Eurozone. Dieser Vorgang dauert rund drei bis vier Wochen. Sofern die Anfrage auf finanzielle Unterstützung berechtigt ist, werden die Konditionen für die Gewährung im MoU von der Kommission, der EZB und

¹⁰⁷ Vgl. Bundesministerium für Finanzen Deutschland (2015):20

¹⁰⁸ Vgl. ESM (2015)

¹⁰⁹ Vgl. ESM (2014):3

¹¹⁰ Vgl. ESM (2014):2

dem IWF, ausgehandelt.¹¹¹ In dieser Dreierkonstellation bilden die EZB, der IWF und die Europäische Kommission, wie bereits erwähnt, die Troika.¹¹² Im Allgemeinen umfassen diese Auflagen Verpflichtungen zu fiskalpolitischen Reformen für den Zeitraum, in welchem die „Finanzspritze“ gewährt wird. Spezifischere Maßnahmen, wie die Senkung der Arbeitslosenquote, die Sanierung des Ausgabendefizites und anderer defizitärer Bereiche etwa durch Privatisierung, sind von der jeweiligen Ausgangssituation bzw. den Schwächen des maroden ESM-Mitgliedsstaates abhängig. Die Unterzeichnungsberechtigung für das MoU besitzt die Europäische Kommission (im Namen des ESM). Sobald dieses unterzeichnet ist, benötigt der ESM wenige Werktage, um die erste Kredittranche auszuzahlen. Kreditleistungen werden in verschiedene Tranchen aufgeteilt. Es wird niemals die ganze Summe auf einmal an den notleidenden Staat übermittelt. Die Überprüfung der Einhaltung der fiskalpolitischen Reformen obliegt denselben Organen, welche das MoU aufsetzen, d.h. der Troika. Wenn ein Staat verabsäumt, diesen Reformverpflichtungen nachzukommen, werden weitere finanzielle Zuschüsse ausgesetzt, so lange bis der Gouverneursrat die Wiederaufnahme der Unterstützungszahlungen erteilt.¹¹³

Die Kosten der finanziellen Hilfe des ESM sind im Gegensatz zu jenen auf den „normalen“ Geld- bzw. Kapitalmärkten für das Empfängerland um ein Vielfaches geringer. Für die Kreditvergabe wird dem Empfängerland grundsätzlich kein regulärer fixer Zinssatz, sondern ein variabler Zinssatz in Rechnung gestellt. Zudem wird eine Servicegebühr für die operativen Tätigkeiten des ESM, eine Bereitstellungsgebühr und eine Marge, welche das Risikoprofil der verwendeten Finanzinstrumente widerspiegelt, verrechnet.¹¹⁴ Diese Kosten können variieren. Bei der Kreditvergabe werden diese für jede Kredittranche separat berechnet. Die variablen Zinsen werden entweder halbjährlich oder jährlich bezahlt. Die einzelnen Kredittranchen sollen erst nach der vereinbarten Laufzeit zurückgezahlt werden.¹¹⁵

Einer der Staaten, welcher beim ESM finanzielle Unterstützung beantragt hat, war Spanien. Die Hauptgründe waren das Platzen der Immobilienmarktblase, vorangetrieben durch das unverhältnismäßige schnelle Wachstum und die Überbewertung von Immobilien bzw. Liegenschaften sowie die Refinanzierungsprobleme im spanischen Bankensektor. Diese Refinanzierungsprobleme der einzelnen Banken wurden mittels des sogenannten „Banken-Stress-Tests“ überprüft. Die beantragte sowie letztendlich auch bereitgestellte Gesamtsumme betrug 41,3 Mrd. Euro und wurde an strikte Reformkonditionen für die Kredit- und Finanzinstitute geknüpft. Diese Beträge wurden an die spanische Regierung übermittelt und nicht direkt an die einzelnen Kredit- bzw. Finanzinstitute

¹¹¹ Vgl. ESM (2014):6ff

¹¹² Vgl. Görgens/ Ruckriegel /Seitz (2014):37

¹¹³ Vgl. ESM (2014):6ff

¹¹⁴ Vgl. ESM (2014):12

¹¹⁵ Vgl. ESM (2015)

ausbezahlt. Überwacht werden die spanischen Reformprogramme in regelmäßigen Abständen durch die Troika. Grundsätzlich wäre für Spanien die Rückzahlung erst ab 2022 verpflichtend,¹¹⁶ jedoch hat der Staat bereits 1,3 Mrd. Euro des Kreditbetrages zurückbezahlt.¹¹⁷ Spanien hat vergleichsweise zu Irland und Portugal eine geringere Rückzahlungsdauer, denn die aktuell verbleibenden 40 Mrd. Euro sollten bereits 2027 abbezahlt sein. Ein erfolgversprechender Faktor ist, dass der Zinssatz der spanischen 10-Jahres-Anleihen von 7,5% auf 3,9% gesunken ist, wodurch Spanien in der Lage ist, sich mittels adäquaten Konditionen längerfristig selbst zu refinanzieren.¹¹⁸ Einen Antrag auf Ausstieg aus dem EFSF-Programm hat Spanien nicht gestellt, obwohl dies für finanziell marode Staaten möglich ist.¹¹⁹

Die finanzielle Hilfe durch den ESM für Zypern beläuft sich auf insgesamt 9 Mrd. Euro.¹²⁰ Davon wurden 5,7 Mrd. Euro bereits ausbezahlt, die restlichen 3,3 Mrd. Euro sind mit Februar 2015 noch ausständig.¹²¹ Genehmigt wurde diese Summe aufgrund von „*exceptional financial, budgetary and structural challenges that Cyprus is facing*.“¹²² Geäußert hat sich dies in Refinanzierungsproblemen der Banken sowie an steigenden öffentlichen „Schuldenbergen“. Im MoU wurden restriktive Reform- bzw. Restrukturierungsmaßnahmen festgehalten, die eine besonders strenge Überwachung des Bankensektors vorsahen. Obendrein ist es das Ziel der Reformmaßnahmen, auch die Wettbewerbsfähigkeit von Zypern zu steigern sowie nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu erzeugen. Die Laufzeit des Kredites für Zypern beläuft sich auf 15 Jahre, wobei diese auf maximal 20 Jahre bei Bedarf ausgedehnt werden kann. Im Gegensatz zu Spanien hatte Zypern den Antrag gestellt aus dem EFSF-Programm auszusteigen, da der Staat nicht mehr in der Lage war, seiner Aufgabe als potentieller Bürge nachzukommen. Diesem wurde 2013 stattgegeben.¹²³

¹¹⁶ Vgl. ESM (2014):20ff

¹¹⁷ Vgl. Bundesministerium für Finanzen Deutschland (2015):20

¹¹⁸ Vgl. ESM (2014):21f

¹¹⁹ Vgl. ESM (2014):27

¹²⁰ Vgl. ESM (2014):23

¹²¹ Vgl. ESM (2015)

¹²² ESM (2014):23

¹²³ Vgl. ESM (2014):23ff

3 Ist das Tätigkeitsfeld der Europäischen Zentralbank unkonventionell?

Im weiteren Verlauf werden erstens die von der EZB vorgesehenen Instrumente und zweitens die umgesetzten Rettungsmaßnahmen im Zuge der Finanzkrise dargelegt und in ihrem Umfang aufgezeigt.

3.1 Die geldpolitischen Instrumente der Europäischen Zentralbank

Die EZB verfügt über ein breites Spektrum an geldpolitischen Instrumenten, mit denen sie den Tagesgeldsatz beeinflussen kann und geldpolitische Signale setzt. Wie bereits im *Kapitel 1.4. Begriffsklärung: Zentralbank* erwähnt, entsteht Zentralbankengeld nur dann, wenn Kreditinstitute mit der Zentralbank, im vorliegenden Fall mit der EZB, Geschäfte tätigen. Jedoch sind nicht alle Kreditinstitute für den Geschäftsabschluss mit der EZB qualifiziert. Dies ist jenen Kreditinstituten möglich, welche der Pflicht zur Hinterlegung einer Mindestreserve unterliegen. Diese sind zum Abschluss von Offenmarktgeschäften bzw. Ständigen Fazilitäten berechtigt.¹²⁴ Wichtig zu erwähnen ist, dass „um das Eurosystem prinzipiell vor Ausfällen zu schützen, (...) alle Operationen, die dem Bankensystem Liquidität zuführen, mit Sicherheiten (...) zu unterlegen“¹²⁵ sind. Diesem Grundsatz wird durch die verpflichtende Hinterlegung der Mindestreserve bis zu einem gewissen Grad Folge geleistet.

Die Mindestreservepflicht veranlasst die Kreditinstitute, Guthaben für den Ausgleich von (zukünftigen) Verbindlichkeiten zu hinterlegen. Dies ist deshalb von Relevanz, da das Mindestreservesystem im Euroraum zwei geldpolitische Funktionen erfüllt. Einerseits erfolgt eine Einflussnahme auf dem Regulierungsgeldmarkt, jenem Markt, in welchem die Kreditinstitute mit der EZB Geschäfte tätigen und die Bankenliquidität verändert wird. Durch die Pflicht zur Hinterlegung der Mindestreserve werden die Kreditinstitute an die EZB gebunden, die Nachfrage nach Einlagen bei dieser wird dadurch zwangsweise bzw. künstlich beeinflusst und somit prognostizierbar. Aufgrund dessen wird die Basis für die Einflussnahme betreffend der Geldmarkt- bzw. Liquiditätssteuerung durch die EZB geschaffen. Andererseits trägt die Mindestreserve zu einer Stabilisierung des Tagesgeldsatzes auf dem Interbanken-Geldmarkt bei. Dies ist jener Markt, auf welchem die Kreditinstitute untereinander, sprich ohne eine Involvierung der EZB, handeln und es zu einer Umverteilung der Bankenliquidität kommt. Der Referenzzinssatz für diese Art der Verhandlungen wird durch die Geschäfte am Regulierungsmarkt festgesetzt. Da die Mindestreserve Einfluss auf die Nachfrage und in weiterer Folge die Geschäfte nimmt, beeinflusst diese den Tagesgeldsatz am Interbanken-Geldmarkt.

¹²⁴ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):210

¹²⁵ Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):235

Demzufolge erzeugt allein das Vorhandensein der Mindestreserve einen bestimmten Grad an Stabilität und Sicherheit für das Bankensystem.¹²⁶

Die von der EZB und demzufolge auf dem Regulierungsgeldmarkt durchgeführten geldpolitischen Operationen lassen sich in zwei Bereiche unterteilen – die Offenmarktgeschäfte und die Ständigen Fazilitäten. Unter dem Begriff der Offenmarktgeschäfte werden jene Geschäfte verstanden, welche auf Grund von Eigeninitiative durch die EZB angeboten und durchgeführt werden. Diese umfassen insbesondere Hauptrefinanzierungsgeschäfte, auch Haupttender genannt, sowie längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, welche ebenso als Basistender bezeichnet werden. Bei beiden angeführten Instrumenten handelt es sich um befristete Transaktionen. Dabei sind Hauptrefinanzierungsgeschäfte als kurzfristige Kredite mit einer Laufzeit von einer Woche und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte als Kredite mit einer Laufzeit von drei Monaten zu klassifizieren.¹²⁷ Dies sind Geschäfte, „bei denen die Zentralbank in Kombination mit einer Rückkaufsvereinbarung (...) Vermögenswerte kauft oder verkauft oder befristet Kredite gegen Verpfändung von Sicherheiten (Pfandkredite) gewährt bzw. befristet Einlagen entgegennimmt.“¹²⁸ Der Abschluss von solchen Geschäften kann revolving stattfinden, d.h. die Kredite können noch vor dem Ablauf erneuert werden. Zudem gehören Feinsteuerungsoperationen sowie Strukturelle Operationen zu den Offenmarktgeschäften. Das Instrument der Feinsteuerungsoperation wird vor allem bei unerwarteten und raschen Veränderungen der Liquidität der Banken herangezogen und kann sowohl liquiditätsbereitstellend als auch liquiditätsabschöpfend zum Einsatz kommen. Im Fall der Liquiditätsbereitstellung werden beispielsweise Fremdwährungsforderungen von der EZB gekauft und dann von dem Kreditinstitut wieder zurückgekauft. Im Fall der Liquiditätsabschöpfung werden Einlagen bei der EZB getätigt und die finanziellen Mittel den Kreditinstituten entzogen. Grundsätzlich ist die Laufzeit von Feinsteuerungsoperationen nicht standardisiert, meist beträgt sie nur wenige Tage. Strukturelle Operationen wiederum werden verwendet, um diverse Liquiditätspositionen dauerhaft zu verändern und sind als längerfristige Transaktionen zu klassifizieren. Im Rahmen dieser werden entweder befristete oder endgültige Käufe bzw. Verkäufe von Wertpapieren oder sonstigen Aktiva getätigt.¹²⁹

All diese Instrumente werden in Form von Ausschreibungsverfahren, so genannten Tendern, durchgeführt. Hauptrefinanzierungsgeschäfte, längerfristige Refinanzierungsgeschäfte und Strukturelle Operationen werden im Rahmen von Standardtenderverfahren vollzogen. Diese Art des Verfahrens impliziert eine große Anzahl an potentiellen Geschäftspartnern sowie eine Ausführung

¹²⁶ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):213ff

¹²⁷ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):219ff

¹²⁸ Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):221

¹²⁹ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):222ff

der Transaktion innerhalb von zwei Werktagen. Feinststeuerungsmaßnahmen hingegen werden im Rahmen von Schnelltendern umgesetzt. Hierbei werden die Geschäfte innerhalb von wenigen Stunden abgewickelt und die Anzahl der potentiellen Geschäftspartner ist begrenzt. Überdies sind bei den Feinststeuerungsoperationen sowie den Strukturellen Operationen direkte Geschäftsabschlüsse in Form von bilateralen Geschäften zwischen der EZB und den jeweiligen Geschäftspartnern üblich.¹³⁰ Wer den Zinssatz bei der Durchführung des Tenders festlegt, ist von der weiteren Klassifizierung, nach Mengen- oder Zinstender, abhängig. Beim Mengentender legt die EZB den Zinssatz fest, zu welchem sie die geldpolitischen Instrumente anbietet, wohingegen beim Zinstender die Kreditinstitute oder Banken den Zinssatz vorschlagen, zu welchem sie im Ausschreibungsverfahren mitbieten. Generell sind die Zuteilungsbeträge im Rahmen der Tenderverfahren begrenzt. Übersteigt das Bietungsaufkommen die Höhe des vorgesehenen Zuteilungsbetrages,¹³¹ dann werden *„die Gebote anteilig im Verhältnis des vorgesehenen Zuteilungsbetrages zum Gesamtbietungsaufkommen zugeteilt.“*¹³²

Die Ständigen Fazilitäten, die zweite Form der geldpolitischen Operationen der EZB am Regulierungsgeldmarkt, können auf Initiative der Kreditinstitute nachgefragt werden. Diese lassen sich weiter in die Spitzenrefinanzierungsfazilität und in die Einlagefazilität unterteilen. Die Spitzenrefinanzierungsfazilität dient vorrangig zur vorübergehenden Deckung eines Liquiditätsbedarfs, sprich von einem Geschäftstag auf den nächsten, in Form eines Kredites. Da die Inanspruchnahme dieses Instruments nicht begrenzt ist, müssen hierfür Sicherheiten bei der EZB hinterlegt werden. Es gibt zwei Möglichkeiten, diese Sicherheiten aufzubringen; erstens durch die Hinterlegung eines Pfandes und zweitens durch die Übertragung von Vermögenswerten mit dem gleichzeitigen Abschluss einer Rückkaufvereinbarung. Im Gegensatz dazu haben Kreditinstitute im Rahmen der Einlagefazilität die Möglichkeit, ihr Guthaben über Nacht zu veranlagen. Der Zinssatz wird für beide Fazilitäten im Vorhinein von der EZB festgelegt.¹³³

¹³⁰ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):224ff

¹³¹ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):226f

¹³² Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):226

¹³³ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):232ff

Aufgrund der eben erläuterten Instrumente kann eine vereinfachte schematische Darstellung der EZB-Bilanz skizziert werden. Diese setzt sich wie folgt zusammen:

vereinfachte Darstellung der EZB-Bilanz			
Aktiva		Passiva	
A.1.:	Währungsreserven • Gold • Fremdwährungsreserven von Ansässigen außerhalb der Eurozone	P.1.:	Banknotenumlauf
A.2.:	Forderungen in Euro an Kreditinstitute der Eurozone • Hauptrefinanzierungsgeschäfte • Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte • Feinststeuerungsoperationen • Strukturelle Operationen • Spitzenrefinanzierungsfazilität	P.2.:	Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten • Einlagen auf Girokonten (Bankenliquidität) • Einlagefazilität • Termineinlagen • Feinststeuerungsoperationen
A.3.:	Sonstiges • Wertpapiere für geldpolitische Zwecke	P.3.:	Sonstiges • Einlagen von öffentlichen Haushalten • Eigenkapital

Abbildung 6.: Schematische vereinfachte Darstellung der EZB-Bilanz modifiziert nach Görgens/ Ruckriegel/ Seitz¹³⁴

Die Feinststeuerungsoperationen können auf beiden Bilanzhälften schlagend werden, da sie wie bereits beschrieben, liquiditätsbereitstellenden oder liquiditätsabschöpfenden Charakter aufweisen können.¹³⁵

In Ausnahmefällen ist vorgesehen, dass die EZB auch Notfallkredite, sogenannte Emergency Liquidity Assistance (ELA), gewährt. Die wesentlichste Bedingung für die Gewährung der ELA ist, dass das um Hilfe ansuchende Finanzinstitut noch solvent sein muss. Andernfalls erfolgt keine Genehmigung durch den Rat der EZB. Nachdem ausreichend Sicherheiten bei der EZB hinterlegt wurden, wird jegliche Verantwortung bezüglich der ELA-Kredite auf die nationalen Zentralbanken übertragen.¹³⁶ „Dies bedeutet, dass alle aus der Gewährung von ELA resultierenden Kosten und Risiken von der betreffenden NZB [nationalen Zentralbank] zu tragen sind.“¹³⁷

Alle Geldtransaktionen werden über das TARGET2-System – eine einheitliche Plattform für den bilateralen Zahlungsverkehr – abgewickelt. Die Bezeichnung steht für „Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System“. Das TARGET2-System ist der Nachfolger des TARGET-Systems und seit 2007/08 verfügbar. Die Teilnahme für Zentralbanken des Eurowährungsgebietes ist verpflichtend. Darüber hinaus sind zusätzlich einige Zentralbanken, welche nicht

¹³⁴ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):217ff

¹³⁵ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):223

¹³⁶ Vgl. Europäische Zentralbank (2014):1f

¹³⁷ Europäische Zentralbank (2014):1

der Eurozone angehören, beteiligt. Dieses System ist für die schnellere Abwicklung und Vereinheitlichung des Zahlungsverkehrs zuständig. Die Transaktionen werden sofort durchgeführt.¹³⁸ „Über TARGET2 fließen arbeitstäglich im Durchschnitt rund 350.000 Zahlungen im Wert von 2 ½ Billionen €.“¹³⁹ Von diesen rund 350.000 Zahlungen sind in etwa zwei Drittel nationale und das restliche Drittel grenzüberschreitende Transaktionen. Die EZB tritt im TARGET2-System als Intermediär zwischen den Zentralbanken auf. Das heißt, Forderungen oder Verbindlichkeiten richten sich nicht direkt an die einzelnen Zentralbanken, sondern an die EZB, die als Verrechnungsstelle agiert. Die Verrechnung selbst erfolgt am Ende eines Geschäftstages. Erst danach bestehen die Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber den nationalen Zentralbanken. Bei der isolierten Betrachtung einer Transaktion entsteht, nach der Gegenrechnung durch die EZB, einer Zentralbank eine Forderung und einer anderen Zentralbank eine Verbindlichkeit. Die Zentralbank, deren Saldo eine Forderung aufweist, hat die Möglichkeit, diesen Geldbetrag entweder in ihr Vermögen zurückzuführen oder den Betrag bei der EZB auf dem Girokonto zu belassen bzw. diesen im Rahmen der Einlagefazilität anzulegen. Jene Zentralbank, deren Saldo eine Verbindlichkeit aufweist, muss ihr Refinanzierungsvolumen ausweiten, um diesen Posten begleichen zu können. Bis zum Eintreten der Finanzkrise wurden die TARGET2-Salden prinzipiell ohne weiteres Zutun der EZB immer ausgeglichen, während der Finanzkrise änderte sich dies drastisch.¹⁴⁰

3.2 Das Verhalten bzw. die Rettungsaktionen während der Finanzkrise

„Mit dem Tag des Zusammenbruchs von Lehman Brothers war die Welt auf den Finanzmärkten eine andere.“¹⁴¹ Dieses Ereignis war der Grund, warum der Mittelaustausch auf dem Interbanken-Geldmarkt, auf welchem der tägliche Ausgleich von Liquiditätsüberschüssen sowie -defiziten der Kreditinstitute und Banken stattfindet, zum Erliegen kam. Da diese einander nicht mehr vertrauten, war eine kurzfristige Bereitstellung von Liquidität nur mehr zu sehr hohen Risikoprämien möglich. Zahlreiche Banken waren dazu nicht bereit und um das Gleichgewicht wieder herzustellen, musste die EZB jene Aufgabe mittels Refinanzierungsoperationen wahrnehmen.¹⁴² Grundsätzlich sollte die Stabilisierungsfunktion der Mindestreserve dieser Entwicklung entgegenwirken, da diese wie bereits erläutert, die Schwankungen des Tagesgeldsatzes auf dem Interbanken-Geldmarkt

¹³⁸ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):238

¹³⁹ Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):238

¹⁴⁰ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):238ff

¹⁴¹ Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):67

¹⁴² Vgl. Lamla/ Sturm (2012):85; ebenso Winkler (2013):680

mitbeeinflusst. Aufgrund der Tatsache, dass der Austausch vollständig zum Erliegen kam, konnte die Mindestreserve ihrer Stabilisierungsfunktion jedoch nicht mehr nachkommen.¹⁴³

Um in weiterer Folge die Schäden auf den Finanzmärkten einzudämmen bzw. zu verringern, kam es zu einer radikalen Veränderung des Liquiditätsversorgungssystems der EZB.¹⁴⁴ Die EZB übernahm die Aufgabe des Tagesgeldbankiers der Eurozone,¹⁴⁵ indem sie eine Vollzuteilungspolitik einführte und versuchte, damit die Störung des Transmissionsmechanismus¹⁴⁶ abzufangen.¹⁴⁷ Dies bedeutete, dass die EZB nicht mehr zwischen dem Zins- und Mengentender unterschied. Eine jede Zentralbank eines Eurozonenstaates konnte an die EZB Anträge für beliebig hohe Kreditsummen stellen und diese wurden, sofern sie ausreichend besichert waren, genehmigt.¹⁴⁸ Umgesetzt wurde die Bereitstellung der Liquidität mittels eines Mengentenders zu einem damaligen fixen Zinssatz von 3,75%.¹⁴⁹

Die EZB senkte die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte als auch für die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte von 4,25% auf 1,00%, jenen für die Spitzenrefinanzierungsfazilität von 5,25% auf 1,75% und den Zinssatz für die Einlagefazilität von 3,25% auf 0,25%. Die Einlagefazilität betrug vor dem Zusammenbruch der Lehman Brothers rund 55 Mio. Euro; danach 154 Mrd. Euro. Im Zuge der Griechenlandkrise konnte ein nochmaliger Anstieg der Einlagefazilität beobachtet werden. Im Mai 2010 betrug das Guthaben bei der EZB rund 316 Mrd. Euro. Obendrein wurden die Laufzeiten der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mehrmalig angepasst. Anfänglich wurden Sechs- bzw. Zwölfmonatstender eingeführt.¹⁵⁰ Im Dezember 2011 wurden diese aufgrund der großen Nachfrage der Banken durch den Dreijahrestender ersetzt. Ein Phänomen, welches beobachtet wurde, war, dass Tender von den Kreditinstituten teilweise als Sicherheiten aufgenommen wurden für den Fall, dass eine rasche finanzielle Verschlechterung eintritt,¹⁵¹ wodurch „*ein Großteil (...) gehortet, d.h. bei der EZB gelagert*“¹⁵² wurde. Die Zinssätze wurden mit zunehmendem Zeitverlauf weiter nach unten korrigiert. Aktuell, sprich im Mai 2015, beträgt der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte 0,05%, für die Spitzenrefinanzierungsfazilität 0,30% und jener für die Einlagefazilität sogar -0,20%. Das heißt, um Geld bei der EZB über Nacht zu deponieren, müs-

¹⁴³ Vgl. Ruckriegel (2011): 110

¹⁴⁴ Vgl. Ruckriegel (2011):108f

¹⁴⁵ Vgl. Kerber (2011):626

¹⁴⁶ Unter dem Begriff Transmissionsmechanismus werden die Auswirkungen von geldpolitischen Maßnahmen auf ökonomische Variablen, wie beispielsweise dem Preisniveau, verstanden. Vgl. Deutsche Bundesbank (2015)b

¹⁴⁷ Vgl. Winkler (2013):680

¹⁴⁸ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):231

¹⁴⁹ Vgl. Ruckriegel (2011):109

¹⁵⁰ Vgl. Ruckriegel (2011):108f

¹⁵¹ Vgl. Lamla/ Sturm (2012): 85

¹⁵² Lamla/ Sturm (2012):86

sen die Zentralbanken bezahlen.¹⁵³ Die Entscheidung bezüglich eines negativen Zinssatzes für die Einlagefazilität wurde bewusst „*getroffen, da Banken seit Beginn der Finanzkrise vermehrt Geld bei der [Europäischen] Zentralbank lagern, anstatt dieses am Interbankenmarkt untereinander zu verleihen*“.¹⁵⁴ Der Hintergedanke liegt demzufolge bei der Förderung des Finanzmittelaustausches der Kreditinstitute untereinander und daher bei der realen Wirtschaftsförderung.¹⁵⁵

Im Zuge der Lehman-Insolvenz wurde der von der EZB ausgegebene Katalog mit den Kreditbesicherungen erweitert. Bis 2008 war es gängig, Kredite bei der EZB gegen Wertpapiere mit einem Mindestrating von A- zu besichern. Danach waren Wertpapiere mit einem BBB- Rating als Sicherheiten zugelassen. Wertpapiere mit einer solchen Bonität werden als spekulativ und ausfallgefährdet angesehen. 2010 wurden im Rahmen der Ankäufe von Staatsanleihen, die Anforderungen für Sicherheiten für einzelne Staaten, wie Griechenland, Irland und Portugal, teilweise ausgesetzt.¹⁵⁶

Um das Bankensystem zu kräftigen, wurden 2009 das Covered Bond Purchase Programme (CBPP), ein Ankaufsprogramm für Pfandbriefe, gestartet.¹⁵⁷ Die Höhe des Ankaufsvolumens der Bankschuldverschreibungen wurde von vornherein auf 60 Mrd. Euro fixiert. Bis zum Juli 2010 wurde dieses Kontingent ausgeschöpft. Die Pfandbriefe werden bis zu ihrer Fälligkeit von der EZB gehalten.¹⁵⁸ Ende 2011 wurde das weiterführende Programm Covered Bond Purchase Programme 2 (CBPP 2) ins Leben gerufen, um abermals Pfandbriefe im Ausmaß von 16,4 Mrd. Euro zu erwerben. Das Covered Bond Purchase Programme 3 startete im Oktober 2014 und soll für rund 2 Jahre, d.h. bis Oktober 2016, aktiv sein.¹⁵⁹ Die am 15. Mai 2015 ausstehenden Beträge der Ankaufsprogramme betragen für das CBPP 25,3 Mrd. Euro, das CBPP 2 11,3 Mrd. Euro und das CBPP 3 80,8 Mrd. Euro.¹⁶⁰

Im Nachhinein betrachtet wurde das ganze Ausmaß, welches die Insolvenz der US-amerikanischen Investmentbank im September 2008 mit sich führte, in Europa relativ spät ersichtlich.¹⁶¹ Denn erst im Jahr 2010 begannen die europäischen Kapitalmärkte, im Speziellen der Staatsschuldenmarkt, welcher ein eigenes Segment des Kapitalmarktes darstellt,¹⁶² sprunghaft auf dieses Ereignis zu reagieren. Deutlich wurde dies an den Renditen der Staatsanleihen von Griechenland, Irland, Ita-

¹⁵³ Vgl. Deutsche Bundesbank (2015)a

¹⁵⁴ Österreichische Nationalbank (2014)

¹⁵⁵ Vgl. Österreichische Nationalbank (2014)

¹⁵⁶ Vgl. Berg/ Carstensen (2012):80

¹⁵⁷ Vgl. Berg/ Carstensen (2012):79

¹⁵⁸ Vgl. Ruckriegel (2011):111

¹⁵⁹ Vgl. Europäische Zentralbank (2015)c

¹⁶⁰ Vgl. Europäische Zentralbank (2015)d

¹⁶¹ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):67

¹⁶² Vgl. Kerber (2011):626

lien, Portugal und Spanien, den sogenannten GIIPS-Staaten.¹⁶³ „Je höher die Schuldenquote des Staates mit erwarteten Refinanzierungsproblemen ist, desto höher wird der risikoneutrale Zinsaufschlag sein.“¹⁶⁴ Wobei die Zinssätze gewisser Staatsanleihen drastischer reagierten als die manch anderer Staaten.¹⁶⁵

Als Griechenland 2010 als erstes Land seine Liquiditäts- bzw. Solvenzprobleme bekannt machte,¹⁶⁶ entschloss sich die EZB, auch Staatsanleihen anzukaufen, um den griechischen Banken die notwendige Liquiditätszufuhr zu gewähren. Dabei wurden die liquiden Mittel nicht den Banken direkt, sondern der griechischen Regierung übermittelt.¹⁶⁷ Der Markt für griechische Staatsanleihen war nicht mehr gegeben, da zu diesem Zeitpunkt Griechenland bereits Unterstützung durch die EFSF und den IWF bekam. Aufgrund dieser finanziellen Gegebenheiten waren die Renditen für griechische Staatsanleihen so hoch, dass keine privaten Investoren mehr dieses Risiko eingehen wollten.¹⁶⁸ Das Ankaufsvolumen wurde im Gegensatz zu dem der Pfandbriefe nicht begrenzt. Dieses Ankaufsprogramm für Staatsanleihen sollte für Stabilität und Beruhigung auf den Kapitalmärkten sorgen.¹⁶⁹ Der Bestand der gehaltenen Bankschuldverschreibungen sowie der angekauften Staatsanleihen wird im konsolidierten Ausweis der Eurozone unter der Position „Wertpapiere für geldpolitische Zwecke“¹⁷⁰ subsumiert. Im August 2010 waren 121 Mrd. Euro unter dieser Position verbucht.¹⁷¹

Die Griechenlandkrise war das erste Anzeichen, dass die Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Eurozonenmitglieder auseinander zu klaffen begann. Noch deutlicher erkennbar wurde dies an den beträchtlichen Inflationsunterschieden.¹⁷² Das wiederum bedeutet, dass die Finanzkrise asymmetrisch begann, da sie nicht in allen Staaten gleich stark zu spüren war.¹⁷³ Die Wettbewerbsfähigkeit der Mitgliedsstaaten mit einer hohen Inflation verschlechterte sich zunehmend, während sich die Wettbewerbsfähigkeit jener Staaten mit einer niedrigen Inflationsrate steigerte. Mit der Zeit entstanden unterschiedliche Leistungsbilanzüberschüsse sowie -defizite. Staaten mit einem Leistungsbilanzüberschuss investierten in ausländische Anlagen und generierten Nettoauslandsver-

¹⁶³ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):67

¹⁶⁴ Welfens (2011):616

¹⁶⁵ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):67

¹⁶⁶ Vgl. Smeets (2012):129

¹⁶⁷ Vgl. Ruckriegel (2011):111

¹⁶⁸ Vgl. Berg/ Carstensen (2012):80

¹⁶⁹ Vgl. Ruckriegel (2011):111

¹⁷⁰ Siehe Abbildung 6.: Schematische vereinfachte Darstellung der EZB-Bilanz, Position A.3. Sonstiges in Kapitel 3.1. Die geldpolitischen Instrumente der Europäischen Zentralbank

¹⁷¹ Vgl. Ruckriegel (2011):111

¹⁷² Vgl. Horn (2012):83

¹⁷³ Vgl. Winkler (2014):485

mögen. Jene Staaten mit einem Leistungsbilanzdefizit akkumulierten Schulden, welche anfänglich sowohl staatlicher als auch privater Natur waren.¹⁷⁴

*„Ein charakteristisches Merkmal der europäischen Krisen war die enge Verbindung zwischen Banken und staatlichen Schuldnern.“*¹⁷⁵ Dieses Faktum verstärkte sich zunehmend mit dem Fortschritt der Krise.¹⁷⁶ Die privaten Schulden von beispielsweise Spanien und Irland stammten hauptsächlich aus diversen Spekulations- bzw. Immobilienblasen und waren der Hauptgrund für die hohen Inflationsraten in diesen Ländern. Spanien und Irland versuchten diese privaten Schuldenberge durch Bankenkredite abzudecken, wodurch die Banken selbst mit Liquiditätsproblemen konfrontiert wurden.¹⁷⁷ Die Schulden wurden durch die darauffolgenden Rettungspakete für Banken zu Staatsschulden, da der erwartete selbständige Leistungsausgleich nicht eintrat.¹⁷⁸ Die Finanzkrise wurde zu einer Zahlungsbilanzkrise.¹⁷⁹

Über das Securities Markets Programme (SMP) wurden aufgrund der entstandenen Liquiditätsengpässe im zunehmenden Zeitverlauf Staatsanleihen von Irland, Italien, Portugal und Spanien angekauft. Begründet hat die EZB dies vor allem mit dem Argument der sonst eintretenden Dysfunktion der Finanzmärkte. Im Dezember 2011 belief sich der Bestand an erworbenen Staatsanleihen auf rund 211 Mrd. Euro.¹⁸⁰ Im Mai 2014 beträgt das ausstehende Volumen des SMP noch rund 164,5 Mrd. Euro;¹⁸¹ im Mai 2015 138,1 Mrd. Euro.¹⁸² Dieser Ankauf von festverzinslichen Schuldtiteln wird in der Literatur als „Quantitative Easing“ bezeichnet. Ziel und Zweck des „Quantitative Easing“ lag vor allem in der kurzfristigen Senkung der Zinssätze der angekauften Staatsanleihen, damit die GIIPS-Staaten selbstständig neue Staatsanleihen zu langfristig angemesseneren Zinssätzen emittieren können.¹⁸³ Betrachtet man die Situation bzw. den Zinssatz der Staatsanleihen 2014 ist durchaus erkennbar, dass das Ziel erfüllt wurde. Beispielsweise sank der Zinssatz der portugiesischen Staatsanleihen von 16,6% im Jahr 2012 auf 3,5% im Jahr 2014¹⁸⁴ oder jener der spanischen Staatsanleihen von 7,5% im Jahr 2012 auf 3,9% Ende 2013;¹⁸⁵ auch bei den irischen Staatsanleihen konnte ein solcher Trend verzeichnet werden.¹⁸⁶

¹⁷⁴ Vgl. Horn (2012):83

¹⁷⁵ Schnabel (2014):7

¹⁷⁶ Vgl. Schnabel (2014):7

¹⁷⁷ Vgl. Atkinson et al (2014):407

¹⁷⁸ Vgl. Horn (2012):83

¹⁷⁹ Vgl. Berg/ Carstensen (2012):79f

¹⁸⁰ Vgl. Berg/ Carstensen (2012):80

¹⁸¹ Vgl. Winkler (2014):480

¹⁸² Vgl. Europäische Zentralbank (2015)d

¹⁸³ Vgl. Weizsäcker (2012):92

¹⁸⁴ Vgl. EFSF (2015):17

¹⁸⁵ Vgl. ESM (2014):22

¹⁸⁶ Vgl. EFSF (2015):15

Zusätzlich schossen die TARGET2-Verbindlichkeitsposten der Zentralbanken der GIIPS-Staaten in die Höhe, da diesen den Ausgleich nicht mehr vollzogen, um den Saldo als günstige Refinanzierungsoption ihrer Leistungsbilanzdefizite zu verwenden. Im Oktober 2011 betrugen diese rund 461 Mrd. Euro. Grundsätzlich war die Ausdehnung des TARGET2-Systems nicht vorgesehen, es wurde allerdings von der EZB toleriert.¹⁸⁷ Im Februar 2015 betrugen die kumulierten Verbindlichkeiten der GIIPS-Staaten rund 511 Mrd. Euro. Die einzelnen TARGET2-Saldenposten setzen sich gemäß der untenstehenden Grafik zusammen. Bezüglich des TARGET2-Postens der Slowakei wurde keine Angabe gemacht, da dem Ersteller keine Daten zur Verfügung standen.¹⁸⁸

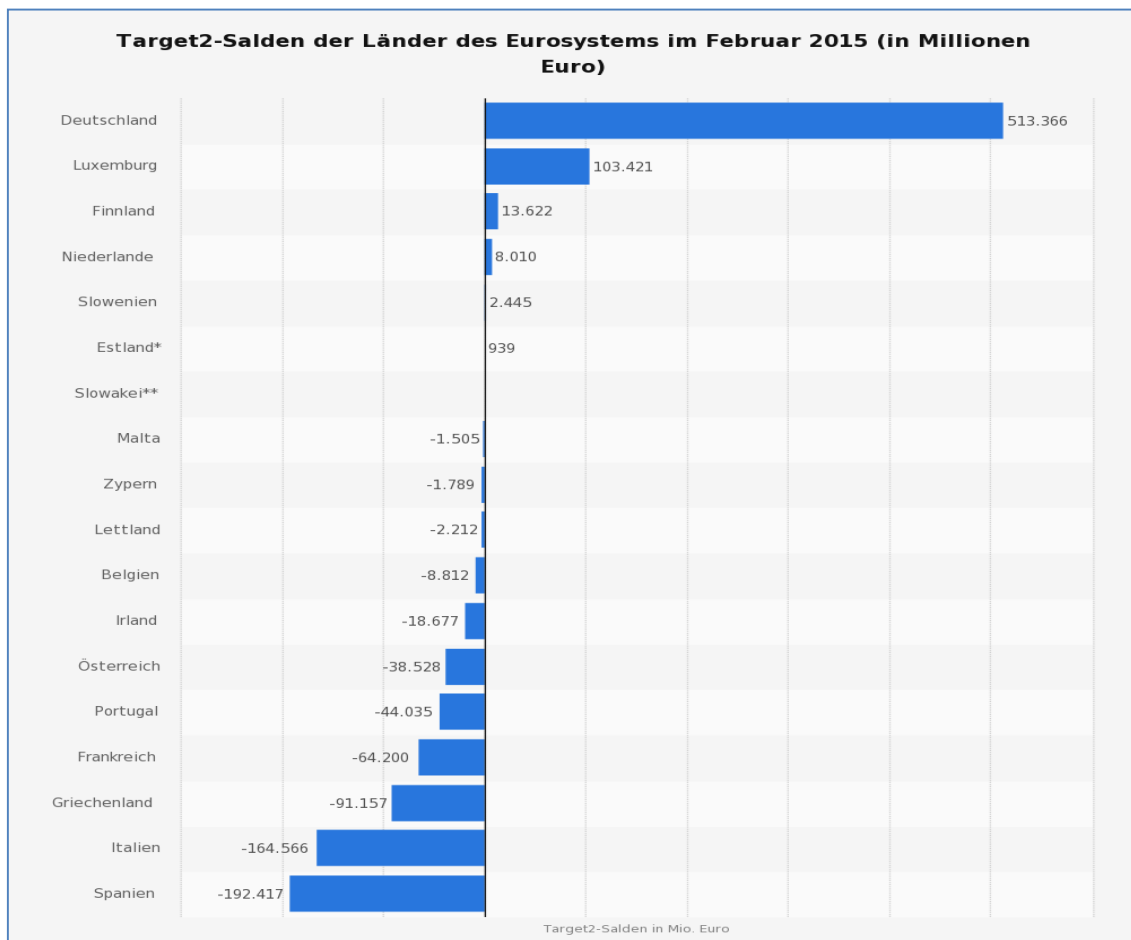


Abbildung 7.: TARGET2-Salden der Eurozone, Stand: Februar 2015¹⁸⁹

Neben den von der EZB gesetzten Maßnahmen haben Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Zypern um Hilfe bei den Euro-Rettungsschirmprogrammen – der EFSF¹⁹⁰ und dem ESM¹⁹¹ – angesucht. In der Literatur findet man Argumente gegen die Wirksamkeit dieser zusätzlichen Programme, da auch diese nicht in der Lage sind, das komplette Ausmaß der Staatsverschuldungen zu tra-

¹⁸⁷ Vgl. Berg/ Carstensen (2012):80

¹⁸⁸ Vgl. Statista (2015)

¹⁸⁹ Statista (2015)

¹⁹⁰ Für nähere Erläuterungen siehe Kapitel 2.2 Was ist die European Financial Stability Facility?

¹⁹¹ Für nähere Erläuterungen siehe Kapitel 2.3 Was ist der European Stability Mechanism?

gen.¹⁹² Beispielsweise lag Italiens Staatsverschuldung 2011/2012 bei rund 2.000 Mrd. Euro. Allein diese Summe hätte mit den Volumen der EFSF und des ESM¹⁹³ unmöglich abgedeckt werden können.¹⁹⁴ „Die oftmals geäußerte Meinung ist [bzw. war] daher: Was [sic!] die EFSF und der ESM nicht schaffen können, muss eben durch die EZB gestemmt werden.“¹⁹⁵

Am 6. September 2012 wurde dieser Grundgedanke in den Outright-Monetary-Transactions (OMT) umgesetzt und im weiteren Verlauf das SMP beendet. Mittels der OMT werden Anleihen von Staaten, welche sich bereits unter einem Eurorettungsschirm, entweder der EFSF oder dem ESM befinden, angekauft. Bei der Ankündigung wurde explizit darauf hingewiesen, dass die Ankäufe über den Sekundärmarkt unbegrenzt vorgenommen werden.¹⁹⁶ Im Grunde genommen war dieses Ankaufsprogramm allerdings für Anleihen von „kurzfristiger“ Laufzeit, sprich von ein bis drei Jahren, gedacht.¹⁹⁷ Dabei sind die OMT direkt an den ESM geknüpft¹⁹⁸ und jene Staaten, von welchen die EZB die Anleihen angekauft, müssen strikte Reformauflagen erfüllen. Diese Reformbestrebungen sind wie bei der Unterstützungsgewährung des ESM an die Konditionen der Kreditvergabe gebunden.¹⁹⁹ Das Ankaufsprogramm ist so konzipiert, dass die Ankäufe von Staatsanleihen sterilisiert werden, da die EZB ansonsten maximal in der Höhe der Bilanzsumme Anleihen erwerben könnte. Dies bedeutet, dass die EZB die Ankäufe nicht über die Aktivseite, sondern über die Passivseite der Bilanz abwickelt und auf diesem Wege selbst Anleihen ausgibt. Diese Vorgehensweise kommt jener des ESM gleich. Jedoch ist dieser durch die Summe des maximal zu gewährenden Kreditvolumens von etwa 500 Mrd. Euro begrenzt. Bei den Ankäufen der EZB ist eine Obergrenze nicht gegeben.²⁰⁰ Überdies wurde angekündigt, dass im Falle eines Ankaufes die EZB dieselbe Gläubigerstellung wie private Gläubiger innehat.²⁰¹

2013 brachten deutsche Kläger eine Beschwerde bezüglich der Verfassungswidrigkeit der OMT beim Bundesverfassungsgericht Deutschland ein. Im nächsten Schritt wurde diese Rechtsangelegenheit im Rahmen eines Vorabentscheidungsansuchens an den EuGH weitergeleitet.²⁰² Das Gutachten dieses Vorabentscheidungsverfahrens stellt unter anderem auch den Fokus von *Kapitel 4.2.2 Sind die Outright-Monetary-Transactions rechtswidrig?* dar. Nichtsdestotrotz war allein die

¹⁹² Vgl. Lamla/ Sturm (2012):87; ebenso Homburg (2012):673

¹⁹³ Da im Jahr 2011 die EFSF noch tätig war und erst Mitte des Jahres 2012 vom ESM abgelöst wurde, werden in diesem Kontext die Volumina der beiden Euro-Rettungsprogramme zusammengefasst.

¹⁹⁴ Vgl. Welfens (2011):6618

¹⁹⁵ Lamla/ Sturm (2012):87

¹⁹⁶ Vgl. Homburg (2012):673

¹⁹⁷ Vgl. Schönwitz (2013):244

¹⁹⁸ Vgl. Winkler (2013):684

¹⁹⁹ Vgl. Schönwitz (2013):243

²⁰⁰ Vgl. Homburg (2012):673ff

²⁰¹ Vgl. EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

²⁰² Vgl. EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

Ankündigung der OMT ausreichend, um die Renditen der GIIPS-Staatsanleihen für einen längeren Zeitraum zu senken²⁰³ und den Transmissionsmechanismus moderat zu verbessern.²⁰⁴

Seit März 2015 kauft die EZB Anleihen im großen Stil. Diese Ankäufe laufen unter dem Deckmantel des Public Sector Purchase Programme (PSPP) und werden monatlich in der Höhe von etwa 60 Mrd. Euro getätigt.²⁰⁵ Dabei werden „*nominal and inflation-linked central government bonds [as well as] bonds issued by recognised agencies, international organisations and multilateral development banks located in the euro area*“²⁰⁶ erworben. Nach zwei Monaten Laufzeit wurden 122,4 Mrd. Euro angekauft.²⁰⁷

Ende 2014 startete zusätzlich noch ein Programm namens Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP). Dieses Programm war erstmalig dazu gedacht, Kredite an die Realwirtschaft zu vergeben. Die Kreditvergabe erfolgt allerdings nicht direkt, sondern indirekt über die Banken.²⁰⁸ „*For instance, securitising loans and selling them can provide banks with the necessary funds to provide new lending to the real economy.*“²⁰⁹ Mit 15. Mai 2015 wurden Kredite im Umfang von 6,1 Mrd. Euro vergeben.²¹⁰

Im Großen und Ganzen kann geschlussfolgert werden, dass bis etwa Mitte 2012 die EZB eine „*Politik des billigen Geldes*“ verfolgt hat, für welche sie auch einige Kritik erntete. Die EZB verfügte allerdings über die passenden geldpolitischen Instrumente, und hätte der günstigen Kreditvergabe an die Eurozone Staaten sowie Zentralbanken wirksam entgegensteuern können. Vor allem mit ihrem konventionellsten Geldinstrument, dem Leitzinssatz, hätte die EZB die Macht, durch eine Erhöhung desselben, die Liquiditätsversorgung wieder einzuschränken und andere geldpolitische Signale auf den Finanzmärkten zu setzen. Das heißt, sofern der Wille des EZB-Rates zur Veränderung der verfolgten lockeren Geldpolitik vorhanden gewesen wäre, hätte die Umsetzung jederzeit erfolgen können.²¹¹ Mit der Einführung der OMT schlägt die EZB allerdings eine Richtung ein, wie sie „*faktisch zum Erfüllungsgehilfen der Fiskalpolitik [wird], indem sie zur Sicherung des Euro unbegrenzte Unterstützung signalisiert hat.*“²¹² Dadurch stellt sich einmal mehr die Frage, inwieweit die bis dato gesetzten Tätigkeiten der EZB ihrer Kompetenzbefugnis überhaupt entsprechen.

²⁰³ Vgl. Schmidt (2014):677

²⁰⁴ Vgl. Fratzscher (2013):448

²⁰⁵ Vgl. Europäische Zentralbank (2015)c

²⁰⁶ Europäische Zentralbank (2015)c

²⁰⁷ Vgl. Europäische Zentralbank (2015)d

²⁰⁸ Vgl. Europäische Zentralbank (2015)c

²⁰⁹ Europäische Zentralbank (2015)c

²¹⁰ Vgl. Europäische Zentralbank (2015)d

²¹¹ Vgl. Lamla/ Sturm (2012):86; ebenso Ruckriegel (2011):112

²¹² Schönwitz (2013):243

4 Überschreitet die Europäische Zentralbank ihren Kompetenzrahmen?

Die Kompetenzbefugnis der EZB ist eine Besonderheit, da ihr Wirkungsumfeld supranational ist.²¹³ „Denn anders als in den traditionellen Währungsgebieten, in denen [sic!] die Währung an einen autonomen Staat gekoppelt ist, ist der Euroraum ein Währungsverbund von im Grundsatz unabhängigen Nationalstaaten.“²¹⁴ In anderen Worten: Die Geldpolitik der Eurozonenmitglieder wurde auf die nächst höhere Ebene gehoben, wohingegen die anderen wirtschaftspolitischen Bereiche weiterhin der nationalen Souveränität der einzelnen Staaten unterliegen (sollten).²¹⁵

Als die Finanzkrise mit ihren bereits erläuterten Nebenwirkungen wie Leistungsbilanzdefizite, Liquiditätsprobleme, Erliegen des Interbanken-Geldmarktes, Vertrauensverlust in Finanzmärkte bzw. Kreditinstitute etc. zunehmend fortschritt, wurde deutlich, dass keine Regelungen bzw. Rahmenbedingungen oder Institutionen vorhanden waren, um die auftretenden Schwierigkeiten handzuhaben. Kurzfristig entgegensteuern konnte einzig und allein die EZB. Sogar jene Institutionen, welche später ins Leben gerufen wurden, die EFSF und der ESM, sind mit ihrer Kapazität nicht ausreichend aufgestellt,²¹⁶ sodass die EZB unter Zugzwang zur Ausübung einer Anti-Krisenpolitik geriet.²¹⁷

Die EZB tritt mittlerweile durch die von ihr gesetzten geldpolitischen Maßnahmen und den dazu verwendeten Instrumenten mit dem Erscheinungsbild der Gläubigerin der letzten Instanz auf. Dies wird in der Literatur unter dem Begriff „Lender of Last Resort“ (LoLR) zusammengefasst. Gegenüber Staaten und deren (Zentral-)Banken steht die EZB dann zur Liquiditätsbereitstellung zur Verfügung, selbst wenn die Finanzmärkte dazu regulär nicht mehr bereit sind.²¹⁸ Ein viel diskutiertes Problem des Auftretens eines LoLR ist die Anreiz- bzw. Versicherungswirkung, welche vermittelt wird.²¹⁹ Diese führt möglicherweise zur „Übernahme höherer Risiken durch Geschäftsbanken“²²⁰, die die Banken ohne das Vorhandensein eines Gläubigers letzter Instanz nicht vollziehen würden. Um dieser Anreizwirkung angemessen entgegenzusteuern, kann das Konzept der „constructive ambiguity“ herangezogen werden. Das Kernelement dieses Konzeptes ist eine wirksame Kommunikationspolitik. Einerseits wird durch das Vorhandensein des LoLR symbolisch vermittelt, dass man bereit ist, finanzielle Hilfe zu gewähren. Andererseits wird offen gelassen, wann diese Hilfe eintritt, sprich zu welchen Zeitpunkt der Gläubiger der letzten Instanz seine Aufgabe umsetzt bzw.

²¹³ Vgl. Horn (2012):82

²¹⁴ Horn (2012):82

²¹⁵ Vgl. Horn (2012):82

²¹⁶ Vgl. Horn (2012):83f

²¹⁷ Vgl. Winkler (2014):485

²¹⁸ Vgl. Horn (2012):82; ebenso Winkler (2013):633

²¹⁹ Vgl. Vollmer/Diemer (2011):139f

²²⁰ Vollmer/ Diemer (2011):140

wahrnimmt.²²¹ „Damit verfolgt der LoLR eine kontingente Regel, bei der die Geschäftsbanken *ex ante* nicht wissen, ob sie gerettet werden oder nicht.“²²²

Diesem Konzept hat sich die EZB zugewandt. Die Vorgehensweise wurde durch den EZB-Präsidenten Mario Draghi in seiner Rede vom 26. Juli 2012 kommuniziert. Mit den Worten „*Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.*“²²³ wurde die Funktion der EZB als Gläubigerin der letzten Instanz erfolgreich kommuniziert. Mit der Publikation des unbegrenzten Ankaufes von Staatsanleihen durch die OMT beruhigten sich die Finanzmärkte und die Renditen der GIIPS-Staatsanleihen begannen für einen längeren Zeitraum zu sinken.²²⁴ Dennoch wurde nicht mitgeteilt, wann das Rettungsprogramm der OMT im Endeffekt zum Einsatz kommt.²²⁵

Einerseits war der Schritt in diese Richtung notwendig, um die Finanzmärkte zu stabilisieren und die Anleger zu beruhigen.²²⁶ Andererseits werfen diese Handlungsweise sowie die (angebliche) Ausdehnung derselben sowohl rechtliche als auch inhaltliche Kompetenzfragen auf, da dies eine Umverteilung von Haftungsrisiken impliziert. Wie im nachfolgenden Abschnitt erläutert wird, kann dies einen Eingriff in die nationale Budgethoheit der Eurozonenmitglieder darstellen.²²⁷

4.1 Die rechtliche Kompetenz der Europäischen Zentralbank

Die rechtliche Kompetenz der EZB beruht auf dem Maastrichter Vertrag, genauer gesagt auf dem Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV).²²⁸ Die Vereinbarkeit gewisser Rettungsmaßnahmen mit den Grundprinzipien des AEUVs wurde immer strittiger und kontroverser in der Literatur diskutiert, da vor allem die potentiellen Konsequenzen für die einzelnen Staaten der Eurozone fragwürdig erscheinen.²²⁹ Im Großen und Ganzen betrifft die Grundsatzdiskussion die Vergabe von Krediten sowie den Erwerb von Schuldtiteln, den erleichterten Zugang zu Möglichkeiten der Kreditvergabe sowie die Vergemeinschaftung von Verbindlichkeiten bzw. den No-Bailout-Gedanken. Im Folgenden wird deshalb der jeweils zuständige Artikel des AEUVs angeführt und dessen Wortlaut mit den getätigten Rettungsmaßnahmen diskutiert.

²²¹ Vgl. Vollmer/ Diemer (2011):140

²²² Vollmer/ Diemer (2011):140

²²³ Draghi (2012)

²²⁴ Vgl. Schmidt (2014):677

²²⁵ Vgl. Europäische Zentralbank (2015)c

²²⁶ Vgl. Horn (2012):83

²²⁷ Vgl. Winkler (2014):485f

²²⁸ Vgl. Berg/ Carstensen (2012):79

²²⁹ Vgl. Ruckriegel (2011); Kerber (2011); Berg/ Carstensen (2012); Brockmann/ Keppler (2012); Horn (2012); Lamla/ Sturm (2012); Konrad (2013)

4.1.1 Artikel 123 AEUV – Kreditvergabe und Schuldtitelerwerb

Artikel 123 AEUV behandelt die Vergabe von Krediten sowie den Erwerb von Schuldtiteln und lautet wie folgt:²³⁰

(1) Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der Europäischen Zentralbank oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten (im Folgenden als „nationale Zentralbanken“ bezeichnet) 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.

(2) Die Bestimmungen des Absatzes 1 gelten nicht für Kreditinstitute in öffentlichem Eigentum; diese werden von der jeweiligen nationalen Zentralbank und der Europäischen Zentralbank, was die Bereitstellung von Zentralbankgeld betrifft, wie private Kreditinstitute behandelt.

Analysiert man den genauen Wortlaut des Artikels 123 AEUV, lassen sich zwei Fälle herausfiltern, bei welchen der direkte, unmittelbare Ankauf von Schuldpapieren rechtskonform ist. Erstens durch den Erwerb von Schuldtiteln eines Eurozonenmitglieds durch eine Zentralbank, welche nicht dem Eurowährungsgebiet angehört, oder zweitens durch den Erwerb von Schuldtiteln eines Nicht-Eurozonenmitglieds durch die EZB.²³¹ Gemäß Artikel 123 AEUV ist es der EZB schlichtweg untersagt direkt bzw. unmittelbar, sprich am Primärmarkt, Schuldpapiere von Mitgliedern des Eurowährungsgebietes, wie beispielsweise von den GIIPS-Staaten, zu kaufen.²³² Der direkte Ankauf wäre mit einer Haushaltsfinanzierung gleichzusetzen und wird explizit untersagt.²³³

Die EZB hat bei den Ankäufen im Rahmen des SMP Anleihen nicht über den Primär- sondern über den Sekundär-, welcher auch Zirkulationsmarkt genannt wird, erworben.²³⁴ Im Allgemeinen verstößt die EZB nicht explizit gegen den Artikel 123 AEUV, jedoch gegen seine prinzipielle Absicht bzw. Intention. Dieses eigentliche Ankaufsverbot war als Sicherheit zur Wahrung des Unabhängigkeitsstatus der EZB gedacht. Die EZB sollte nicht verpflichtet sein, den einzelnen Mitgliedsstaaten Liquidität bereitzustellen. Allerdings stellte die EZB gerade mittels solcher Ankäufe den Staaten Liquidität zur Verfügung. Zusätzlich gewährt sie diese zu geringeren Zinsen, als nach den gebotenen Risikogesichtspunkten rational wäre. Die Staaten wurden bei ihren Refinanzierungskosten indirekt subventioniert.²³⁵ An diesem Punkt lassen sie bereits erst Ansätze erkennen, an denen die geldpolitischen zu fiskalpolitischen Maßnahmen werden. Vorerst soll dies außer Acht gelassen werden, da diese Grauzone bzw. das Ineinanderfließen der Geld- bzw. Fiskalpolitik in Kapitel 4.2.2.2 Die Grauzone: Zwischen Geld- und Fiskalpolitik behandelt wird. Nichtsdestotrotz sei er-

²³⁰ Artikel 123 AEUV

²³¹ Vgl. Homburg (2012):676

²³² Vgl. Winkler (2013):678

²³³ Vgl. Konrad (2013):431

²³⁴ Vgl. Winkler (2013):678

²³⁵ Vgl. Berg/ Carstensen (2012):79ff

wähnt, dass durch das Tätigen von Maßnahmen mit fiskalpolitischem Charakter die EZB ihr Mandat überreizen würde und hierfür keine Legitimation auf EU-Ebene besteht.²³⁶

Der EZB-Rat rechtfertigte den Ankauf der Staatsanleihen mit der Notwendigkeit, dass ohne Intervention, die Aufgabe, die Stabilität der Finanzmärkte zu gewährleisten, nicht mehr erfüllt hätte werden können. Aufgrund der dysfunktionalen Marktsegmente war die Effektivität der Geldpolitik nicht mehr gegeben²³⁷ und potentiell wiederkehrende finanzielle Probleme, wie etwa eine Neuverschuldung von den GIIPS-Staaten, mussten verhindert werden. Durch den Ankauf der emittierten Anleihen konnten diese selbständig neue Staatsanleihen zu adäquaten Zinssätzen ausgeben. Die angemessenen Zinssätze lösten das Problem der Käuferfindung und in weiterer Konsequenz wurde dem Ziel der Geld- und Preiswertstabilität Folge geleistet.²³⁸

4.1.2 Artikel 124 AEUV – Zugang zu Kreditfinanzierungsmöglichkeiten

Artikel 124 AEUV verbietet den erleichterten Zugang diverser Institutionen:²³⁹

Maßnahmen, die nicht aus aufsichtsrechtlichen Gründen getroffen werden und einen bevorrechtigten Zugang der Organe, Einrichtungen oder sonstigen Stellen der Union, der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen der Mitgliedstaaten zu den Finanzinstituten schaffen, sind verboten.

Obwohl der Wortlaut explizit auf die Rechtswidrigkeit eines bevorzugten Verhaltens hinweist, hat die Vergangenheit gezeigt, dass die EZB oder die jeweilige nationale Zentralbank eines finanziell maroden Staates mitunter dafür gesorgt hat, dass der Zugang zu Kreditfinanzierungsformen erleichtert stattfindet.²⁴⁰ „Die Mitwirkung der EZB beim bevorrechtigten Zugang des irischen Staates zu Krediten zwecks Sanierung der Finanzinstitute ist ein nahezu klassischer Fall eines solchen Verhaltens.“²⁴¹

²³⁶ Vgl. Lamla/ Sturm (2012):86

²³⁷ Vgl. Ruckriegel (2011):112

²³⁸ Vgl. Brockmann/ Keppler (2012):175

²³⁹ Artikel 124 AEUV

²⁴⁰ Vgl. Kerber (2011):629

²⁴¹ Kerber (2011):629

4.1.3 Artikel 125 AEUV – Verbot der Gemeinschaftshaftung

Zu guter Letzt befasst sich Artikel 125 AEUV mit dem Verbot der Gemeinschaftshaftung:²⁴²

(1) Die Union haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen von Mitgliedstaaten und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens. Ein Mitgliedstaat haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen eines anderen Mitgliedstaats und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens.

(2) Der Rat kann erforderlichenfalls auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung des Europäischen Parlaments die Definitionen für die Anwendung der in den Artikeln 123 und 124 sowie in diesem Artikel vorgesehenen Verbote näher bestimmen.

Bei genauerer Betrachtung des Wortlautes wird deutlich, dass Artikel 125 AEUV einerseits einen Haftungsausschluss, dies bedeutet, dass ein Mitglied der Eurozone nicht für die Verbindlichkeiten eines anderen Mitglieds der Währungsunion zu haften hat und andererseits ein Beistandsverbot, sprich den Non-Bailout-Gedanken, beinhaltet.²⁴³ Wie in *Kapitel 2.1. Was ist die Europäische Zentralbank (EZB)?* erläutert wurde, sind die nationalen Zentralbanken des Eurowährungsgebietes an der EZB mittels eines bestimmten Kapitalschlüssels beteiligt. Im Falle eines Forderungsausfalles müssten alle an der EZB beteiligten Zentralbanken, gemäß ihrem übernommenen Kapitalanteil, die Nettoverluste der EZB tragen.²⁴⁴ „Es könnte über verminderte EZB-Gewinne oder gar über EZB-Verluste zu einer teilweisen Verlagerung der Schuldenlasten auf die übrigen Mitgliedsstaaten kommen.“²⁴⁵ Bevor es zur Umverteilung des Nettoverlustes kommt, wird ein besonders gehaltener Reservefonds der EZB zur Deckung dieser herangezogen.²⁴⁶ Sind nach diesem Vorgang noch Nettoverluste übrig, werden diese an die Zentralbanken der Eurozone umverteilt und die Steuerzahler der Eurozonenmitgliedsstaaten müssten dafür aufkommen. Eine Gemeinschaftshaftung wäre das Resultat und das demokratische Prinzip, welches besagt, dass keine Besteuerung ohne das Recht auf Mitsprache vorgenommen werden kann, würde verletzt werden.²⁴⁷ Der Artikel 125 AEUV darf nur auf die selbstverschuldeten Leistungsbilanzdefizite, Schulden oder Liquiditätsprobleme der Staaten bezogen werden. Für exogen verursachte Schäden, wie beispielsweise jene durch Naturkatastrophen, ist sehr wohl eine finanzielle Unterstützung durch die Gemeinschaft der Euroländer vorgesehen. Der Artikel soll im Grunde eine Präventivmaßnahme gegen das Problem des Moral

²⁴² Artikel 125 AEUV

²⁴³ Vgl. Konrad (2013):432

²⁴⁴ Vgl. Europäische Zentralbank (2015)b

²⁴⁵ Horn (2012):84

²⁴⁶ Vgl. Europäische Zentralbank (2015)b

²⁴⁷ Vgl. Berg/ Carstensen (2012):79ff

Hazard sein und dem Finanztransfer durch die „Hintertür“ entgegenwirken.²⁴⁸ Die defizitären Staaten sollen nicht den Bailout-Gedanken im Hinterkopf (bei-)behalten und in ihrem Fehlverhalten unterstützt werden. Diese dürfen nicht weiterhin auf Kosten anderer Eurozonenmitgliedsstaaten falsche und riskante politische Entscheidungen treffen sowie wirtschaftliche Maßnahmen tätigen.²⁴⁹

Diesbezüglich muss erwähnt werden, dass im Zuge der Etablierung der EFSF dieser Artikel des AEUVs durch einen einstimmigen Beschluss ausgehebelt wurde. Dies bedeutet, dass im Rahmen der EFSF eine Schuldengemeinschaft entstanden ist, an der die Staaten in der Höhe ihres einbezahlten Kapitals beteiligt sind, wobei hierfür ein legitimer Beschluss vorliegt.²⁵⁰

4.2 Welche einzelspezifischen Maßnahmen bzw. Programme sind rechtswidrig?

Das geldpolitische Handeln der EZB rührt und rechtfertigt sich auf Grund der Tatsache, dass die Finanzmärkte nicht „ordnungsmäßig“ funktionieren und die bis jetzt umgesetzten Maßnahmen die Finanzmärkte sowohl wieder aktivieren als auch stabilisieren sollen. Selbst wenn viele Rettungsmaßnahmen ein Ablaufdatum haben, ist die Einsatzdauer der Maßnahmen dennoch meist ungewiss. Stetig werden weiterführende Programme, wie beispielsweise das CBPP 2 oder auch das CBPP 3 ins Leben gerufen. Zusätzlich ist die Suspendierungsdauer gewisser Normen ungewiss. Hier sei als Beispiel die teilweise Aussetzung der Bonitäts- bzw. Sicherheitsanforderungen für Wertpapiere genannt.²⁵¹

Im Folgenden werden ausgewählte Maßnahmen bzw. Programme der EZB vorgestellt. Diskutiert werden dabei Tatsachen und Fakten, welche daraufhin deuten, dass die EZB mittels dieser ihr geldpolitisches Mandat zu stark ausreizt und sie zu solchen Maßnahmen rechtlich prinzipiell nicht befugt wäre bzw. ist.

4.2.1 Ist das Zulassen zu hoher TARGET2-Salden rechtswidrig im Sinne des AEUV?

Zum besseren Verständnis sei nochmals erwähnt, dass das TARGET2-System jenes System der europäischen Zentralbanken ist, welches für den Transfer von nationalen als auch grenzüberschreitenden Transaktionen zuständig ist. Die EZB fungiert als Intermediär, d.h. dass die Zentralbanken über die EZB und nicht direkt miteinander ihre Geschäfte abschließen.²⁵² Im Zuge der Fi-

²⁴⁸ Vgl. Kerber (2011):630

²⁴⁹ Vgl. Horn (2012):82

²⁵⁰ Vgl. Konrad (2013):433

²⁵¹ Vgl. Kerber (2011):627ff

²⁵² Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):238f

nanzkrise akkumulierten sich bei einigen Zentralbanken die Beträge auf den TARGET2-Verbindlichkeitsposten. Ein Zwang zum Ausgleich dieser Posten bestand bis zu diesem Zeitpunkt nicht, da davor der Ausgleich reibungslos vonstatten ging. Da bestimmte Staaten bzw. Zentralbanken zunehmend mit Refinanzierungsproblemen konfrontiert waren, wurde darin die Möglichkeit gesehen, günstige Refinanzierungskredite wahrzunehmen. Durch den stockenden Ausgleich lasten die Verbindlichkeiten vorrangig auf den „Schultern“ der EZB.²⁵³ An der EZB wiederum sind die einzelnen Zentralbanken nach ihrem jeweiligen Kapitalschlüssel beteiligt,²⁵⁴ wodurch in weiterer Konsequenz die Risiken betreffend des Ausgleichs der TARGET2-Verbindlichkeitsposten auf die an der EZB beteiligten Zentralbanken umverteilt werden.²⁵⁵ Im Endeffekt steigt das Haftungsrisiko der Steuerzahler der Eurozonenmitgliedsstaaten. Daraus resultiert eine Gemeinschaftshaftung bzw. Schuldensozialisierung, welche eigentlich im Sinne des Art. 125 AEUV rechtswidrig ist und oben-
drein noch ohne parlamentarischen Beschluss entsteht.²⁵⁶

Betrachtet man ein in den Medien viel diskutiertes Austrittsszenario eines Eurozonenmitgliedsstaates, wird die Problematik der in diesem Fall eintretenden Gemeinschaftshaftung noch deutlicher erkennbar. *„Ein finanzieller Nachteil (...) könnte sich in einem Szenario materialisieren, in dem ein Land mit einer TARGET2-Verbindlichkeit den gemeinsamen Währungsraum verlässt und dessen Zentralbank ihre Verbindlichkeit gegenüber der EZB nicht begleicht.“*²⁵⁷ Die Forderung der EZB an die jeweilige Nationalbank würde nach dem Austritt zwar bestehen bleiben; für den Fall, dass jene vollkommen uneinbringlich ist, müsste die EZB diese Forderung mittels einer Wertberichtigung bzw. Abschreibung nach unten korrigieren, wodurch ein bilanzieller Verlust entstehen könnte.²⁵⁸ Überschreitet der bilanzielle Verlust die Höhe des Reservefonds, könnte sich dieser gewinnmindernd auf die anderen Zentralbanken auswirken, da der verbleibende Betrag anhand des eingezahlten Kapitals der Zentralbanken auf diese verteilt wird.²⁵⁹

Die eben erläuterte Vorgehensweise ist selbstverständlich auch für Verluste, welche aus den Ankäufen durch Staatsanleihen im Rahmen der SMP entstehen, gültig.²⁶⁰

²⁵³ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):241

²⁵⁴ Vgl. Europäische Zentralbank (2015)b

²⁵⁵ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):241

²⁵⁶ Vgl. Winkler (2013):682

²⁵⁷ Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):107

²⁵⁸ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):243

²⁵⁹ Vgl. Europäische Zentralbank (2015)b

²⁶⁰ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):107

4.2.2 Sind die Outright-Monetary-Transactions rechts- bzw. mandatswidrig?

Zum besseren Verständnis soll nochmals erwähnt werden, dass im Rahmen der OMT unbegrenzt Staatsanleihen von Mitgliedstaaten der Währungsunion mit einer Laufzeit von bis zu drei Jahren auf dem Sekundärmarkt gekauft werden sollen.²⁶¹ Im Gegensatz zu Ankäufen über den Primärmarkt finden jene auf dem Sekundärmarkt über eine dritte Rechtsperson zum Marktpreis und nicht dem Emissionspreis statt.²⁶²

Durch das vorhergehende Kapitel kann die Frage, ob die OMT im Sinne des Artikels 125 AEUV rechtswidrig sind, bereits beantwortet werden. Die Einwände, welche die OMT betreffen, sind allerdings sehr facettenreich und die Kritiker verwenden verschiedenste Ansätze mit unterschiedlichen Schwerpunksetzungen, um für oder gegen die Rechts- bzw. Mandatswidrigkeit zu argumentieren. Im Folgenden werden die zentralen Herangehensweisen und deren Argumente aufgezeigt und näher erläutert. Diese betreffen den Vergleich der OMT mit einem anderen geldpolitischen Instrument der EZB, die geld- bzw. fiskalpolitischen Komponenten der OMT, das Gutachten, welches im Rahmen des Vorabentscheidungsverfahrens des EuGHs veröffentlicht wurde und dem endgültigen Urteil, welches die Rechtswidrigkeit des Rettungsprogrammes verneint.

4.2.2.1 Der Vergleich mit einem anderen geldpolitischen Instrument der Europäischen Zentralbank

In der Literatur wurde zur Klärung der Rechtsfrage ein Vergleich mit anderen bis dato „zur Sicherung des Transmissionsmechanismus“²⁶³ eingesetzten geldpolitischen Instrumenten forciert. Ob die OMT die rechtlichen Befugnisse der EZB überschreiten, wurde durch den Vergleich mit dem Instrument des Mengentenders beantwortet. Zum besseren Verständnis sei nochmals erwähnt, dass seit 2008 nicht mehr zwischen Zins- und Mengentender unterschieden wird und die EZB den Mengentender mittels Vollzuteilungspolitik²⁶⁴ anbietet.²⁶⁵

Obwohl diese beiden geldpolitischen Maßnahmen auf zwei verschiedenen Märkten, dem Staatsanleihenmarkt und dem Interbanken-Geldmarkt, vollzogen werden, können diese dennoch miteinander verglichen werden. Beide geldpolitischen Maßnahmen wurden eingeführt, weil in den jeweiligen Märkten Unruhen im Sinne von Liquiditätsproblemen auftraten. In beiden Fällen fungiert die EZB als Schnittstelle zwischen dem privaten Markt und den maroden Staaten auf dem Staatsanleihenmarkt bzw. den Krisenbanken auf dem Interbanken-Geldmarkt. Der wesentlichste Unter-

²⁶¹ Vgl. Winkler (2013):678

²⁶² Vgl. Schorkopf (2013):13f

²⁶³ Winkler (2013):679

²⁶⁴ Für genauere Erläuterungen siehe Kapitel 3.1. Die geldpolitischen Instrumente der Europäischen Zentralbank

²⁶⁵ Vgl. Winkler (2013):680

schied zwischen den Instrumenten ist, dass der Mengentender mit Vollzuteilungspolitik besichert werden muss, wohingegen die OMT nicht besichert werden müssen.²⁶⁶ Jedoch wurde mit zunehmendem Verlauf der Finanzkrise einerseits der Katalog der Sicherheiten erweitert bzw. teilweise für die GIIPS-Staaten sogar ausgesetzt²⁶⁷ und andererseits fragten nur jene Zentralbanken bei der EZB um Liquidität nach, deren Sicherheiten von sehr geringer Qualität waren. Diesbezüglich stellt das Faktum der Besicherung kein Hindernis für den Vergleich der beiden Maßnahmen dar. Die Laufzeit der Maßnahmen ist ähnlich gestaltet. Diese beläuft sich auf rund ein bis drei Jahre. Fakt ist, dass durch die Ähnlichkeit sowie die Vergleichbarkeit der beiden Rettungsprogramme, nicht nur die OMT sondern auch die Vollzuteilungspolitik als eine LoLR-Maßnahme der EZB einzustufen ist. In beiden Fällen übernimmt die EZB in ihrer Rolle als Gläubigerin der letzten Instanz die Liquiditätsbereitstellung.²⁶⁸ Das Argument, dass die EZB ihr geldpolitisches Mandat somit in der letzten Zeit, insbesondere mit der Beschlussfassung der OMT, stärker ausreizt, kann daher widerlegt werden. Sie vollzieht solche Maßnahmen bereits seit 2008/2009. Aufgrund dessen folgt daraus, dass *„entweder die Lender-of-Last-Resort-Logik abgelehnt [wird], dann ist sowohl die Vollzuteilungspolitik als auch das OMT-Programm mandatswidrig. Oder die Lender-of-Last-Resort-Rolle der Zentralbank wird als Teil der Geldpolitik angesehen; dann sind sowohl Vollzuteilungspolitik als auch OMT-Programm mandatskonform.“*²⁶⁹ Die Vollzuteilungspolitik und die OMT unterschiedlich zu behandeln, wäre ein inkonsistentes Vorgehen.²⁷⁰

4.2.2.2 Die Grauzone: Zwischen Geld- und Fiskalpolitik

Die EZB bewegt sich mit den OMT in einem Bereich, in welchem sich die Kompetenzzuteilung nicht mehr eindeutig erkennen lässt. In der Literatur findet man zahlreiche Pro- und Kontraargumente für die Positionierung des Rettungsprogrammes als geldpolitisches Instrument.

Kritiker sind der Auffassung, dass das OMT-Programm *„nicht der Sicherung des geldpolitischen Transmissionsprozesses, sondern der monetären Staatsfinanzierung dient.“*²⁷¹ Relevant für die Argumentation ist das Faktum, dass die EZB die Staatsanleihen gezielt, d.h. bevorzugt von einzelnen finanziell schlechter gestellten Mitgliedsstaaten und nicht von allen Staaten der Eurozone, kauft. Die EZB greife direkt in das Marktgefüge und den herrschenden Wettbewerb ein. Der Staat, von welchem die Schuldtitel angekauft werden, würde profitieren. Denn der Ankauf der Staatsanleihen über den Sekundärmarkt bedeutet eine zusätzliche Nachfrage, welche zu einem höheren Preis

²⁶⁶ Vgl. Winkler (2013):680ff

²⁶⁷ Vgl. Berg/ Carstensen (2012):80

²⁶⁸ Vgl. Winkler (2013):680ff

²⁶⁹ Winkler (2013):684

²⁷⁰ Vgl. Winkler (2013):684

²⁷¹ Winkler (2013):679

aber auch zugleich niedrigen Zinsrenditen führt.²⁷² Nach diesem Eingriff spiegeln die Renditen der Staatsanleihen nicht mehr die adäquate Marktsituation des Landes wider.²⁷³ Zum einen sind hohe Renditen eine Indikator für die schlechte Wettbewerbsfähigkeit des Staates und zum anderen reflektieren sie die Austrittsbefürchtungen eines Staates aus der Eurozone.²⁷⁴ „*Renditedifferenzen bei Staatsanleihen [sind] als Spiegelbild unterschiedlicher Risiko-, Qualitäts- und Liquiditätsunterschiede*“²⁷⁵ der Staaten zu sehen. Mittels der EZB-Eingriffe werden diese Unterschiede verzerrt.

Der Eingriff hat ebenso Auswirkungen auf den Primärmarkt, über welchen sich der Staat ansonsten mittels Kredite finanziert. Die dabei entstehenden Finanzierungskosten würden ebenfalls zu sinken beginnen. Aufgrund dessen vergrößert sich der Spielraum bei der Gestaltung des Haushaltsbudgets eines Staates und die EZB agiert demzufolge eher fiskal- als geldpolitisch.²⁷⁶ Wobei nicht nur die Senkung der Finanzierungskosten, sondern auch das Aufrechterhalten des Kapitalmarktzuganges einerseits für den Staat selbst, andererseits auch für ansässige Finanzinstitute als fiskalpolitisches Agieren angesehen wird.²⁷⁷ Nur für den Fall, dass die OMT auf die ganze Eurozone angewendet werden, könnte man diese als geldpolitisches Instrument anerkennen. Denn Geldpolitik hat einen allumfassenden und keinen punktuellen bzw. staatspezifischen Charakter aufzuweisen.²⁷⁸ Aufgrund der Bindung an den ESM bzw. die EFSF zielt das OMT-Rettungsprogramm nur auf jene Staaten ab, welche bereits mit Solvenzproblemen konfrontiert sind.²⁷⁹ „*Da sie [die EZB] die betroffenen Staaten (...) zu Haushaltsdisziplin und Strukturreformen drängt, ist sie zunehmend zu einem direkten Beteiligten geworden, wenn es um die Bewältigung von Staatsschuldenproblemen geht.*“²⁸⁰ Demzufolge sind die OMT eher fiskal- als geldpolitisch orientiert.²⁸¹

Laut den Befürwortern sind diese fiskalpolitischen Wirkungen als Nebenwirkungen der Geldpolitik anzusehen.²⁸² „*Geldpolitische Entscheidungen haben fiskalpolitische Konsequenzen. Wenn die EZB den Zins ändert, so ändern sich die Kosten der Staatsfinanzierung.*“²⁸³ Um geldpolitisch wirksam tätig sein zu können, muss ein solides und stabiles Finanzumfeld gegeben sein. In diesem Kontext der Betrachtung sind die OMT als eine Art „Wegbereiter“ für die weiteren geldpolitischen Maß-

²⁷² Vgl. Konrad (2013):435f

²⁷³ Vgl. Winkler (2013):679

²⁷⁴ Vgl. Uhlig (2013):443

²⁷⁵ Heinrich (2014):597

²⁷⁶ Vgl. Konrad (2013):435f

²⁷⁷ Vgl. Fuest (2013):440f; ebenso Winkler (2013):679

²⁷⁸ Vgl. Heinrich (2014):597

²⁷⁹ Vgl. Fratzscher (2013):447

²⁸⁰ Berg/ Carstensen (2012):81

²⁸¹ Vgl. Winkler (2013):679

²⁸² Vgl. Fuest (2013):440

²⁸³ Uhlig (2013):443

nahmen der EZB anzuerkennen.²⁸⁴ Obendrein ist der Staatsanleihenmarkt ebenso ein Teil der Geld- bzw. Finanzmärkte und elementar für das Bestehen des Transmissionsmechanismus. Geldpolitisch wäre ein Eingriff in diesen Teilmarkt gerechtfertigt.²⁸⁵ Dem Argument wird entgegengehalten, dass es nicht die Aufgabe der Geldpolitik sei, die Bedingungen für das Funktionieren des Transmissionsmechanismus herzustellen.²⁸⁶

Durch die Koppelung der OMT an ein Reformprogramm, welches durch den ESM verfolgt wird, stellt sich weiters die Frage der Notwendigkeit der Kooperation als auch der Kompetenzabgrenzung. Die Frage der Kooperation lässt sich einfach beantworten, da selbst Kritiker der Ansicht sind, dass Reformmaßnahmen ein Muss für die langfristige Stabilität der Finanzmärkte darstellen und unumgänglich sind. Bei der Beantwortung der Kompetenzabgrenzungsfrage findet man zunehmend die Argumentation, dass die Überwachungsfunktion der EZB, welche sie im Rahmen der Troika ausübt, hinderlich für die glaubwürdige und transparente Handlungsweise der EZB sei.²⁸⁷

In der Literatur argumentieren die Kritiker auch mit den Fehlanreizen, welche das OMT-Rettungsprogramm im Gesamten vermittelt, gegen die Durchführung von zukünftigen Transaktionen. Mithilfe dieses Ankaufprogrammes erlangt die EZB den Status der Gläubigerin der letzten Instanz und übernimmt die Rolle der allzeit bereiten Kapitalgeberin. Sie vermittele „permanente Sicherheit“. Die Gefahr einer potentiellen Zahlungsunfähigkeit steht nicht mehr im Raum.²⁸⁸ Dies ist ein falscher Anreiz. Staaten, *„Banken und Firmen sollen ihre (...) Misserfolge selbst verantworten.“*²⁸⁹

In der Bilanz der EZB würden sich zunehmend Risiken, durch die Ankäufe der Schuldtitel aus den finanziell schwächeren Eurozonenstaaten, häufen.²⁹⁰ Eine Haftungsgemeinschaft, welche Verteilungseffekte impliziert, wäre das Resultat.²⁹¹ Die Steuerzahler der an der EZB beteiligten Staaten sind in letzter Konsequenz die Leidtragenden. Die durch das Programm arrangierte Umverteilung der Risiken wird ebenfalls zu einem Kennzeichen der fiskalpolitischen Natur dieses Vorhabens.²⁹² Zudem ist die Allokations- bzw. Umverteilungsfunktion nicht legitimiert. Weder im AEUV noch der Satzung der EZB findet sich eine rechtliche Grundlage²⁹³ und die EZB ist keiner übergeordneten

²⁸⁴ Vgl. Fuest (2013):440

²⁸⁵ Vgl. Winkler (2013):678f

²⁸⁶ Vgl. Fuest (2013):440

²⁸⁷ Vgl. Fratzscher (2013):450

²⁸⁸ Vgl. Heinrich (2014):598; ebenso Schmidt (2014):679

²⁸⁹ Uhlig (2013):444

²⁹⁰ Vgl. Fratzscher (2013):449

²⁹¹ Vgl. Heinrich (2014):598

²⁹² Vgl. Winkler (2013):679

²⁹³ Vgl. Konrad (2013):436

Instanz berichtspflichtig bzw. wird kontrolliert.²⁹⁴ Weiters wird die Haftungsübernahme nicht limitiert, da im Rahmen der OMT keine Höchstgrenze für den Ankauf von Staatsanleihen vorgesehen ist.²⁹⁵ Diesbezüglich findet man in der Literatur das Argument, dass die Ankäufe durch die Beschränkung der Laufzeit der Staatsanleihen – auf maximal drei Jahre – begrenzt werden.²⁹⁶

Generell kann dem OMT-Rettungsprogramm zu Gute gehalten werden, dass bereits die Ankündigung dieses Programms Wirkung zeigte und diese über einen längeren Zeitraum hinweg anhielt, wodurch sich die Lage auf den Finanzmärkten deutlich besserte. Das vorhergehende SMP erreichte diese Wirkung nicht. Der entscheidende Faktor für diese Entwicklung ist durch die Konditionalität der OMT bedingt.²⁹⁷

4.2.2.3 *Das Vorabentscheidungsverfahren des Gerichtshofes der Europäischen Union*

Bereits seit 2013 steht die EZB aufgrund der Zweifelhaftigkeit der Rechts- bzw. Mandatsbefugnisse betreffend den unbegrenzten Ankäufen von Staatsanleihen im Rahmen der OMT vor Gericht.²⁹⁸ Die Beschwerde bezüglich der Verfassungswidrigkeit der OMT wurde von einer diversifizierten Konstellation aus Klägern, unter anderem bestehend aus Universitätsprofessoren, Journalisten, Politikern sowie Nichtregierungsorganisationen, beim Bundesverfassungsgericht Deutschland eingebracht. Zur Klärung dieses Rechtsstreites wurde die Angelegenheit mittels eines Vorabentscheidungsersuchens an den Gerichtshof der Europäischen Union (EuGH) übertragen (Rechtssache C-62/14). Bearbeitet wurde einerseits die Frage der Intention der OMT, sprich ob jene eine fiskal- oder geldpolitische Maßnahme darstellen und andererseits die Frage der Vereinbarkeit der Kompetenzen der EZB mit dem Verbot der Haushaltsfinanzierung, welches durch Artikel 123 AEUV Ausdruck verliehen wird. Zu dem Zeitpunkt des Vorabentscheidungsverfahrens war der formale Beschluss der OMT noch ausständig. Aufgrund dessen wurden die Kriterien, welche bei der Ankündigung des Programmes kommuniziert wurden, der Prüfung unterzogen.²⁹⁹

Im Jänner 2015 wurden von Pedro Cruz Villalón, dem beauftragten spanischen Generalanwalt in dieser Rechtsangelegenheit, die Ergebnisse des vorläufigen Gutachtens an die Öffentlichkeit kommuniziert. Dieser knüpft an die Vereinbarkeit der OMT mit der Mandatsbefugnis der EZB die Erfüllung bestimmter Bedingungen. Villalón ist der Auffassung, dass die EZB zur Umsetzung der Geldpolitik bzw. zur Konzipierung der einzelnen Maßnahmen über ausreichend Fachwissen verfüge und

²⁹⁴ Heinrich (2014):597

²⁹⁵ Vgl. Winkler (2013):679

²⁹⁶ Vgl. Fratzscher (2013):447

²⁹⁷ Vgl. Fratzscher (2013):448f

²⁹⁸ Vgl. Winkler (2013):678

²⁹⁹ Vgl. EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

deshalb die EZB als Institution ausschließlich zur Durchführung berechtigt ist.³⁰⁰ Um „mit vorhandenen Erwartungen der Marktteilnehmer so umzugehen, dass die geldpolitischen Impulse tatsächlich die Wirtschaft erreichen“,³⁰¹ muss der Ermessensspielraum der EZB weiter gefasst sein. Da das Programm im Vergleich zu anderen durchgeführten Maßnahmen eher unkonventionell ist, müssen sowohl die Regelungen des AEUV als auch der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz beachtet werden.³⁰²

Betreffend der Ausgestaltung der OMT als geld- oder fiskalpolitische Maßnahme, entschied sich der Generalanwalt für die Einstufung dieser als Instrument der Geldpolitik.³⁰³ Denn „mittelbar werde mit dem OMT-Programm das Ziel verfolgt, der EZB wieder einen wirkungsvollen Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente zu ermöglichen“,³⁰⁴ wodurch die Eingliederung in die Währungspolitik als angemessen erscheint. Dies bedeutet, dass die EZB diese Maßnahme mit dem Gedanken der Wiedererlangung eines bestimmten Ausmaßes einer „finanziellen Normalität“ auf den Finanzmärkten verfolgt. Und für diesen Zweck ist das Ankaufsprogramm als angemessen anzuerkennen. Dennoch ist die Kommunikation der Gründe für diese Vorgehensweise nach der Ansicht von Vilalón nicht ausreichend vorhanden bzw. differenziert genug. Eine klarere und transparentere Kommunikation der Gründe für die Anwendung der OMT wäre notwendig.³⁰⁵ Zudem ist es unumgänglich, dass sich die „EZB im Fall einer Anwendung des OMT-Programms, damit dieses seinen Charakter als eine währungspolitische Maßnahme wahrt, jeder direkten Beteiligung an dem für den betroffenen Staat geltenden Finanzhilfeprogramm enthalten“³⁰⁶ muss. Konkret würde dies bedeuten, dass die EZB aus dem Bündnis der Troika, welche sie gemeinsam mit dem IWF als auch der Europäischen Kommission zur Überwachung der fiskalpolitischen Reformprogramme der Staaten bildet, ausscheiden müsste.³⁰⁷

Bezüglich der Frage der Haushaltsfinanzierung durch den Erwerb von Schuldtiteln, wurde im Rahmen des Gutachtens festgelegt, dass die Ankäufe am Sekundärmarkt – Ankäufe werden ausschließlich über diesen Markt toleriert – mit ausreichend Sicherheiten hinterlegt werden müssen. Durch die Hinterlegung dieser ist keine direkte Haushaltsfinanzierung mehr gegeben. Dabei hat die EZB mit besonderer Vorsicht vorzugehen und zu beachten, dass die Ankäufe auf dem Primärmarkt von jenen auf dem Sekundärmarkt klar abgegrenzt werden. Relevante Merkmale stellen der Preis der Staatsanleihen auf den Märkten als auch die verstrichene Zeit nach der Emission dar. Dies bedeutet, dass nach der Emission der Staatsanleihen ausreichend Zeit vergehen muss, sodass sich ein

³⁰⁰ Vgl. EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

³⁰¹ EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

³⁰² Vgl. EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

³⁰³ Vgl. EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

³⁰⁴ EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

³⁰⁵ Vgl. EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

³⁰⁶ EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

³⁰⁷ Vgl. Wirtschaftsblatt (2015)a

den finanziellen Umständen angemessener Marktpreis am Sekundärmarkt bilden kann.³⁰⁸ Ein sofortiger Erwerb über den „*Sekundärmarkt nur Sekunden nach der Emission einer Staatsanleihe auf dem Primärmarkt [würde] die Grenze zwischen beiden Märkten verwischen.*“³⁰⁹

Unter Beachtung der eben angeführten Bedingungen bzw. Konditionen sieht der Generalanwalt Pedro Cruz Villalón keine Bedenken betreffend der Mandats- bzw. Rechtswidrigkeit der OMT. Obwohl das Gutachten des Generalanwaltes grundsätzlich nicht bindend für die Richter des EuGHs ist, wurde dennoch erwartet, dass das endgültige Urteil diesem sehr ähneln wird.³¹⁰

4.2.2.4 *Das endgültige Urteil des Gerichtshofes der Europäischen Union*

Mitte Juni 2015 wurde das endgültige Urteil bezüglich der rechtlichen Beschaffenheit der OMT (Rechtssache C-62/14) publiziert. Nach der Auffassung der Richter des EuGHs ist die EZB zur Beschlussfassung eines Ankaufsprogrammes, wie dem OMT-Programm, berechtigt. Die rechtliche Grundlage stellt hierbei das Unionsrecht dar, welches die EZB als die zuständige und zugleich ausschließliche Instanz für die Aus- bzw. Durchführung von währungspolitischen Maßnahmen im Euro-Währungsgebiet berechtigt.³¹¹

Das OMT-Programm selbst, ist als eine geldpolitische Maßnahme zu klassifizieren, da es darauf ausgerichtet war, der Beeinträchtigung der Preisstabilität – dem obersten geldpolitischen Ziel der EZB – entgegenzuwirken. Zum Zeitpunkt der Ankündigung, im Jahr 2012, wurden die unterschiedlich hohen Renditeaufschläge auf die Staatsanleihen einzelner Staaten als Störung des Transmissionsmechanismus klassifiziert. Mit der bloßen Ankündigung der OMT konnte eine Störung abgewehrt und Preisstabilität auf den Finanzmärkten gewährleistet werden. Demzufolge entsprechen die OMT auch dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit, da diese adäquat für die Zielerreichung waren und darüber hinaus die Aktivitäten der unterschiedlichen Finanzmarktakteure nicht tangierten.³¹²

Bezüglich des vorgebrachten Arguments des fiskalpolitischen Charakters der OMT argumentieren die Richter, dass eine geldpolitische Maßnahme nicht als fiskalpolitische charakterisiert werden kann, nur weil diese „*mittelbare Auswirkungen auf die Erreichung bestimmter wirtschaftspoliti-*

³⁰⁸ Vgl. EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

³⁰⁹ EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

³¹⁰ Vgl. Wirtschaftsblatt (2015)b

³¹¹ Vgl. EuGH (2015)b: Pressemitteilung Nr.70/15

³¹² Vgl. EuGH (2015)b: Pressemitteilung Nr.70/15

*scher Ziele haben kann.*³¹³ Obendrein haben Ankäufe von Staatsanleihen gemäß dem Unionsrecht explizit geldpolitischen Charakter.³¹⁴

Bei der Auslegungsfrage betreffend des Verbots der monetären Haushaltsfinanzierung orientieren sich die Richter an dem Gutachten des Vorabentscheidungsverfahrens. Die EZB sei dazu rechtlich befugt Staatsanleihen über den Sekundärmarkt zu kaufen; Ankäufe über den Primärmarkt seien strikt untersagt. Dabei muss eine zeitliche Mindestfrist zwischen der Emission sowie dem Ankauf der Schuldtitel eingehalten werden, sodass sich ein dem Risiko angemessener Marktpreis bilden kann. Sofern die Hinterlegung der Ankäufe mit ausreichend Garantien bzw. Sicherheiten erfolgt, ist die Gefahr einer direkten Haushaltsfinanzierung nicht mehr gegeben. Zudem argumentierten die Vertreter der EZB vor dem EuGH, dass diese nicht beabsichtigten die Ankäufe im Vorhinein publik zu machen,³¹⁵ wodurch gemäß den Richtern des EuGHs weiterhin der *„Anreiz zur Verfolgung einer gesunden Haushaltspolitik“*³¹⁶ für die Mitgliedsstaaten der Eurozone gegeben war bzw. ist.

Wider Erwarten wurde die Frage bezüglich der politischen Verwobenheit der EZB – erstens durch die Umsetzung des OMT-Programmes und zweitens durch die Tätigkeit als Überwachungsorgan im Rahmen der Troika – im Urteil nicht aufgegriffen.³¹⁷ In diesem Punkt unterscheidet es sich deutlich zum Gutachten des Vorabentscheidungsverfahrens. Während der Generalanwalt das Ausscheiden der EZB aus der Troika als eine notwendige Voraussetzung für die Klassifizierung des Rettungsprogrammes als rechtskonform ansieht,³¹⁸ sehen die Richter des EuGHs hier keinen Thematisierungsbedarf und bestätigen die Rechtskonformität der OMT, ohne jegliche Änderungen des Status Quo anzustreben.³¹⁹ Diese doppelte Einbindung bietet jedoch Grundlage für Kritik betreffend einer intransparenten und eigennützigen Handlungsweise der EZB.³²⁰

³¹³ EuGH (2015)b: Pressemitteilung Nr.70/15

³¹⁴ Vgl. EuGH (2015)b: Pressemitteilung Nr.70/15

³¹⁵ Vgl. EuGH (2015)b: Pressemitteilung Nr.70/15

³¹⁶ EuGH (2015)b: Pressemitteilung Nr.70/15

³¹⁷ Vgl. EuGH (2015)b: Pressemitteilung Nr.70/15

³¹⁸ Vgl. EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

³¹⁹ Vgl. EuGH (2015)b: Pressemitteilung Nr.70/15

³²⁰ Vgl. Fratzscher (2013):450

5 Agiert die Europäische Zentralbank glaubwürdig und transparent? Bzw. ist ihre Unabhängigkeit gefährdet?

Neben den durchgeführten bzw. geplanten Rettungsmaßnahmen wird des Öfteren die Glaubwürdigkeit, bedingt durch die mangelnde Umsetzung der Transparenz in den unterschiedlichen Dimensionen des Entscheidungs- bzw. Kommunikationsprozesses, als auch die (politische) Unabhängigkeit der EZB in Frage gestellt.³²¹ Als Beispiel für die politische Verwobenheit der EZB ist die Ausübung der Überwachungsfunktion im Rahmen der Troika zu nennen, welche in den vorhergehenden Abschnitten aufgezeigt wurde. Im Folgenden werden die Konzepte der Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit nacheinander betrachtet.

*„Glaubwürdigkeit bedeutet, dass Marktteilnehmer und andere Akteure überzeugt sind, dass die Zentralbank in der Lage ist, ein gegebenes Ziel zu erreichen, und dafür sowohl die notwendigen Instrumente zur Verfügung hat als auch die Fähigkeit besitzt, diese effektiv und zielgerichtet einzusetzen.“*³²² Demzufolge ist für ein glaubwürdiges Agieren der Zentralbank Konsistenz als auch Transparenz in der Handlungs- und Vorgehensweise von Bedeutung. Transparenz ist für die Signalwirkung an die Finanzmarktteilnehmer relevant. Wenn die Akteure ein konsistentes Vorgehen in der Maßnahmensetzung und der verfolgten Geldpolitik erkennen können, passen sie ihr Anlage- bzw. Investitionsverhalten an die Erwartungen an und dieses wird prognostizierbar. Demzufolge hat das Vertrauen in die EZB und ihre Geldpolitik eine stabilitätsfördernde Wirkung auf die Finanzmärkte. Inkonsistentes Vorgehen führt zu unsicheren Impulsen sowie Misstrauen betreffend der Angemessenheit der Maßnahmen und des Inkrafttretens neuer geldpolitischer Instrumente. Die dadurch geförderte negative Erwartungshaltung der Akteure spiegelt sich auch in diesem Fall im Anlage- bzw. Investitionsverhalten wider und die stabilitätsmindernden Auswirkungen sind auf den Finanzmärkten spürbar.³²³

Bereits durch den Ankauf der Staatsanleihen von finanziell schlechter gestellten Staaten im Rahmen des SMP und später durch die Ankündigung der OMT wurde an dem Konzept der Glaubwürdigkeit und an der konsistenten Verfolgung von geldpolitischen Zielen gerüttelt. Es entstand Misstrauen und Unsicherheit bei den Marktteilnehmern bezogen auf die Angemessenheit der geldpolitischen Strategie der EZB. Wie bereits ausführlich erläutert, rückte nach der Auffassung von Kritikern mit diesem Ankaufsprogramm der Gedanke der monetären Staats- bzw. Haushaltsfinanzierung in den Mittelpunkt der Betrachtung und diese Vorgehensweise würde nichts mit der Zielge-

³²¹ Vgl. Lamla/ Sturm (2012):85; ebenso Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):329f

³²² Fratzscher (2013):446f

³²³ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):329f

staltung der Preisstabilität gemein haben.³²⁴ Betreffend der Durchführung der OMT wurde im Zuge des Vorabentscheidungsverfahrens vom Generalanwalt des EuGHs ebenfalls ein Transparenzproblem hinsichtlich der Kommunikation der Gründe für das Inkrafttreten dieses Rettungsprogrammes vorgebracht.³²⁵

Bezüglich der Meinungsbildung der von der EZB verfolgten Geldpolitik ist die Gruppe der „ECB-Watcher“ von Relevanz. Diese Gruppe besteht aus Ökonomen, die als Journalisten des Fachbereiches (Finanz-)Wirtschaft angestellt sind.³²⁶ „Sie beobachten und kommentieren die europäische Geldpolitik“³²⁷ und erstellen Berichte, Analysen und Kommentare betreffend der Vorgehensweise. Sie versuchen Prognosen über die Entwicklung der Eurozone abzugeben. Aufgrund des unterschiedlichen Backgrounds der einzelnen „ECB-Watcher“ ist es nicht verwunderlich, dass stark divergierende Aussagen gegeben sind und das Meinungsspektrum auseinanderklafft.³²⁸

Der Kritik an der angeblich intransparenten Politik der EZB ist die vergangene Finanzmarktentwicklung entgegenzuhalten. Obwohl die OMT möglicherweise nicht für die Zielerreichung der Preisstabilität notwendig sind und fiskalpolitische Charakterzüge aufweisen, haben sie dennoch für längerfristige Beruhigung auf den Finanzmärkten gesorgt.³²⁹ Der entscheidende Faktor für diese Entwicklung wird in der Konditionalität dieses Rettungsprogrammes gesehen.³³⁰ Dennoch könnte man den Grund auch auf die drei berühmten Worte des EZB-Präsidenten Mario Draghi „*Whatever it takes*“³³¹ zurückführen. Die Intention des Vorhabens wurde klar und deutlich kommuniziert und beeinflusste die Anlege- und Investitionsentscheidungen der Akteure auf den Finanzmärkten.³³²

Aufgrund dessen ist die transparente Gestaltung der Kommunikation nicht zu unterschätzen. Erstens kann die offene Darlegung der geldpolitischen Entscheidungen die Wirksamkeit der Maßnahmen verstärken. Wenn die Marktteilnehmer wissen, welche Maßnahmen für welchen Zeitraum gesetzt werden bzw. welche Entwicklungen zu erwarten sind, können sie ihre Investitionsentscheidungen daran orientieren. Zweitens ist die EZB auf Grund ihrer Unabhängigkeit der Öffentlichkeit zur Rechenschaft verpflichtet, da sie von keiner übergeordneten Instanz beeinflusst werden kann. Weder nationale Institutionen noch die Regierungen der Mitgliedsländer stehen der

³²⁴ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):330; sowie für ausführliche Erläuterungen betreffend Kritik an den Ankaufsprogrammen einerseits *Kapitel 4.1.3. Artikel 125 AEUV – Verbot der Gemeinschaftshaftung* sowie *Kapitel 4.2.2.2 Die Grauzone: Zwischen Geld- und Fiskalpolitik*

³²⁵ Vgl. EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

³²⁶ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):331

³²⁷ Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):331

³²⁸ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):331

³²⁹ Vgl. Schmidt (2014):677

³³⁰ Vgl. Fratzscher (2013):448f

³³¹ Draghi (2012)

³³² Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):329

EZB als eine Art Gegenmacht gegenüber. Sie ist an niemanden berichtspflichtig. Die optimale Transparenz ist aber nicht mit der maximalen Transparenz gleichzusetzen.³³³ Die Nachfrage an Informationen ist grundsätzlich unlimitiert. Die unlimitierte Ausgabe von Informationen kann allerdings zu ungewollten negativen Unruhen auf den Finanzmärkten führen.³³⁴ „*If the information is (...) too uncertain, and if the risk is high that the public might be distracted, it might be better to restrict communication.*“³³⁵ Das Transparenzniveau sollte daher von dem jeweiligen Inhalt und der Konkretheit der vermittelten Daten abhängig gemacht werden.³³⁶ Die Gefahr der selbsterfüllenden Prophezeiungen bei der Erhöhung der Transparenz darf nicht außer Acht gelassen werden. Oftmals führt die Veröffentlichung von Prognosen zum Eintritt der prophezeiten Entwicklung(en), da die Akteure ein dementsprechendes Verhalten an den Tag legen.³³⁷

Die Dimensionen, auf welche der Transparenzgrundsatz angewendet werden sollte, sind folgende: Die politische, ökonomische, operationale und prozedurale Dimension sowie die Entscheidungsebene. Die politische Dimension bezieht sich auf die klare Kommunikation der Ziele der EZB.³³⁸ „*Ökonomische Transparenz erreicht die EZB durch die Veröffentlichung der für ihre Entscheidung relevanten Daten.*“³³⁹ Die öffentliche Bekanntgabe von Fehlentscheidungen und Störungen sollte in der operationalen Transparenzdimension forciert werden. Während die zeitnahe Veröffentlichung der Entscheidungen nach den Sitzungen des EZB-Rates unter die Kategorie Entscheidungstransparenz fällt, wird die Veröffentlichungspraxis der Abstimmungsergebnisse, welche bis dato uneinheitlich vollzogen wurde, der prozeduralen Transparenz zugeordnet. Momentan haben die Mitglieder des EZB-Rates Entscheidungsfreiheit darüber, ob sie die Ergebnisse der Ratssitzungen veröffentlichen möchten oder nicht. Bei einer Veröffentlichung würde zwar einerseits der bürokratische Aufwand steigen, andererseits könnten die Mitglieder zur Begründung ihrer Entscheidungen verpflichtet werden. Es könnte dargelegt werden, ob die EZB-Ratsmitglieder einstimmig abgestimmt haben³⁴⁰ „*oder ob es unterschiedliche Auffassungen gab*“.³⁴¹ Der Publikation der Abstimmungsergebnisse der einzelnen EZB-Ratsmitglieder wird entgegengehalten, dass diese für zukünftige Entscheidungsfindungen zu Spekulationszwecken genutzt werden könnten. Erkennbare Tendenzen im Abstimmungsverhalten würden die Grundlage zur Einflussnahme auf die EZB-Ratsmitglieder bieten. Die Veröffentlichung der Abstimmungsergebnisse ohne den jeweiligen Namen der EZB-Ratsmitglieder wird in der Literatur kontrovers diskutiert. Einerseits wird dies als

³³³ Vgl. Weber (2012):827

³³⁴ Vgl. Issing (2014):72

³³⁵ Issing (2014):72

³³⁶ Vgl. Issing (2014):72

³³⁷ Vgl. Weber (2012):830

³³⁸ Vgl. Weber (2012):828

³³⁹ Weber (2012):828

³⁴⁰ Vgl. Weber (2012):828f; ebenso Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):337

³⁴¹ Weber (2012):829

unzureichender Ansatz bezeichnet,³⁴² andererseits sieht man darin Wettbewerbselemente, die zur Vereinheitlichung von Entscheidungen führen könnten.³⁴³

Dennoch bringt die Aussage Draghis Risiken mit sich, welche die Unabhängigkeit der EZB gefährden könnten. Ein Risiko, welches besonders im Vordergrund steht, ist jenes der Erpressbarkeit bedingt durch die verstrickten Tätigkeiten der EZB.³⁴⁴ Durch die Verknüpfung der OMT mit einem durch die EFSF bzw. den ESM bedingten Reformprogramm vereinen diese sowohl geld- als auch fiskalpolitische Komponenten. Aufgrund der Einbindung der EZB in beide Bereiche – erstens durch die Durchführung der OMT und zweitens durch die Position des Überwachungsorgans im Rahmen der Troika – entsteht ein Vakuum für Interessenskonflikte, die die EZB „angreifbar“ machen.³⁴⁵ Die Konflikte sind durch die Tatsache bedingt, dass *„die EZB sowohl ein Eigeninteresse daran hat, dieses Programm erfolgreich zu gestalten, als auch gleichzeitig die Verantwortung trägt, finanzielle Risiken in ihrer Bilanz zu begrenzen.“*³⁴⁶ In diesem Faktum wird großes Potential für die Schädigung der Glaubwürdigkeit gesehen.³⁴⁷ *„From this perspective, (...) transparency seems to be a necessary counterpart of independence.“*³⁴⁸ Somit ist eine transparente Vorgehensweise durch die Verknüpfung dieser beiden Rollen unumgänglich. Eine Möglichkeit, diesen „Krisenherd“ mit seinen Interessenkonflikten abzumildern, liegt in dem Ausstieg der EZB aus der Troika. Dieser Schritt wurde bereits vom Generalanwalt des EuGHs im Zuge des Vorabentscheidungsverfahrens aufgezeigt.³⁴⁹

Einen weiteren Bruch im Bereich des glaubwürdigen Agierens der EZB sehen einige Kritiker durch die zu lasche Einhaltung von gesetzlichen Vorschriften und Vorgaben, wie beispielsweise jene des Artikels 126 AEUV.³⁵⁰ Artikel 126 AUEV behandelt die Vorgehensweise bei dem Aufkommen eines zu hohen Budgetdefizits.³⁵¹ Der durchschnittliche Grenzwert von rund 3% wurde genauso oft wie die eigentlichen Folgen und Sanktionen, welche durch die Nichteinhaltung dieser Grenze entstehen, missachtet. Ein potentiell Verfahren gegen den jeweiligen Staat kann mittels eines Haushaltsplanes, welcher die vorgegebene Defizitquote prognostiziert, umgangen werden. Zudem besteht bei der Berechnung dieser Quote auf nationalstaatlicher Ebene Spielraum, vor allem dann, wenn gemäß der nationalstaatlichen Budgetierungsregelungen gewisse Finanzierungsinstrumente in die Berechnung nicht miteinbezogen werden müssen.³⁵² *„Die nationale Gesetzgebung und die*

³⁴² Vgl. Issing (2014):72

³⁴³ Vgl. Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):337

³⁴⁴ Vgl. Fuest (2013):442

³⁴⁵ Vgl. Fratzscher (2013):450

³⁴⁶ Fratzscher (2013):450

³⁴⁷ Vgl. Fratzscher (2013):450

³⁴⁸ Issing (2014):72

³⁴⁹ Vgl. EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

³⁵⁰ Vgl. Konrad (2013):431

³⁵¹ Artikel 126 AEUV

³⁵² Vgl. Konrad (2013):431f

*Verwaltungen verfügen über Möglichkeiten, mit denen sie verdeckt Schulden aufnehmen können.*³⁵³ Generell können die Gesetze und Regelungen im internationalen Kontext als weich, leicht umgehbar bzw. verhandelbar angesehen werden. Sie sind mitunter dafür verantwortlich, dass bestimmte Korrekturwirkungen, welche diese eigentlich hervorbringen sollen, nicht erreicht werden.³⁵⁴

³⁵³ Konrad (2013):433

³⁵⁴ Vgl. Konrad (2013):433

6 Exkurs: Das Fallbeispiel Griechenland – Konsequenzen eines potentiellen „Grexit“?

Wie lasch die eben erläuterte Verfolgung von Sanktionen bei einer Überschreitung der Budgetdefizitquote ist, lässt sich anhand des Fallbeispiels Griechenland erkennen. Bereits 2007 überschritt Griechenland mit einer Defizitquote von 5,1% die 3%-Marke um zwei Drittel der vorgesehenen Prozentpunkte.³⁵⁵ Erst als im Jahr 2009 die Budgetdefizitquote weiter stieg und der prognostizierte Wert auf 12,7% revidiert werden musste,³⁵⁶ wurde ein Verfahren betreffend dieser Überschreitung aufgenommen, welches eigentlich zu Spar- bzw. Reformbestrebungen führen sollte.³⁵⁷ Daraufhin wurden zum ersten Mal die griechischen Staatsanleihen auf ein BBB+ Rating abgewertet. Als 2010 die Europäische Kommission Griechenland der Manipulation der Daten für die Berechnung der Budgetdefizitquote beschuldigte, begann der bereits durch die Insolvenz der Lehman Brothers unruhige Staatsanleihenmarkt aufgrund dieser Fakten und den prognostizierten negativen Wirtschaftsaussichten für Griechenland zu reagieren. Die Risikoprämien begannen zu steigen.³⁵⁸

Im April 2010 bat Griechenland – als erster Staat des Eurowährungsgebietes – um finanzielle Unterstützung für die „Bekämpfung“ seiner Finanzprobleme.³⁵⁹ Gewährt wurde ein Kreditvolumen in der Höhe von 110 Mrd. Euro. 80 Mrd. Euro wurden durch bilaterale Kreditverträge mit anderen Staaten der Eurozone, die restlichen 30 Mrd. Euro durch den IWF generiert.³⁶⁰ Im Sommer 2011 wurde der Beschluss für ein zweites Rettungsprogramm für Griechenland gefasst. Geplant waren 120 Mrd. Euro an Finanzhilfen durch die EFSF und 18 Mrd. Euro durch den IWF.³⁶¹ Zusätzlich war geplant, den Zinssatz für die Kredithilfen auf rund 3,75% zu senken und ein Schuldenschnitt bei den Beteiligungen der privaten Gläubiger war vorgesehen. Ein halbes Jahr nach dieser Beschlussfassung wurden im Februar 2012 Nachverhandlungen, bezogen auf den ursprünglich geschnürten Rettungspakt, geführt. Geeinigt hat man sich auf ein Finanzpaket in der Höhe von 173 Mrd. Euro, davon waren 139 Mrd. Euro „neue Finanzspritzen“ und 34 Mrd. Euro noch nicht ausbezahlte Kredite des ersten Rettungsprogrammes,³⁶² welches dann im Zuge des Transfers der Geldbeträge eingestellt wurde.³⁶³ Diese Summen waren für die Rekapitalisierung des griechischen Bankensektors, die Besicherung von Anleihen und die Tilgung von angefallenen Schulden gedacht. Obendrein wurde ein Forderungsverzicht der privaten Gläubiger von rund 53,5% und der Umwandlung von den verbliebenen Ansprüchen des privaten Sektors in neue emittierte griechische Staatsanleihen

³⁵⁵ Vgl. Smeets (2012):158

³⁵⁶ Vgl. Kosmidou/ Kousenidis/ Negakis (2015):441

³⁵⁷ Vgl. Smeets (2012):158

³⁵⁸ Vgl. Kosmidou/ Kousenidis/ Negakis (2015):440

³⁵⁹ Vgl. Smeets (2012):129

³⁶⁰ Vgl. EFSF (2015):18

³⁶¹ Vgl. Smeets (2012):131

³⁶² Vgl. Smeets (2012):141

³⁶³ Vgl. EFSF (2015):20

veranschlagt. Die Laufzeit der neu emittierten griechischen Staatsanleihen wurde unterschiedlich festgelegt und betrug zwischen 11 und 30 Jahre.³⁶⁴ Öffentliche Gläubiger wurden vor einem Schuldenschnitt bewahrt, wodurch die EZB und die Staaten der Eurozone, welche Griechenland bilaterale Kredite gewährten, verschont wurden. Bei künftigen (potentiellen) Schuldenschnitten nehmen die öffentlichen Gläubiger keine bevorzugte Position mehr ein und sind mit den privaten Gläubigern gleichgestellt.³⁶⁵ Im Endeffekt wurde der Zinssatz für die Kredite weiter gesenkt als geplant. Die Verzinsung betrug rund 1,5%. Der Schuldenschnitt bei den Privatgläubigern führte im März 2012 zu einem Forderungsverzicht in der Höhe von 92 Mrd. Euro.³⁶⁶ Am 13. Dezember 2012 wurden weitere Maßnahmen zur Reduktion der „Schuldenberge“ beschlossen. Diese beinhalteten die Reduktion des Zinssatzes der bilateralen Kredite, die Außerkraftsetzung der Bereitstellungsgebühr für die EFSF-„Finanzspritzen“ und die Stundung der EFSF-Kreditzinssätze. Das Einsparungspotential dieser Maßnahmen wurde auf rund 17,4 Mrd. Euro geschätzt. Zudem wurden die Laufzeiten bei der Rettungsmaßnahmen, sprich jener der bilateralen Kredite als auch der EFSF-Hilfen, ausgedehnt.³⁶⁷

Das ursprüngliche Ende des griechischen EFSF-Rettungsprogrammes war für Dezember 2014 gedacht. Dieses wurde im ersten Schritt bis Ende Februar 2015 ausgedehnt.³⁶⁸ Im zweiten Schritt wurde dieses um weitere vier Monate – bis Ende Juni 2015 – verlängert. Die Gespräche für ein drittes griechisches Hilfsprogramm sind bereits seit Längerem im Gange³⁶⁹ und *„spätestens nach Ablauf der Programmverlängerung (...) wird Griechenland neue Kredite benötigen.“*³⁷⁰

Für den Beschluss eines dritten Hilfspakets für Griechenland im Rahmen des ESM müssten drei Voraussetzungen gegeben sein. Erstens müssten die Zahlungsprobleme des Staates eine Gefährdung für andere Staaten der Eurozone darstellen. Zweitens hat eine Einigung betreffend der Konditionen der Unterstützungshilfe im Rahmen des MoU zu erfolgen. Drittens ist fraglich, ob Griechenlands Staatsverschuldung überhaupt noch tragfähig ist. Dies ist nämlich Voraussetzung für die Gewährung von zusätzlichen Finanzhilfen im Rahmen des ESM. Bei näherer Betrachtung der griechischen Situation sind diese Bedingungen nicht gegeben, wobei ein Interpretationsspielraum bei der Betrachtung vorhanden bleibt. Beispielsweise ist aktuell auf den Märkten kein Übergreifen der griechischen Finanzsituation auf andere Staaten erkennbar, obwohl voraussichtlich 322 Mrd. Euro fällig werden, die als uneinbringlich einzustufen sind. Einzig und allein die Renditen der griechi-

³⁶⁴ Vgl. Smeets (2012):141f

³⁶⁵ Vgl. Smeets (2012):149; ebenso Konrad (2013):438

³⁶⁶ Vgl. Smeets (2012):142

³⁶⁷ Vgl. EFSF (2015):20f

³⁶⁸ Vgl. EFSF (2015):23

³⁶⁹ Vgl. Meyer (2015):325

³⁷⁰ Meyer (2015):325

schen Schuldtitel reagierten negativ auf die gegebene Situation. Die bisher festgesetzten Reformmaßnahmen hat die griechische Regierung nicht eingehalten. Da die Schuldenquote von Griechenland 180% beträgt, kann von einer tragfähigen Staatsverschuldung nicht mehr die Rede sein. Demzufolge würde nur ein weiterer Schuldenschnitt einen akzeptablen Ausweg bieten.³⁷¹ Dennoch laufen die Verhandlungen betreffend des dritten Hilfsprogrammes seit Februar. Eine Einigung konnte bis dato nicht erzielt werden, da Dispute bezüglich der Reformprogramme, welche insbesondere den Arbeitsmarkt sowie das Rentensystem betreffen, zwischen den verhandelnden Parteien und der griechischen Regierung herrschen.³⁷²

Klar und deutlich ist, dass Griechenland ohne ein weiteres Hilfspaket durch den ESM nicht in der Lage sein wird, seine auslaufenden Kredite zu tilgen. Der Zugang zum Kapitalmarkt ist aufgrund des hohen Ausfallrisikos nahezu „versperrt“ und Griechenland würde zahlungsunfähig werden.³⁷³ *„In diesem Fall dürften die öffentlichen Geld- bzw. Hilfegeber weitgehend leer ausgehen.“*³⁷⁴

Die Konsequenzen für die Gläubiger wären Verluste in extremem Ausmaß. Die EZB würde Verluste, bedingt durch die Ankäufe der griechischen Staatsanleihen, die ELA-Kredite, der regulären Kreditgewährung im Rahmen der Offenmarktgeschäfte und den Ständigen Fazilitäten sowie des TARGET2-Saldos, aufweisen. Die Verluste wären je nach Kapitalbeteiligung auf die anderen Staaten der Eurozone umzuverteilen. Diese müssten indirekte Verluste akzeptieren. Durch die bilaterale Kreditvergabe würden den Staaten, welche mit Griechenland individuell verhandelte Kreditverträge haben, wie beispielsweise Deutschland, noch direkte Verluste entstehen. Obendrein entstehen der EFSF, wenn auch nicht sofort, da die Kredite Griechenlands erst 2022 fällig werden, sowie dem IWF Verluste. Bezüglich der IWF-Verluste ist anzumerken, dass der IWF einen bevorzugten Gläubigerstatus aufgrund im Vorhinein ausverhandelter Bedingungen einnimmt und jener somit zuerst bedient werden würde.³⁷⁵ Die konkrete Höhe der Verluste bzw. deren Umverteilung auf die Eurozonestaaten ist im Vorhinein nicht bestimmbar, sondern von den weiteren Schritten Griechenlands und den Verhandlungsergebnissen abhängig.³⁷⁶

Die Konsequenz für Griechenland selbst wäre der Ausfall der laufenden Zahlungen gegenüber den Bürgern, staatlichen Institutionen und Organisationen sowie den solventen Banken. Die Folge davon wäre ein „Bank-Run“.³⁷⁷ Mit dem Begriff „Bank-Run“ wird in der Literatur der „Abzug aller

³⁷¹ Vgl. Meyer (2015):325f

³⁷² Vgl. Wirtschaftsblatt (2015)d

³⁷³ Vgl. Meyer (2015):327

³⁷⁴ Meyer (2015):327

³⁷⁵ Vgl. Meyer (2015):327f

³⁷⁶ Vgl. Konrad (2013):439

³⁷⁷ Vgl. Meyer (2015):328

*vorhandenen Euroguthaben*³⁷⁸ bezeichnet. Griechenlands vier Hauptbanken wären binnen kürzester Zeit zahlungsunfähig und der Zahlungsverkehr würde zusammenbrechen.³⁷⁹ Überdies gibt es Annahmen, dass sich die Gefahr des „Bank-Run“ auf andere finanziell schlechter gestellte Staaten übertragen könnte.³⁸⁰

Eine Alternative zu diesem Szenario wäre beispielsweise die Einführung einer Notwährung, welche parallel neben dem Euro bestehen soll. Die Notwährung wäre angedacht, die Geschäfte im Inland zu regeln, wohingegen der Euro nach außen, sprich gegenüber den Handelspartnern von Griechenland, die offizielle Währung bleiben würde. Die Umsetzung dieser Alternative ist relativ unwahrscheinlich, da zahlreiche Nebeneffekte die Durchführung behindern. Negative Konsequenzen wären die steigenden Lebenserhaltungskosten für die griechische Bevölkerung, die potentielle Herausbildung einer Zweiklassengesellschaft sowie die Abwicklung und Handhabung bereits bestehender Handelsverträge, welche je nach rechtlicher Abschlussgrundlage unterschiedlich behandelt werden müssten.³⁸¹

Eine wesentlich realistischere Alternative ist die des „Grexit“, dem „Greece Exit“, sprich dem Ausstieg Griechenland aus der Eurozone.³⁸² Da Griechenland der erste Staat ist, bei welchem ein Ausstieg in Betracht gezogen wird, ist der Umgang der Akteure mit dieser Situation entscheidend. Im Fall des Eintretens würde dies als Präzedenzfall gehandhabt werden.³⁸³

Obwohl ein Ausscheiden aus der Eurozone im Vertrag von Lissabon grundsätzlich nicht vorgesehen ist, ist dies aus juristischer Perspektive durchaus möglich. Dazu müsste Griechenland einerseits aus dem Vertrag von Lissabon austreten und andererseits unter neuen Bedingungen in die EU eintreten. Für den Austritt wären ein Austrittsabkommen, der einstimmige Beschluss des Europäischen Parlaments und der mehrheitliche Beschluss des Europäischen Rates nötig. Der Wiederbeitritt von Griechenland zur Europäischen Union wäre durch die Ratifizierung aller anderen EU-Staaten möglich. Eine weitere Alternative wäre ein Aufhebungsvertrag bezüglich der Zuständigkeit der Währungspolitik der EU. Hierfür ist ein einstimmiger Beschluss des Europäischen Rates notwendig. Ein dritter Weg wäre die Rückstufung Griechenlands. Argumentieren könnte man mit der Nichterfüllung der Stabilitätskriterien, die durch die Manipulation der Berechnungsgrundlage verschleiert wurden. Für diese Rückstufung müsste der Aufnahmebeschluss Griechenlands in die Eurozone vom Europäischen Rat annulliert werden. Mittels dieser Schritte wäre Griechenland in der Lage,

³⁷⁸ Smeets (2012):158

³⁷⁹ Vgl. Meyer (2015):328

³⁸⁰ Vgl. Smeets (2012):158

³⁸¹ Vgl. Meyer (2015):329f

³⁸² Vgl. Wirtschaftsblatt (2015)d

³⁸³ Vgl. Meyer (2015):326

eine neue Währung, die Neä Drachmä, einführen.³⁸⁴ Der Wert dieser ist dabei ungewiss. Einer Abwertung der Neä Drachmä entgegenzuwirken wird in solch einem Fall nicht möglich sein, wodurch eine Erhöhung der Summe der vormaligen Euroschulden in der neu ausgegebenen Nationalwährung die Folge wäre.³⁸⁵ Die Meinungen über die Sinnhaftigkeit dieses Schrittes sind sehr mannigfaltig. Vor allem ist man der Auffassung, dass dieser Schritt nicht die Lösung für die Finanzprobleme Griechenlands sei, da das Hauptproblem eigentlich in der mangelnden öffentlichen Verwaltung des Landes liegt.³⁸⁶ In Medienbeiträgen wird der potentielle „Grexit“ aktuell demontiert.³⁸⁷

In der Literatur findet man auch die „radikale“ Ansicht, die eine komplette Auflösung des Eurowährungsgebietes vorsieht. Dahingehend sollen Vermögensverluste akzeptiert werden. Schuldenschnitte sollten bei allen Staaten, sofern sie diese nötig haben, vorgenommen werden und bei verschuldeten Banken sollte ein Insolvenzverfahren eröffnet werden. Der Hintergrundgedanke des Auflösungsszenarios sind die zunehmenden politischen Konflikte sowie Spannungen, welche zwischen den Staaten der Eurozone entstanden sind bzw. potentiell noch entstehen können. Jedoch ist dieses Szenario selbst für den Verfasser dieser Meinung als eher unwahrscheinlich einzustufen.³⁸⁸

³⁸⁴ Vgl. Meyer (2015):330f

³⁸⁵ Vgl. Smeets (2012):156

³⁸⁶ Vgl. Wirtschaftsblatt (2015)c

³⁸⁷ Vgl. Wirtschaftsblatt (2015)d

³⁸⁸ Vgl. Homburg (2012):677

7 Ausblick

Das endgültige Urteil betreffend der Rechtsbeschaffenheit des OMT-Rettungsprogrammes lässt eine grundlegende Kompetenzfrage außer Acht. Diese betrifft die doppelte Einbindung der EZB. Wie bereits erwähnt, agiert die EZB einerseits als die umsetzende Instanz bei der Durchführung des Rettungsprogrammes andererseits auch als Überwachungs- bzw. Kontrollinstanz bei der Einhaltung der Reformprogramme im Rahmen der Troika. Während der Generalanwalt im Rahmen des Vorabentscheidungsverfahrens das Ausscheiden der EZB aus der Troika als eine notwendige Voraussetzung für die Klassifizierung des Rettungsprogrammes als rechtskonform ansieht,³⁸⁹ sehen die Richter des EuGHs hier keinen Thematisierungsbedarf und bestätigen die Rechtskonformität der OMT, ohne jegliche Änderungen des Status Quo anzustreben.³⁹⁰

Abstrahiert man diese Thematik von der Beschaffenheit des OMT-Programmes, wurde hier die Auslegung eines rechtlichen Sachverhaltes verabsäumt, welcher zunehmend Nährboden für Kritik an der Vorgehens- bzw. Handlungsweise der EZB bietet. In der Literatur findet man das Argument, dass die doppelte Einbindung den Anschein einer eigennützigen Handlungsweise erweckt und diese nicht förderlich für eine transparente und glaubwürdige Vorgehensweise bei der Umsetzung von geldpolitischen Maßnahmen ist.³⁹¹ Mit der rechtlichen Beantwortung dieser Kompetenzfrage hätte der Raum für Kritik,³⁹² das Potential für die Schädigung der Glaubwürdigkeit³⁹³ sowie der Raum für eine potentielle Erpressbarkeit³⁹⁴ der EZB eingeschränkt werden können.

Die weitere Vorgehens- bzw. Handlungsweise der EZB wird entscheidend für das Aufleben bzw. die Schwächung der Diskussion rund um die Umstrukturierung der Troika und die Kritik an der EZB selbst sein.

³⁸⁹ Vgl. EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr.2/15

³⁹⁰ Vgl. EuGH (2015)b: Pressemitteilung Nr.70/15

³⁹¹ Vgl. Fratzscher (2013):450

³⁹² Vgl. Lamla/ Sturm (2012):85; ebenso Görgens/ Ruckriegel/ Seitz (2014):329f

³⁹³ Vgl. Fratzscher (2013):450

³⁹⁴ Vgl. Fuest (2013):442

8 Fazit

Die oberste Priorität der EZB ist, die mittelfristige Preisstabilität innerhalb des Eurowährungsgebietes aufrecht zu erhalten. Dieses Ziel ist im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) im Artikel 127 Abs. 1 verankert. Gemessen wird die Preisstabilität am Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex, welcher sich um die 2%-Marke bewegen sollte. Zur Zielerreichung verwendet die EZB verschiedenste Instrumente und Maßnahmen. Mithilfe dieser versucht sie, die Erwartungen betreffend Inflation und Preisniveau auf lange Sicht hin zu vereinbaren. Das bedeutet, dass die EZB im Grunde genommen eine stabilitätsorientierte Geldpolitik verfolgt. Dabei muss ihre politische Unabhängigkeit forciert werden, sodass die externen Einflussmöglichkeiten gering gehalten werden. Die Entscheidungsfindung für die Wahl der geeigneten Instrumente folgt dem Prinzip der Zentralität, wohingegen die Umsetzung bzw. Durchführung dem Dezentralitätsprinzip folgt. Dies bedeutet, dass die EZB dazu befugt ist, den Zentralbanken Anweisungen zu erteilen. Der Italiener Mario Draghi ist aktuell der Präsident der EZB.

An der EZB sind grundsätzlich alle Nationalbanken der EU anhand eines Kapitalschlüssels beteiligt. Nur die Mitglieder der Eurozone müssen, gemäß ihrem Kapitalschlüssel, die Beiträge zur Gänze eingezahlt haben. Der Anteil des eingezahlten Kapitals ist von Relevanz, da anhand von diesem sowohl der erwirtschaftete Nettogewinn als auch ein potentieller Verlust der EZB auf die nationalen Zentralbanken der Eurozone verteilt wird. Bevor ein Verlust auf die Zentralbanken der Eurozone umverteilt wird, wird der eigens dafür vorgesehene Reservefonds zur Verlustabdeckung herangezogen.

Die EZB verfügt über ein breites Spektrum an geldpolitischen Instrumenten, mit denen sie in die Tagesgeschäfte auf den Finanzmärkten eingreifen kann. Um intervenieren zu können, muss die EZB Zentralbankengeld durch den Geschäftsabschluss mit anderen Zentralbanken erzeugen. Jedoch qualifizieren sich nicht alle Banken bzw. Kreditinstitute für den Geschäftsabschluss. Dies ist jenen Kreditinstituten erlaubt, welche der Pflicht zur Hinterlegung einer Mindestreserve unterliegen. Diese Banken bzw. Kreditinstitute sind zum Abschluss von Offenmarktgeschäften bzw. Ständigen Fazilitäten mit der EZB berechtigt.

Offenmarktgeschäfte werden auf Grund der Eigeninitiative der EZB angeboten und umfassen die sogenannten Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie längerfristige Refinanzierungsgeschäfte. Der Abschluss von solchen Geschäften kann revolvingend stattfinden. Das heißt, diese Geschäfte können vor ihrem eigentlichen Ablauf verlängert bzw. erneuert werden. Die Ständigen Fazilitäten, die zweite Form der geldpolitischen Operationen der EZB, werden auf Initiative der Kreditinstitute nachgefragt. Diese werden in Spitzenrefinanzierungsfazilität und in die Einlagefazilität unterteilt. Die Spitzenrefinanzierungsfazilität dient zur vorübergehenden Deckung eines Liquiditätsbedarfs

über Nacht. Im Rahmen der Einlagefazilität haben die Kreditinstitute die Möglichkeit, ihr Guthaben ebenfalls über Nacht zu veranlagern. Zudem vergibt die EZB auch sogenannte Emergency Liquidity Assistance, sprich Notfallkredite.

Alle Geldtransaktionen werden über das TARGET2-System, einer Plattform für den bilateralen Zahlungsverkehr, durchgeführt. Dabei tritt die EZB als Intermediär zwischen den Zentralbanken auf, d.h. Forderungen oder Verbindlichkeiten richten sich nicht direkt an die einzelnen Zentralbanken, sondern an die EZB, die als Verrechnungsstelle agiert. Bis zum Eintreten der Finanzkrise wurden die TARGET2-Salden grundsätzlich immer ausgeglichen, während der Finanzkrise änderte sich dies drastisch.

Mit dem Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers begannen auch die Probleme auf den europäischen Finanzmärkten. Die Interbanken-Geldmärkte, auf welchen sich die Kreditinstitute untereinander Liquidität zur Verfügung stellen, versagten. Die Kreditinstitute vertrauten einander nicht mehr und der reguläre Finanzausgleich der Banken litt darunter. Um in weiterer Folge die Schäden auf den Finanzmärkten einzudämmen, kam es zu einer radikalen Veränderung des Liquiditätsversorgungssystems der EZB. Sie übernahm ab diesem Zeitpunkt die Aufgabe des Tagesgeldbankiers der Eurozone und stellte mittels Vollzuteilungspolitik den Banken Liquidität zur Verfügung. Die EZB war gezwungen, das Zinsniveau herabzusetzen, um den Liquiditätsengpässen entgegenzuwirken. Im zunehmenden Verlauf der Finanzkrise wurde dieses weiter nach unten korrigiert.

Die EZB startete, mit dem Hintergrundgedanken eine stabilitätsorientierte Geldpolitik zu betreiben, zahlreiche Ankaufsprogramme, um das Bankensystem zu kräftigen. Zu nennen ist hier das CBPP, ein Ankaufsprogramm für Pfandbriefe, sowie die in den Folgejahren ins Leben gerufenen Nachfolgeprogramme CBPP 2 und CBPP 3. Obendrein begann 2010 der Staatsschuldenmarkt zu reagieren. Deutlich wurde dies an den Renditen der Staatsanleihen von Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien, den sogenannten GIIPS-Staaten. Diese stiegen deutlich an. Als Griechenland als erstes Land seine Liquiditäts- bzw. Solvenzprobleme bekannt machte, entschloss sich die EZB, auch Staatsanleihen anzukaufen. Die Ankäufe der EZB geschahen über das SMP. Begründet hat dies die EZB vor allem mit dem Argument der sonst eintretenden Dysfunktion der Finanzmärkte.

Neben den von der EZB gesetzten Maßnahmen haben Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Zypern um Hilfe bei den Euro-Rettungsschirmprogrammen angesucht und finanzielle Unterstützung erhalten. Zuerst agierte die EFSF und später als Nachfolger der ESM als finanzieller Unterstützer.

Das am kritischsten diskutierte Ankaufsprogramm der EZB sind die OMT. Mittels dieses Ankaufsprogrammes sollen Anleihen von Staaten, welche sich bereits unter einem Eurorettungsschirm, entweder der EFSF oder dem ESM befinden, angekauft werden. Diese Anleihen sind durch ihre „kurzfristige“ Laufzeit gekennzeichnet. Dabei sind die OMT direkt an den ESM geknüpft und jene Staaten, von welchen die Anleihen angekauft werden, müssen strikte Reformauflagen erfüllen. Aufgrund des fiskalpolitischen Charakters dieses Programmes haben Kläger aus Deutschland eine Beschwerde bezüglich der Verfassungswidrigkeit der OMT bei Gericht eingebracht.

Die Kompetenzbefugnis der EZB ist eine Besonderheit, da ihr Wirkungsumfeld supranational ist. Dies bedeutet, die von der EZB verfolgte Geldpolitik betrifft alle Eurozonenmitglieder, wohingegen die anderen wirtschaftspolitischen Bereiche weiterhin der nationalen Souveränität der einzelnen Staaten unterliegen (sollten). Durch die Finanzkrise geriet die EZB unter Zugzwang zur Ausübung einer Anti-Krisenpolitik und wurde vermehrt für ihr Verhalten kritisiert. Im Großen und Ganzen betrifft die Grundsatzdiskussion die Vergabe von Krediten sowie den Erwerb von Schuldtiteln (Art. 123 AEUV), den erleichterten Zugang zu Möglichkeiten der Kreditvergabe (Art. 124 AEUV) sowie die Vergemeinschaftung von Verbindlichkeiten bzw. den No-Bailout-Gedanken (Art. 125 AEUV). Im Allgemeinen verstößt die EZB nicht explizit gegen den Artikel 123 AEUV, jedoch gegen seine prinzipielle Absicht bzw. Intention. Im Gegensatz dazu hat sie den Zugang zu Kreditfinanzierungsformen für bestimmte Staaten erleichtert und somit klar und deutlich gegen Artikel 124 AEUV verstoßen. Artikel 125 AEUV soll im Grunde eine Präventivmaßnahme gegen das Problem des Moral Hazard sein. Die defizitären Staaten sollen nicht den Bailout-Gedanken im Hinterkopf (bei-)behalten und in ihrem Fehlverhalten unterstützt werden. Durch die hohen TARGET2-Verbindlichkeitsposten gewisser Staaten sowie die Staatsanleihenankäufe im Rahmen des SMP resultiert eine Gemeinschaftshaftung bzw. Schuldensozialisierung, welche laut Art. 125 AEUV rechtswidrig ist. Die EZB rechtfertigt sich auf Grund der Tatsache, dass die Finanzmärkte ohne diese Interventionen nicht „ordnungsmäßig“ funktionieren können und sie mit dieser Handlungsweise die Märkte aktivieren und stabilisieren will.

Bedingt durch die OMT tritt sie mit dem Erscheinungsbild der Gläubigerin der letzten Instanz auf, wofür sie zahlreiche Kritik erntete. Die Einwände sowohl gegen die Rolle des Lender of Last Resort als auch gegen die OMT sind allerdings sehr facettenreich und die Kritiker verwenden verschiedenste Ansätze mit unterschiedlichen Schwerpunktsetzungen, um für oder gegen die Rechts- bzw. Mandatswidrigkeit zu argumentieren.

Bei dem Vergleich der OMT mit einem langjährig umgesetzten Instrument der EZB, dem Mengentender, wird ersichtlich, dass die EZB auch im Rahmen der Vollzuteilungspolitik die Rolle der Gläubigerin der letzten Instanz einnimmt. Wodurch in weiterer Folge entweder beide Instrumente als

mandatskonform oder -widrig eingestuft werden müssen, da bei unterschiedlicher Behandlung Inkonsistenz in der Beurteilung entsteht. Von einem anderen Standpunkt aus wird kritisiert, dass die OMT eine Grauzone zwischen Geld- und Fiskalpolitik darstellen, wobei die Kritiker vermehrt Argumente für einen überwiegenden fiskalpolitischen Charakter vorbringen. Ein Hauptargument liegt in der doppelten Einbindung der EZB. Aufgrund der Einbindung der EZB in beiden Bereichen – erstens durch die Durchführung der OMT und zweitens durch die Position des Überwachungsorgans für fiskalpolitische Reformprogramme im Rahmen der Troika – entsteht ein Vakuum für Interessenskonflikte. Obwohl die EZB die Reformprogramme zu ihren Gunsten auslegen kann, machen sie diese im Sinne der Erpressbarkeit angreifbar. Im Rahmen des Vorabentscheidungsverfahrens wurde vom zuständigen Generalwalt des EuGHs in dessen Gutachten festgehalten, dass diese Doppelfunktion die EZB in Zukunft nicht mehr ausüben darf und jene das Bündnis der Troika verlassen muss, sodass die OMT nicht rechts- bzw. mandatswidrig sind. Obendrein klassifiziert dieser die OMT als geldpolitisches Instrument. Das endgültige richterliche Gutachten wurde im Juni 2015 veröffentlicht. Dieses bejaht die Rechts- bzw. Mandatskonformität der OMT in allen Belangen und verlangt keine Änderungen des Status Quo. Dies bedeutet, dass in naher Zukunft keine Umstrukturierung der Troika zu erwarten ist.

Die Doppelfunktion der EZB impliziert eine intransparente Handlungsweise. Ein glaubwürdiges Agieren der Zentralbank ist allerdings für die Signalwirkung an die Finanzmarktakteure relevant. Wenn die Akteure ein konsistentes Vorgehen in der Maßnahmensetzung und der verfolgten Geldpolitik erkennen können, passen sie ihr Anlage- bzw. Investitionsverhalten an die Erwartungen an. Das Verhalten wird prognostizierbar und die EZB würde die Stabilität auf den Finanzmärkten schneller herstellen können.

Zu guter Letzt wurde auf das „Sorgenkind“ der Eurozone – Griechenland – näher eingegangen. Griechenland weist aktuell akute Finanzprobleme auf, da in naher Zukunft Kredite zurückgezahlt werden müssen, für welche die griechische Regierung keine Finanzmittel zur Verfügung hat. Diesbezüglich wird der in den Medien aufgezeigte potentielle Austritt von Griechenland diskutiert. Es sind unterschiedliche Austrittsmöglichkeiten und die Einführung einer neuen griechischen Währung, der Neä Drachmä, denkbar. Die Höhe der einhergehenden Verluste, welche die EZB, der IWF, die EFSF und zudem noch jene Staaten, mit welchen Griechenland individuelle bilaterale Kreditverträge ausgehandelt haben, hinnehmen müssten, hängt von den nächsten Schritten Griechenlands und dem Verhandlungsgeschick der jeweiligen Akteure ab.

9 Literaturverzeichnis

- Atkinson, Paul/ Michalski, Wolfgang/ Pagrotsky, Leif/ Raymond, Robert/ Shigehara, Kumiharu (2014): Wirtschaftspolitik für die Eurozone, in: Wirtschaftsdienst, Vol.6, S.407-409
- AUEV: Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, abgerufen am 13.05.2015 unter: <http://www.ris.bka.gv.at>
- Berg, Tim O./ Carstensen, Kai (2012): Funktionswandel der EZB? – Baldige Rückkehr zur alten Rolle erforderlich!, in: Wirtschaftsdienst, Vol.2, S.79-81
- Blanchard, Olivier/ Illing, Gerhard (2009): Makroökonomie, 5. Aktualisierte und erweiterte Auflage, München: Pearson Studium Verlag
- Brockmann, Heiner/ Keppler, Horst (2012): EZB-Käufe von Staatsanleihen anders begründen!, in: Wirtschaftsdienst, Vol.3, S.173-176
- Bundesministerium für Finanzen Deutschland (2015): Overview of the European financial assistance programmes (as of: 31 January 2015), abgerufen am 24.03.2015 unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Topics/Europe/Article/s/Stabilising_the_euro/Figures_Facts/european-financial-assistance-pdf.pdf?__blob=publicationFile&v=31
- Bundesministerium für Finanzen Österreich (2015): Währungspolitik - EFSF/EFSM/ESM, abgerufen am 12.02.2015 unter: https://www.bmf.gv.at/wirtschaftspolitik/wirtschaftswaehrungspolitik-eu/efsf_efsm_esm.html
- Coibion, Olivier/ Gorodnichenko, Yuriy/ Wieland, Johannes (2012): The Optimal Inflation Rate in New Keynesian Models: Should Central Banks Raise Their Inflation Targets in Light of the Zero Lower Bound?, in: Review of Economic Studies, Vol. 79, S.1371–1406
- Deutsche Bundesbank (2015)a: EZB-Zinssätze (gültig ab 10.09.2014), abgerufen am 22.05.2015 unter: https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Standardartikel/Bundesbank/Zinssaetze/ezb_zinssatz.html
- Deutsche Bundesbank (2015)b: Transmissionsmechanismus, abgerufen am 22.05.2015 unter: <https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/T/transmissionsmechanismus.html>
- Draghi, Mario (2012): Verbatim of the remarks made by Mario Draghi - Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012, abgerufen am 22.05.2015 unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- EFSS (2015): EFSS Publications – Frequently Asked Questions on the EFSS, abgerufen am 19.03.2015 unter: www.efsf.europa.eu/attachments/EFSS%20FAQ%202015-03-19.docx, S.1-25
- ESM (2014): ESM Publications – FAQ on the ESM, abgerufen am 11.02.2015 unter: www.esm.europa.eu/pdf/2014-07-28%20FAQ%20ESM.pdf, S.1-29
- ESM (2015): ESM Publications – ESM Factsheet, abgerufen am 11.02.2015 unter: www.esm.europa.eu/pdf/2015-02-03%20ESM%20Factsheet.pdf
- Ettel, Anja/ Zschäpitz, Holger (2015): Staatsanleihenkäufe, Mario Draghi lädt 1.140.000.000.000-Euro-Bazooka, abgerufen am 22.05.2015 unter:

<http://www.welt.de/wirtschaft/article136660551/Mario-Draghi-laedt-1-140-000-000-000-Euro-Bazooka.html>

EuGH (2015)a: Pressemitteilung Nr. 2/15: Schlussanträge des Generalanwalts in der Rechtssache C-62/14, Peter Gauweiler u. a./Deutscher Bundestag, abgerufen am 22.05.2015 unter: <http://curia.europa.eu>

EuGH (2015)b: Pressemitteilung Nr. 70/15: Urteil in der Rechtssache C-62/14, Peter Gauweiler u. a., abgerufen am 24.07.2015 unter: <http://curia.europa.eu>

Europäische Kommission, Wirtschaft und Finanzen (2015): Inflationsmessung in der EU, abgerufen am 27.03.2014 unter: http://ec.europa.eu/economy_finance/focuson/inflation/measuring_de.htm

Europäische Union (2015): Der Euro, abgerufen am 12.02.2015 unter: http://europa.eu/about-eu/basic-information/money/euro/index_de.htm

Europäische Zentralbank (2011): Die Geldpolitik der EZB, abgerufen am 28.03.2015 unter: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2011de.pdf?2633afad5f21995fcedfc7f1157b3b66>

Europäische Zentralbank (2014): Verfahren für die Gewährung von Notfall-Liquiditätshilfe (Emergency Liquidity Assistance – ELA), abgerufen am 28.03.2015 unter: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402_elaprocedures.de.pdf, S.1-3

Europäische Zentralbank (2015)a: Organisation, Beschlussorgane, Direktorium, abgerufen am 15.05.2015 unter: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/eb/html/index.de.html>

Europäische Zentralbank (2015)b: Kapitalzeichnung, abgerufen am 15.05.2015 unter: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.de.html>

Europäische Zentralbank (2015)c: Asset purchase programmes, abgerufen am 22.05.2015 unter: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

Europäische Zentralbank (2015)d: Open market operations, abgerufen am 22.05.2015 unter: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>

Fratzscher, Marcel (2013): Bundesverfassungsgericht und Krisenpolitik der EZB-Stellungnahmen der Ökonomen – Zum währungspolitischen Mandat der EZB und möglichen Auswirkungen von Maßnahmen der EZB auf die nationalen Haushalte, in: Wirtschaftsdienst, Vol.7, S.445-450

Fuest, Clemens (2013): Bundesverfassungsgericht und Krisenpolitik der EZB-Stellungnahmen der Ökonomen – EZB in der Grauzone zwischen Geld- und Fiskalpolitik, in: Wirtschaftsdienst, Vol.7, S.440-442

Global-Rates (2015): Inflation Europa (HVPI), abgerufen am 27.04.2015 unter: <http://de.global-rates.com/wirtschaftsstatistiken/inflation/verbraucherpreisen/hvpi/eurozone.aspx> (Informationsportal für globale Wirtschaftsstatistiken)

Görgens, Egon / Ruckriegel, Karlheinz / Seitz, Franz (2014): Europäische Geldpolitik, 6. Aktualisierte Auflage, Konstanz und München: UVK Verlagsgesellschaft

Heinrich, Michael (2014): Euro-Rettung gerettet?, in: Wirtschaftsdienst, Vol.8, S.594-599

Homburg, Stefan (2012): Der neue Kurs der Europäischen Zentralbank, in: Wirtschaftsdienst, Vol.10, S.673-677

- Horn, Gustav A. (2012): Funktionswandel der EZB? – Die EZB als Gläubigerin der letzten Instanz, in: Wirtschaftsdienst, Vol.2, S.81-84
- Internationaler Währungsfonds (2015): About the IMF, abgerufen am 27.04.2015 unter: <http://www.imf.org/external/about.htm>
- Issing, Otmar (1997): Geldwertstabilität als ordnungspolitisches Problem, in: Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft von Müller, Christian et. al. (Hg.), Band 48, Stuttgart: Lucius & Lucius Verlagsgesellschaft mbh, S.167-178
- Issing, Otmar (2014): Communication and transparency – The example of the ECB, in: Journal of Economic Dynamics & Control, Vol.49, S.70-73
- Kerber, Markus C. (2011): Institutionelle Unabhängigkeit als Freiheit vom Recht?, in: Wirtschaftsdienst, Vol.9, S.625-633
- Konrad, Kai A. (2013): Bundesverfassungsgericht und Krisenpolitik der EZB-Stellungnahmen der Ökonomen – Haftungsrisiken und Fehlanreize aus ESM und OMT-Programm, in: Wirtschaftsdienst, Vol.7, S.431-439
- Kosmidou, Kyriaki V./ Kousenidis, Dimitrios V. / Negakis, Christos I. (2015): The impact of the EU/ECB/IMF bailout programs on the financial and real sectors of the ASE during the Greek sovereign crisis, in: Journal of Banking & Finance, Vol.50, S.440-454
- Krupp, Hans-Jürgen/ Cabos, Karen (2003): Zu den Risiken einer Nullinflation als geldpolitische Ziel, in: Geldpolitik ohne Grenzen, Köhler, Claus/ Rohde, Armin (Hg.), Berlin: Duncker & Humblot GmbH, S.105-120
- Lamla, Michael J./ Sturm, Jan-Egbert (2012): Funktionswandel der EZB?, in: Wirtschaftsdienst, Vol.2, S.85-88
- Meyer, Dirk (2015): Griechenlands Austritt aus der Europäischen Währungsunion – ein Ablaufszenario, in: Wirtschaftsdienst, Vol.5, S.325-333
- Österreichische Nationalbank (2014): Die aktuelle Zahl, Zinssatz für die Einlagefazilität, abgerufen am 22.05.2015 unter: <http://www.oenb.at/Publikationen/Statistik/die-aktuelle-zahl/Archiv/2014/-0-10-prozent.html>
- Ruckriegel, Karlheinz (2011): Das Verhalten der EZB während der Finanzmarktkrise(n), in: Wirtschaftsdienst, Vol.2, S.107-114
- Schmidt, Johannes (2014): Von der Staatsverschuldung zum Staatsbankrott?, in: Wirtschaftsdienst, Vol.9, S.671-679
- Schnabel, Isabel (2014): Das europäische Bankensystem: Bestandsaufnahme und Herausforderungen, in: Wirtschaftsdienst, Sonderheft, S.6-10
- Schönwitz, Dietrich (2013): Zur Problematik einer politisierten Europäischen Zentralbank, in: Wirtschaftsdienst, Vol.4, S.243-246
- Schorkopf, Franz (2013): Stellungnahme Europäische Zentralbank, Verfassungsbeschwerden 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1439/12 und 2 BvR 1824/12 und Organstreitverfahren 2 BvE 6/12, abgerufen am 24.04.2015 unter: <http://www.handelsblatt.com/downloads/8135244/3/EZB%20Gutachten>, S.1-52

- Smeets, Heinz-Dieter (2012): Staatsschuldenkrise in Europa, in: in: Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften von Berlemann, Michael/ Buch, Claudia M./ Haucap, Justus/ Thum, Marcel (Hg.), Stuttgart: Lucius & Lucius Verlagsgesellschaft mbh, S.125-169
- Statista (2015): Target2-Salden der Länder des Eurosystems im März 2015 (in Millionen Euro), abgerufen am 30.05.2015 unter:
<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/233148/umfrage/target2-salden-der-euro-laender/> (Statistikportal)
- Statistik Austria (2015): Definition Verbraucherpreisindex, abgerufen am 13.03.2015 unter:
http://www.statistik.at/web_de/statistiken/preise/verbraucherpreisindex_vpi_hvpi/index.html
- Uhlig, Harald (2013): Bundesverfassungsgericht und Krisenpolitik der EZB-Stellungnahmen der Ökonomen – Outright Monetary Transactions and Target2, in: Wirtschaftsdienst, Vol.7, S.443-444
- Vollmer, Uwe/ Diemer, Michael (2011): Bankenrettung, „constructive ambiguity“ und moralisches Risiko, in: Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften von Berlemann, Michael/ Buch, Claudia M./ Haucap, Justus/ Thum, Marcel (Hg.), Stuttgart: Lucius & Lucius Verlagsgesellschaft mbh, S.139-159
- Weber, Christoph S. (2012): EZB mehr Transparenz wagen, in: Wirtschaftsdienst, Vol.12, S.827-832
- Weizsäcker, Carl C. von (2012): Grenzen des Konzepts einer unabhängigen Zentralbank, in: Wirtschaftsdienst, Vol.2, S.91-94
- Welfens, Paul J. J. (2011): Für zentralisierte Eurobonds, Strukturreformen und eine Euro-Union, in: Wirtschaftsdienst, Vol. - , S.613-620
- Winkler, Adalbert (2013): EZB-Krisenpolitik: OMT-Programm, Vollzuteilungspolitik und Lender of Last Resort, in: Wirtschaftsdienst, Vol.10, S.678-685
- Winkler, Adalbert (2014): Dauerkritik an der Europäischen Zentralbank, in: Wirtschaftsdienst, Vol.7, S.479-486
- Wirtschaftsblatt (2015)a: Eine Troika ohne EZB...?, abgerufen am 16.05.2015 unter:
<http://wirtschaftsblatt.at/home/nachrichten/europa/4640737/Eine-Troika-ohne-EZB->
- Wirtschaftsblatt (2015)b: Grünes Licht fürs Geld drucken: EZB erringt in Euro-Rettungskurs Punkt-sieg vor EuGh, abgerufen am 16.05.2015 unter:
http://wirtschaftsblatt.at/home/boerse/europa/4637975/Grunes-Licht-furs-Geld-drucken_EZB-erringt-in-EuroRettungskurs
- Wirtschaftsblatt (2015)c: Vom "Grexit" zum "Spexit"?, abgerufen am 02.06.2015 unter:
<http://wirtschaftsblatt.at/home/nachrichten/europa/4745165/Vom-Grexit-zum-Spexit?from=suche.intern.portal>
- Wirtschaftsblatt (2015)d: Lösung im Schuldenstreit heute Abend? – Tsipras: "Grexit-Szenarien ein Ende setzen" abgerufen am 02.06.2015 unter:
http://wirtschaftsblatt.at/home/nachrichten/europa/4746381/Losung-im-Schuldenstreit-heute-Abend-Tsipras_GrexitSzenarien-ein?from=suche.intern.portal
- Wirtschaftslexikon (2015): Begriffsdefinition Zentralbank, abgerufen am 04.05.2015 unter
<http://www.wirtschaftslexikon24.com/d/zentralbank/zentralbank.htm>

10 Anhang

10.1 Abstract

Die Masterarbeit versteht sich als Beitrag zur Analyse der von der Europäischen Zentralbank (EZB) verfolgten Geldpolitik. Die oberste Priorität der Europäischen Zentralbank ist es, die mittelfristige Preisstabilität innerhalb des Eurowährungsgebietes aufrecht zu erhalten. Zur Zielerreichung verfügt die Europäische Zentralbank über ein breites Spektrum verschiedenster geldpolitischer Instrumente und Maßnahmen, mit denen sie die Tagesgeschäfte auf den Finanzmärkten beeinflussen kann. Mithilfe dieser versucht die EZB, die Erwartungen betreffend Inflation und Preisniveau auf lange Sicht hin zu vereinbaren. Das bedeutet, dass die EZB im Grunde genommen eine stabilitätsorientierte Geldpolitik verfolgt. Es wird versucht, sich diesem Thema aus unterschiedlichen Perspektiven zu nähern. Daher wird der Status Quo der aktuellen Finanzmarktsituation sowie das Involvement der EZB aufgezeigt.

Mit dem Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers begannen auch die Probleme auf den europäischen Finanzmärkten. Die EZB geriet unter Zugzwang zur Ausübung einer Anti-Krisenpolitik und wurde vermehrt für ihr Verhalten sowie die gesetzten Stabilitätsmaßnahmen kritisiert. Zurückgeführt wird die Kritik auf die besondere Stellung der EZB; ihr Wirkungsumfeld ist supranational. Dies bedeutet, die von der EZB verfolgte Geldpolitik betrifft alle Eurozonenmitglieder, wohingegen die anderen wirtschaftspolitischen Bereiche weiterhin der nationalen Souveränität der einzelnen Staaten unterliegen (sollten).

Im Großen und Ganzen betrifft die Kompetenzdiskussion die Vergabe von Krediten sowie den Erwerb von Schuldtiteln, den erleichterten Zugang zu Möglichkeiten der Kreditvergabe und die Vergemeinschaftung von Verbindlichkeiten bzw. den No-Bailout-Gedanken. Aktuell richtet sich die Kritik auf die Outright-Monetary-Transactions (OMT), einem gegenwärtigen Ankaufsprogramm der EZB. Aufgrund des fiskalpolitischen Charakters dieses Rettungsprogrammes haben Kläger aus Deutschland eine Beschwerde bezüglich der Verfassungswidrigkeit bei Gericht eingebracht. In der Literatur findet man ebenfalls facettenreiche Einwände. Kritiker verwenden verschiedenste Ansätze mit unterschiedlichen Schwerpunktsetzungen, um für oder gegen die Rechts- bzw. Mandatswidrigkeit zu argumentieren.

Ein glaubwürdiges und konsistentes Agieren der Zentralbank ist für die Signalwirkung an die Finanzmarktakteure relevant. Wenn diese ein konsistentes Vorgehen in der Maßnahmensetzung und der verfolgten Geldpolitik erkennen können, passen sie ihr Anlage- bzw. Investitionsverhalten an die Erwartungen an. Diese werden prognostizierbar und die EZB würde die Stabilität auf den Finanzmärkten schneller herstellen können.

10.2 Curriculum Vitae

DOMINIQUE KISIELEWSKI, BSc (WU)

ZINCKGASSE 13/50, 1150 WIEN

MOBIL: 0676/60 64 749, E-MAIL: DOMINIQUE4@GMX.AT

PERSÖNLICHE ANGABEN:

Geburtsdatum: 9. August 1989

Nationalität: Österreich

AUSBILDUNG:

- seit 10/2012 – dato: Universität Wien:
Masterstudium Betriebswirtschaft
Spezialisierungen: Public Utility Management, Externe
Unternehmensrechnung
& Bachelorstudium Soziologie
- 10/2008 – 06/2012: Wirtschaftsuniversität Wien:
Bachelorstudium Wirtschafts- und Sozialwissenschaften:
Betriebswirtschaft
Spezialisierungen: Public Management, Betriebswirtschaft der Klein-
und Mittelunternehmen
- 09/2003 – 05/2008: Höhere Lehranstalt für wirtschaftliche Berufe Wr. Neustadt
Spezialisierung: Wirtschaftsinformatik

BERUFSERFAHRUNG:

- 10/2014 – 05/2015: Deloitte Wien
Tax Academy & Audit Academy
- 09/2011 – 08/2014: Wirtschaftsuniversität Wien
IT-Services
- 07/2011: Herold Business Data
Produktionsmanagement Online
- 07/2009 – 08/2009, 07/2008 – 08/2008, 08/2007, 06/2006 – 08/2006:
Raiffeisenzentralbank, 1030 Wien
Card Processing and Sales

WEITERBILDUNG:

- 05/2013 – 06/2013: Spezialtrainings zu MS-Office: Excel, Outlook, Power Point, Word
Wirtschaftsuniversität Wien, IT-Services
- 04/2013: Soko Kund/inn/enorientierung
Wirtschaftsuniversität Wien, Lönnerberg Consulting