

Axel Troost und Philipp Hersel <sup>1</sup>

## Was passiert, wenn die EZB Verluste macht?

**Die Gefahren für die SteuerzahlerInnen und Inflation sind erfreulich begrenzt!**

veröffentlicht auf: [http://www.alternative-wirtschaftspolitik.de/andere\\_veroeffentlichungen/2013\\_/index.html](http://www.alternative-wirtschaftspolitik.de/andere_veroeffentlichungen/2013_/index.html)  
oder direkt: <http://www2.alternative-wirtschaftspolitik.de/uploads/m3413.pdf>

Im September 2012 hat die EZB angekündigt, bereits ausgegebene Staatsanleihen kriselnder Euro-Staaten notfalls in „unbegrenztem“ Maße auf dem Sekundärmarkt anzukaufen. Seit dem wird immer öfter die Frage aufgeworfen, was denn passiert, wenn diese angekauften Staatsanleihen im Zuge eines Staatsbankrotts oder eines Schuldenchnitts nicht fristgerecht oder gar nicht bedient werden.

Viele Politiker und Ökonomen gehen dabei intuitiv davon aus, oder schüren bewusst den Eindruck, dass bei einem Ausfall von Staatsanleihen der Euro-Krisenländer bei der EZB Verluste entstehen würden, die von den deutschen Steuerzahlerinnen und Steuerzahlern entsprechend dem deutschen EZB-Anteil von 27 Prozent übernommen werden müssten.<sup>2</sup>

Selbst seriöse Medien zeigen in dieser Frage wenig Professionalität und Sensibilität. So sprach z.B. Bundesbank-Chef Jens Weidmann in einem Spiegel-Interview im September 2011 von „beträchtlichen Risiken“ in der EZB-Bilanz. Weidmann ist bekanntlich einer der schärfsten Kritiker des derzeitigen EZB-Kurses, aber seine Aussage ist zumindest eine Interpretationsfrage und nicht offensichtlich vollkommen falsch. Anders die Spiegel-Redakteure. Sie machten daraus – aus Unkenntnis oder bewusst – kurzerhand „Milliarden-Risiken“ für die deutschen Steuerzahler: „Im schlimmsten Fall müssten die 17 Euro-Staaten, die die Bank tragen, frisches Geld nachschießen. Deutschland wäre dabei gemäß seinem Anteil an der Notenbank mit 27 Prozent der Summe beteiligt.“<sup>3</sup>

Gepaart ist diese Darstellung nicht selten mit entsprechender Stimmungsmache, „die Deutschen“ müssten „mal wieder“ die Zeche für die vermeintlich faulen und unfähigen Südeuropäer zahlen.

Die Frage, was passiert, wenn die EZB Verluste macht, ist für sich genommen natürlich völlig berechtigt und soll im Weiteren daher sachlich beantwortet werden. Dabei wird einmal mehr deutlich werden, dass im Bereich der Geldpolitik und des Zentralbankwesens viele Weisheiten des Alltagsverstands *nicht* zutreffen und daher die vorherrschenden Einschätzungen zu dieser Frage zumeist falsch oder bestenfalls nur ein Teil der Wahrheit sind.<sup>4</sup> Offensichtlich kann eine Zentralbank nämlich Dinge tun, die von den meisten Beobachtern zu Unrecht als unmöglich oder als Bilanzzauberei angesehen und

---

<sup>1</sup> Dr. Axel Troost ist Geschäftsführer der Arbeitsgruppe Alternative Wirtschaftspolitik und Mitglied im Vorstand des Instituts Solidarische Moderne (ISM). Philipp Hersel ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter in Berlin.

<sup>2</sup> So z.B. Hans-Werner Sinn: „Die Abschreibungslasten werden von der EZB in den ESM verlagert. Für die Steuerzahler ist das [...] einerlei, denn sie müssen für die Verluste beider Institutionen in gleicher Weise aufkommen.“ Handelsblatt vom 9.9.2013.

<sup>3</sup> <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/anleihenkaeufer-der-ezb-bundesbank-chef-warnt-vor-milliarden-risiken-a-786847.html>

<sup>4</sup> Wir danken insbesondere Jens Berger von den Nachdenkseiten, zum Einstieg siehe „Die Milliardenlüge“ unter <http://www.nachdenkseiten.de/?p=12251> und „Muss der Steuerzahler für Verluste der Zentralbanken haften?“ unter <http://www.nachdenkseiten.de/wp-print.php?p=14817>.

daher nicht als Bestandteil der politischen Handlungsmöglichkeiten in Betracht gezogen werden.

Zusätzliche Aktualität erhält die Frage nach der Haftung für EZB-Verluste durch die laufenden Verfahren zum Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) vor dem Bundesverfassungsgericht (BVerfG), zu denen im Herbst 2013 ein Urteil erwartet wird. Das BVerfG muss über die Frage entscheiden, wie weit die bisherigen Instrumente des Euro-Krisenmanagements die Rechte – und insbesondere das Budgetrecht – des Deutschen Bundestages beeinträchtigen oder gar aushöhlen. Schon bald nach der EZB-Ankündigung von Staatsanleihe-Aufkäufen 2012 hat das BVerfG durchblicken lassen, dass es bei dieser Frage auch die möglichen Folgen der EZB-Ankündigung für die öffentlichen Haushalte in Betracht ziehen werde.

### **1. *Verluste von Zentralbanken sind nichts ungewöhnliches***

Zunächst einmal ist festzuhalten, dass es keineswegs selten ist, dass eine Zentralbank Verlust macht. Es mag viele verwundern, dass eine Zentralbank Verluste machen kann, da sie doch Geld selber drucken kann. Aber das finanzielle Ergebnis einer Zentralbank ergibt sich aus der Summe mehrerer Geschäftsaktivitäten. Die sicherlich bekannteste ist tatsächlich die Geldversorgung der Geschäftsbanken. Dabei schöpft die Zentralbank neues Geld, indem sie den Geschäftsbanken gegen Zinsen und die Bereitstellung von Sicherheiten für einen bestimmten Zeitraum ein entsprechendes Guthaben auf deren Konten bei der Zentralbank gutschreibt.<sup>5</sup> Aus dieser Aktivität entstehen der Zentralbank praktisch immer Zinsgewinne.<sup>6</sup> Die bei Einräumung des zeitlich befristeten Kredits aus dem Nichts geschöpfte Geldmenge wird im Moment der Rückzahlung wieder vernichtet. Die Zentralbank steuert die Geldmenge unter anderem dadurch, dass sie die Geschäftsbanken durch die Wahl des Leitzinses dazu ermutigt oder anhält, jeweils mehr oder weniger neue Zentralbankkredite aufzunehmen als gleichzeitig auslaufen.<sup>7</sup>

Neben der Geldversorgung per Kredit tritt die Zentralbank auch direkt am Finanzmarkt auf, indem sie Wertpapiere langfristig aufkauft bzw. verkauft (sogenannte „endgültige

---

<sup>5</sup> Streng genommen handelt es sich bei der Kreditgewährung der Zentralbank an die Geschäftsbanken um ein vorab zeitlich befristetes Tauschgeschäft: die Geschäftsbanken verkaufen sogenannte „notenbankfähige“ Wertpapiere an die Zentralbank, die ihrerseits dafür mit neu geschöpftem Geld zahlt. Beim Verkauf verpflichtet sich die Geschäftsbank, dieselben Wertpapiere nach einem vereinbarten Zeitraum wieder zurückzukaufen. Sollten die Wertpapiere in der Zwischenzeit einen Ertrag abwerfen, so steht dieser den Geschäftsbanken zu. Ein solches Verfahren zur Bereitstellung von Liquidität wird als Wertpapierpensionsgeschäft bezeichnet.

<sup>6</sup> Verluste entstehen lediglich in den wenigen Fällen, wenn Geschäftsbanken pleite gehen und die von Ihnen hinterlegten Sicherheiten den vergebenen Zentralbankkredit nicht aufwiegen. Vgl. dazu Fußnote 18.

<sup>7</sup> Auch wenn im weiteren Papier häufig auf die Geldmenge im Zusammenhang mit Inflation Bezug genommen wird, so liegt dem keineswegs ein mechanistisches Verständnis im Sinne einer „Quantitätstheorie des Geldes“ zu Grunde. Eine verdoppelte Geldmenge übersetzt sich eben nicht automatisch in eine Verdopplung des Preisniveaus. Genau so wenig gilt aber umgekehrt, dass Geldmenge und Inflation nichts miteinander zu tun haben und die Zentralbank beliebig viel Geld drucken kann, ohne Inflation zu riskieren. Von daher ist es geldpolitisch durchaus wichtig, dass die Zentralbank die Menge des umlaufenden Geldes steuern kann.

Wertpapieran- bzw. -verkäufe“).<sup>8</sup> Beim Ankauf bringt sie dabei eine zusätzliche Geldmenge in Umlauf, beim Verkauf hingegen verringert sie die Geldmenge. Bei solchen Geschäften können je nach Kursentwicklung der Wertpapiere und deren Erträgen Gewinne oder Verluste entstehen. Das Ziel solcher endgültiger Wertpapieran- bzw. -verkäufe kann – je nach Mandat der Zentralbank – neben der Beeinflussung der Geldmenge auch die Beeinflussung bestimmter Marktsegmente sein, wenn die Zentralbank z.B. aufgrund von Panikverkäufen auf den Finanzmärkten den Eindruck hat, dass Wertpapierpreise in einzelnen Segmenten (z.B. Staatsanleihen, Pfandbriefe o.ä.) vom Markt falsch eingeschätzt werden.

Der dritte Bereich, aus dem am häufigsten Verluste von Zentralbanken resultieren, ist die Bewirtschaftung und Bewertung der Gold- und Devisenreserven. Zentralbanken besitzen üblicherweise größere Bestände an Gold und Devisen, die in ihrem Wert starken Schwankungen unterliegen. In den 1960er und 1970er Jahren, als der US-Dollar im Verhältnis zur D-Mark zunächst geordnet abwertete und nach der Aufgabe des Systems fester Wechselkurse („Bretton-Woods-System“) stark fiel (von 4,17 DM/US-\$ 1960 auf 1,82 DM/US-\$ 1979), hat die deutsche Bundesbank über viele Jahre hinweg große Abschreibungen auf ihre Dollar-Reserven – also Wertberichtigungen nach unten – vorgenommen, die die sonstigen Erträge inkl. der Zinsgewinne deutlich überstiegen. Per Saldo kam es so zu Notenbankverlusten, die zu keinem Zeitpunkt aus dem Bundeshaushalt ausgeglichen wurden. Laut Bundesbankgesetz hätte die Bundesbank auch keinen Anspruch darauf gehabt. Ganz im Gegenteil und für die meisten heutigen Beobachter kaum vorstellbar: in dieser Zeit wurden Milliarden-Löcher im Bundeshaushalt mit Bundesbankkrediten gestopft.<sup>9</sup>

Auch die EZB hat seit ihrer Gründung in den Jahren 1999, 2003 und 2004 Fehlbeträge erwirtschaftet (vgl. Tabelle T1).<sup>10</sup> Diese wurden aus den Rücklagen bzw. durch eine teilweise Aufzehrung des eingezahlten Kapitals ausgeglichen. In den Jahren bis 2007, in denen ein Überschuss erwirtschaftet wurde, ging dieser komplett in die allgemeinen Rücklagen. 2008 war das erste Jahr, in dem ein Teil des Jahresüberschusses tatsächlich an die nationalen Zentralbanken als Gewinn ausgeschüttet wurde, da die Höhe der allgemeinen EZB-Rücklagen die Höhe des eingezahlten Kapitals nicht überschreiten darf.

---

<sup>8</sup> Im Gegensatz zur vorgenannten Kreditgewährung an die Geschäftsbanken über Wertpapierpensionsgeschäfte sind solche Wertpapieran- bzw. -verkäufe nicht von vorn herein zeitlich befristet und finden am Markt – also nicht nur zwischen Zentralbank und Geschäftsbanken - statt. In der Regel hält die Zentralbank die angekauften Wertpapiere bis zur Fälligkeit (z.B. bis zum Ende der Laufzeit einer Anleihe). Um eine Verwechslung zwischen Wertpapierpensionsgeschäften (nur mit Banken) und solchen Wertpapiergeschäften (am Markt) zu vermeiden, werden letztere als „endgültige Wertpapieran- bzw. verkäufe“ bezeichnet.

<sup>9</sup> Diether Stolze: Das Problem Dahlgrün, DIE ZEIT vom 19. August 1966, <http://www.zeit.de/1966/34/das-problem-dahlgruen>.

<sup>10</sup> Diese Ergebnisentwicklung der EZB ist nicht zu verwechseln mit dem konsolidierten Ergebnis des gesamten Euro-Systems – also den konsolidierten Bilanzen aller Zentralbanken der Euro-Mitgliedsländer.

**Tabelle T1: Überschuss bzw. Fehlbetrag der EZB inkl. der Zuführungen zu Rückstellungen (Mrd. Euro)<sup>11</sup>:**

1999	-0,247 (keine Gewinnausschüttung)
2000	1,990 (keine Gewinnausschüttung)
2001	1,821 (keine Gewinnausschüttung)
2002	1,220 (keine Gewinnausschüttung)
2003	-0,477 (keine Gewinnausschüttung)
2004	-1,636 (keine Gewinnausschüttung)
2005:	0,992 (keine Gewinnausschüttung)
2006:	1,379 (keine Gewinnausschüttung)
2007:	0,286 (keine Gewinnausschüttung)
2008:	2,66 (1,32 Mrd. als Gewinn ausgeschüttet)
2009:	2,22 (2,25 Mrd. als Gewinn ausgeschüttet)
2010:	1,33 (0,17 Mrd. als Gewinn ausgeschüttet)
2011:	1,89 (0,73 Mrd. als Gewinn ausgeschüttet)
2012:	2,16 (1,0 Mrd. als Gewinn ausgeschüttet)

Quelle: Jahresberichte der EZB

Die Hauptverlustquelle der EZB in den betreffenden Jahren waren – ähnlich wie bei der Bundesbank zuvor beschrieben – Bewertungsverluste auf ihre US-\$-Reserven. Aus demselben Grund haben auch diverse nationale Zentralbanken immer mal wieder Fehlbeträge erwirtschaftet.

## **2. Die juristische Seite von Verlusten**

Die EZB ist eine juristische Person des europäischen Rechts, für die in den EU-Verträgen klare Regeln gelten. Auch zu möglichen Verlusten der EZB sind dort Vorkehrungen getroffen. Diese sind geregelt in Artikel 33 des Protokolls über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der EZB.<sup>12</sup> Dort heißt es:

„33.2. Falls die EZB einen Verlust erwirtschaftet, kann der Fehlbetrag aus dem allgemeinen Reservefonds der EZB und erforderlichenfalls nach einem entsprechenden Beschluss des EZB-Rates aus den monetären Einkünften des betreffenden Geschäftsjahres im Verhältnis und bis in Höhe der Beträge gezahlt werden, die nach Artikel 32.5 an die nationalen Zentralbanken verteilt werden.“

<sup>11</sup> Entgegen der üblichen Berichtspraxis schließt die EZB im Begriff Überschuss (bzw. Fehlbetrag) die Zuführungen zu (bzw. Auflösung von) Rückstellungen für Wechselkurs-, Zinsänderungs-, Kredit- und Goldpreisrisiken mit ein. Unter Jahresüberschuss versteht sie hingegen den Gewinn, den sie an ihre Anteilseigner, d.h. die Zentralbanken des Euro-Systems, ausschüttet.

<sup>12</sup> Aktuelle Fassung nach Amtsblatt der Europäischen Union vom 30.3.2010.

Fehlbeträge aus einem Teilbereich der Geschäftstätigkeit der EZB (z.B. Bewertungsverluste der Gold- und Devisenbestände) werden zunächst durch Rückgriff auf die Rücklagen („allgemeiner Reservefonds“) ausgeglichen. Parallel dazu kann der EZB-Rat entscheiden, solche Fehlbeträge mit den Überschüssen aus anderen Bereichen (z.B. dem Zinsüberschuss) zu verrechnen. Diese Verrechnung kann aber logischerweise nur so weit gehen, wie überhaupt Überschüsse aus anderen Geschäftsfeldern zur Verfügung stehen. Im Zweifelsfall stehen dann zur Auffüllung von Rücklagen oder zur Gewinnausschüttung an die Zentralbanken der Euro-Zone keine Mittel mehr zur Verfügung und die „Aktionäre“ der EZB, also die Euro-Zentralbanken, müssen auf eine Dividende verzichten. Von einem Durchreichen von Verlusten der EZB an ihre Aktionäre ist aber nirgendwo die Rede.<sup>13</sup> Es stellt sich also die Frage, was passiert, wenn das Gesamtergebnis – anders als bei den Verlusten 1999, 2003 und 2004 – auch nach Verwendung der Rücklagen negativ ist.

In der Satzung der EZB findet sich für die Bilanzierung solcher Verluste keine Regelung. Auch gelten für die EZB nicht die im Finanzsektor üblichen Bilanzierungsstandards (wie sie für Geschäftsbanken z.B. im Aktien-, Handels- oder Steuerrecht oder durch internationale Regelwerke wie die „International Financial Accounting Standards“ (IFRS) vorgegeben sind). Nationale Zentralbanken entscheiden über ihre Bilanzierungsstandards selbst und haben von daher viele Gestaltungsmöglichkeiten. Dennoch hat sich der EZB-Rat – analog zu einem „normalen“ Unternehmen – bisher immer dazu entschieden, diese jährlichen Fehlbeträge mit dem eingezahlten Kapital zu verrechnen und letzteres dadurch abzusenken.

Die EZB-Verluste in 1999, 2003 und 2004 sind freilich nicht mit dem eingangs beschriebenen Szenario vergleichbar, dass der EZB bei einem Schuldenschnitt oder einer Insolvenz eines oder mehrerer Euro-Krisenländer Verluste in zwei oder gar dreistelliger Milliardenhöhe drohen könnten. In einem solchen Fall wären die Rückstellungen, Rücklagen und das Kapital der EZB schnell aufgezehrt.

### **3. EZB und Euro-System**

Um die Verlusttragfähigkeit der EZB und die Konsequenzen von Verlusten besser beurteilen zu können, ist ein sehr genauer Blick in die Arbeitsteilung im „Europäischen System der Zentralbanken“ („Euro-System“), also dem Zusammenspiel der EZB mit den 17 Zentralbanken der Währungsunion, nötig. Die wohl wichtigste Unterscheidung ist die zwischen der EZB als Dach der Zentralbanken der Euro-Zone einerseits und dem Euro-System als Summe der nationalen Zentralbanken und der EZB andererseits. Es kommt häufig vor, dass auch das Euro-System mit dem Etikett EZB bezeichnet wird. Das rührt wohl daher, dass die nationalen Zentralbanken mit der Währungsunion ihre geldpolitische Souveränität aufgegeben haben, und sie daher nur als ausführende Organe bzw. nationale Außenstellen der EZB wahrgenommen werden.

Der Unterschied zwischen der EZB und dem Euro-System als Ganzem ist allerdings beträchtlich und für das Verständnis der Politik der EZB wesentlich. Dies wird durch einen Blick in die Bilanzen deutlich:

---

<sup>13</sup> Vgl. Helmut Siekmann: Die Verwendung des Gewinns der Europäischen Zentralbank und der Bundesbank, Institute for Law and Finance, Working Paper Series No. 38 02/2005, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt/Main, S. 4)

**Tabelle T2: Ausgewählte Posten aus den Bilanzen der EZB und des Euro-Systems**

31.12.2012, Mrd. Euro	Bilanz EZB	Bilanz Euro-System (konsolidiert) <sup>14</sup>	Anteil EZB am Euro-System
<b>Aktiva (ausgewählte Bilanzposten)</b>			
Gold	20	439	4,6%
Forderungen in Fremdwährung gegen Ansässige außerhalb Euro-Zone	41	251	16,3%
Forderungen in Euro aus geldpolitischen Operationen gegen Banken im Euro-Raum (Wertpapierpensionsgeschäfte)	0	1.126	0,0%
davon Hauptrefinanzierungsgeschäfte (Laufzeit eine Woche)	0	90	0,0%
davon längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (Laufzeit 3, 6, 12 oder 36 Monate)	0	1.034	0,0%
Wertpapiere in Euro von Ansässigen der Euro-Zone	22	586	3,8%
davon für geldpolitische Zwecke	22	277	7,9%
davon sonstige Wertpapiere	0	309	0,0%
Forderungen der EZB gegen Euro-System	98	-	-
<b>Aktiva gesamt</b>	<b>207</b>	<b>2.963</b>	<b>7,0%</b>
<b>Passiva (ausgewählte Bilanzposten)</b>			
Banknotenumlauf	73	913	8,0%
Einlagen von Banken (inkl. Mindestreserve, ohne Einlagenfazilitat)	0	447	0,0%
Einlagenfazilitat	0	280	0,0%
Verbindlichkeiten ggü. Nicht-Banken im Euro-Raum (v.a. öffentliche Haushalte)	1	136	0,7%
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb Euro-Zone	51	184	27,7%
Verbindlichkeiten der EZB gegen Euro-System	40	-	-
<b>Passiva gesamt</b>	<b>207</b>	<b>2.963</b>	<b>7,0%</b>

Die Bilanzsumme der EZB beträgt gerade einmal 7 Prozent der konsolidierten Gesamtbilanz des Euro-Systems. Sowohl bei der Verwaltung der Währungsreserven (EZB verwaltet nur 4,6 Prozent der Goldbestände und 16,3 Prozent der Devisenanlagen außerhalb der Euro-Zone) als auch bei den Wertpapierbeständen von Emittenten der Euro-Zone (3,8 Prozent) spielt die EZB vom Volumen her nur eine geringe Rolle. Sehr deutlich wird in dem Bilanzvergleich die Arbeitsteilung innerhalb des Euro-Systems. Der

<sup>14</sup> „Konsolidiert“ bedeutet, dass Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen den Institutionen des Euro-Systems verrechnet werden.

EZB-Rat legt zwar bekanntlich die Geldpolitik und die Leitzinsen für die Euro-Zone fest, die klassische Kreditversorgung der Geschäftsbanken mit Zentralbankgeld zum Leitzins (die sog. *Hauptrefinanzierungsgeschäfte* und die *Längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte*) wird im Euro-System aber nur von den nationalen Zentralbanken ausgeführt und auch in deren Bilanzen verbucht. Da die Haupteinnahmen der Zentralbanktätigkeit aus der Liquiditätsversorgung der Geschäftsbanken, d.h. dem Zinsgewinn aus Geldschöpfung, entstehen, fällt der Großteil der Zentralbankgewinne des Euro-Systems direkt bei den nationalen Zentralbanken an – in Deutschland also bei der Deutschen Bundesbank. Am Ende jeden Jahres werden die den nationalen Zentralbanken im Rahmen der Geldpolitik entstandenen Gewinne entsprechend dem nationalen Kapitalanteil am Euro-System zwischen den nationalen Zentralbanken umverteilt.

Während die Geldversorgung der Geschäftsbanken im Euro-System nur dezentral über die nationalen Zentralbanken erfolgt, wird bei den „endgültigen Wertpapieran- bzw. -verkäufen“ ein Schlüssel verabredet, wie sich die EZB und die nationalen Zentralbanken den geldpolitischen Ankauf bzw. Verkauf von Wertpapieren aufteilen. Dieser orientiert sich üblicherweise am sogenannten Banknotenverteilungsschlüssel, der die Anteile von EZB und nationalen Zentralbanken bei der Ausgabe von Euro-Banknoten regelt. Die EZB übernimmt entsprechend 8 Prozent der Ankäufe, während sich die nationalen Zentralbanken die verbleibenden 92%, anteilig nach ihren Kapitalanteilen an der EZB, aufteilen.

„Endgültige Wertpapieran- bzw. -verkäufe“ am Markt gehören zum regulären Instrumentenkasten einer Zentralbank; die EZB hat von diesem Instrument aber erst im Laufe der Euro-Krise ab 2009 und mit Hinweis auf tiefgreifende Verwerfungen und Marktversagen auf den Finanzmärkten Gebrauch gemacht.

#### **4. Risiken in der Bilanz von EZB und Euro-System**

Die in Tabelle T2 ausgewiesenen 22 Mrd. bzw. 277 Mrd. Euro an geldpolitischen Wertpapierbeständen der EZB bzw. des Euro-Systems stammen aus drei Ankaufprogrammen der EZB: das erste „Programm zum Aufkauf gedeckter Schuldverschreibungen“ („Covered Bond Purchase Programme“ – CBPP 1) (Juli 2009 bis Juni 2010), das „Zweite Programm zum Aufkauf gedeckter Schuldverschreibungen“ (November 2011 bis Oktober 2012) (CBPP 2) und das „Programm für die Wertpapiermärkte“ („Securities Markets Programme“ – SMP) (Mai 2010 bis September 2012).

Von den zum Ende 2012 vom Euro-System im Rahmen der drei Programme gehaltenen Wertpapieren im Umfang von 277 Mrd. Euro entfielen nur 22 Mrd. Euro (7,9 Prozent) auf die EZB, der überwiegende Teil der Ankäufe erfolgte über die nationalen Zentralbanken. So landeten zum 31.12.2012 geldpolitische Wertpapiere im Umfang von 67,5 Mrd. Euro in der Bilanz der Bundesbank (entspricht 24,4 Prozent des Gesamtvolumen von 277 Mrd. Euro).

Die EZB ist stets bemüht, diese Wertpapiere als vollständig werthaltig zu bezeichnen und keinerlei Fragen bezüglich möglicher Verluste aufkommen zu lassen. Um dies zu bekräftigen und ihre eigenen Bilanzierungskriterien zu erfüllen, hat der „EZB-Rat [...] entschieden, dass zum 31. Dezember 2012 für die in den SMP-Beständen enthaltenen Anleihen der Hellenischen Republik kein Wertberichtigungsbedarf besteht.“<sup>15</sup> Damit

---

<sup>15</sup> Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 2012, S. 155.

liegt die Voraussetzung vor, dass die EZB und die nationalen Zentralbanken keine Abschreibungen oder zweckgebundene Rückstellungen für Wertpapiere des „Programms für die Wertpapiermärkte“ vornehmen müssen.

Und wenn doch Abschreibungen fällig werden? Wie weiter oben beschrieben, kann die EZB operative Verluste aus ihrem Reservefonds, aus ihrem Kapital und durch Einbehaltung von Gewinnen ausgleichen. Für darüber hinaus gehende Verluste kann die EZB aber keinen Ausgleich der Verluste, z.B. in Form von Kapitalnachsüssen, von den nationalen Zentralbanken des Euro-Systems – ganz zu schweigen von nationalen Regierungen oder europäischen Institutionen – einfordern. Da die EZB bei den bisherigen Operationen nur relativ geringe Wertpapiervolumina in der eigenen Bilanz hat, sind mehrstellige Milliardenverluste der EZB derzeit kaum möglich.

Nach der zum Jahresende 2012 abgeschlossenen Kapitalerhöhung hat die EZB ein gezeichnetes Kapital von 10,76 Mrd. Euro.<sup>16</sup> Davon stehen praktisch aber nur 7,65 Mrd. Euro eingezahltes Kapital zur Verfügung, da die Zentralbanken in der EU, die nicht Mitglied der Euro-Zone sind, nur einen Bruchteil des von ihnen gezeichneten Kapitals einzahlen müssen. Zur bilanztechnischen Verlustverrechnung stehen also 7,65 Mrd. Euro eingezahltes Kapital, 7,53 Mrd. Euro des Reservefonds und der jeweils anfallende Jahresüberschuss zur Verfügung. Das gesamte Euro-System hatte zum Jahresende 2012 insgesamt ca. 88,1 Mrd. Euro an Kapital und Rücklagen.

Im Rahmen des inzwischen beendeten SMP hielt das Euro-System Ende 2012 Staatsanleihen im Nennwert von 218 Mrd. Euro, davon 33,9 Mrd. Euro griechische, 14,2 Mrd. Euro irische, 22,8 Mrd. Euro portugiesische, 44,3 Mrd. Euro spanische und 102,8 Mrd. Euro italienische Staatsanleihen.<sup>17</sup> Sollte es zu einem isolierten Totalverlust auf die griechischen und portugiesischen Staatsanleihen kommen, wäre der Verlust auf ganz konventionelle Weise bilanztechnisch zu verschmerzen.<sup>18</sup>

---

<sup>16</sup> Siehe EZB-Jahresbericht 2012, S. 221f. Die vom EZB-Rat 2010 beschlossene Kapitalerhöhung wurde Ende 2012 abgeschlossen, siehe [http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr101216\\_2.de.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr101216_2.de.html).

<sup>17</sup> Pressemitteilung der EZB vom 21.2.2013, [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221_1.en.html)

<sup>18</sup> Das gilt auch dann, wenn die nationalen Zentralbanken in sehr unterschiedlichem Maße Griechenland-Anleihen in ihren Beständen halten und daraus Verluste erleiden. So ist z.B. davon auszugehen, dass die französische und die griechische Zentralbank weit mehr als nur 20,3 Prozent bzw. 2,8 Prozent (ihr jeweiliger Kapitalanteil an der EZB) dieses Volumens angekauft haben, da französische und griechische Banken besonders viele griechische Staatsanleihen besaßen bzw. besitzen und veräußern wollten. Dennoch würden die beiden Zentralbanken nur im Umfange ihrer Kapitalanteile an Verlusten auf griechische Staatsanleihen teilhaben, denn die im Rahmen geldpolitischer Operationen entstehenden Verluste werden zwischen den nationalen Zentralbanken nach Maßgabe ihres Kapitalanteils im Euro-System umverteilt. Diese Regel gilt gleichermaßen für „endgültige Wertpapieran- bzw. -verkäufe“ wie auch für die Kreditversorgung der Geschäftsbanken. Muss eine nationale Zentralbank Verluste realisieren, weil eine Geschäftsbank in die Insolvenz geht und die hinterlegten Sicherheiten den ausgefallenen Notenbankkredit nicht aufwiegen, so werden auch diese Verluste im Nachhinein anteilig an die anderen Zentralbanken des Euro-Systems nach deren Kapitalanteilen weiterverteilt. Als am 15. September 2008 die europäische Tochter der Bank Lehman Brothers „Lehman Brothers Bankhaus AG“ mit Sitz in Frankfurt/Main zusammen mit ihrer US-Mutter in die Insolvenz ging, traf das zunächst die Bundesbank-Bilanz, denn die Lehman Brother Bankhaus AG hatte 8,5 Mrd. Euro vom Euro-System über die Bundesbank geliehen. Seitdem hat die Bundesbank die von Lehman Brothers gestellten

Bislang konnte die EZB durchsetzen, dass Staatsanleihen, die im Besitz des Euro-Systems sind, von Überlegungen über Schuldenschnitte und Moratorien ausdrücklich ausgenommen sind. Über Umwege leistet das Euro-System dennoch einen Beitrag für Griechenland. So leiten die Euro-Staaten die Zinsgewinne, die dem Euro-System aus Griechenland-Anleihen entstehen und die von den nationalen Zentralbanken an die Euro-Mitgliedsländer ausgeschüttet werden, wieder zurück nach Griechenland.<sup>19</sup> Der Gedanke ist zwar richtig, aber unnötig kompliziert. Denn alternativ könnte die EZB auch gleich auf die vollständige Bedienung ihrer Griechenland-Anleihen verzichten. Aus fiskalischer Sicht der Euro-Staaten würde dies jedenfalls keinerlei Unterschied machen.

## **5. OMT-Programm: das große Verlust-Szenario**

Das SMP stand, vor allem seitens deutscher Politiker, Notenbanker und konservativer Ökonomen, von Beginn an massiv in der Kritik. Der damalige Bundesbank-Chef Axel Weber erklärte wegen des SMP 2011 seinen Rücktritt. Entsprechend noch viel aufgeregter wurde in Deutschland die Ankündigung des „Outright-Monetary-Transactions-Programms“ (OMT-Programm) durch die EZB im September 2012 aufgenommen. Neben Fragen der Unabhängigkeit der Zentralbank und der Geldwertstabilität (siehe dazu Abschnitt 6) spielt bei der Kritik am OMT die Frage möglicher Verluste für die Steuerzahlerinnen und Steuerzahler eine große Rolle.

Was also würde passieren, wenn im Rahmen des bislang nur angekündigten „Outright-Monetary-Transactions-Programms“ (OMT-Programm) ein sehr großes Volumen von Staatsanleihen angekauft und diese Anleihen dann ganz oder teilweise notleidend würden?

Es spricht vieles dafür, dass das OMT-Programm nach derselben Arbeitsteilung wie die bisherigen Ankauf-Programme abgewickelt würde. Dabei entstehende Verluste würden sich also auf die EZB und die nationalen Zentralbanken verteilen. Die EZB würde ihren Reservefonds auflösen, sämtliche Gewinne aus anderen Geschäftsbereichen verlustmindernd verrechnen und den Restbetrag zulasten ihres Kapitals verbuchen. Dabei würde das eingezahlte Kapital aufgezehrt und es entstünde (bilanztechnisch) negatives Eigenkapital. Die nationalen Zentralbanken würden ihre Verluste addieren, diese dann nach den nationalen Anteilen am EZB-Kapital umverteilen und dann ebenfalls ihre Rücklagen und ihr Kapital aufzehren und ggf. negatives Kapital ausweisen.

Bei einem normalen Unternehmen würde eine solche Situation die sofortige Einleitung der Insolvenz nach sich ziehen, denn ein solches Unternehmen wäre logischerweise

---

Sicherheiten zu einem großen Teil verwertet, und hatte für den noch ausstehenden Rest von 1,1 Mrd. Euro Ende 2012 noch Verlustrückstellungen von 300 Millionen Euro in der Bilanz. Nach Abschluss der Verwertung kann die Bundesbank die letztlich entstandenen Verluste anteilig an die anderen Zentralbanken weitergeben.

<http://www.finanznachrichten.de/nachrichten-2013-02/26032382-eurozone-zentralbanken-haken-lehman-pleite-ab-015.htm>

<sup>19</sup> Beschlüsse der Eurogruppe am 20. und 26. November 2012 zur weiteren Fortsetzung des Griechenlandprogramms, [http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/ECOFIN\\_und\\_Eurogruppe/2012-11-28-ecofin-nachbericht.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/ECOFIN_und_Eurogruppe/2012-11-28-ecofin-nachbericht.html)

zahlungsunfähig.<sup>20</sup> Nicht jedoch die Zentralbank. Solvenz meint grundsätzlich die mittel- und langfristige Fähigkeit, bestehenden Zahlungsverpflichtungen fristgerecht nachzukommen. Da eine Zentralbank aber über das Recht zur Schaffung von Geld verfügt, ist sie – quasi per Definition – stets zahlungsfähig, solange es sich um Zahlungsverpflichtungen in eigener Währung handelt.

Oben wurde bereits dargelegt, dass weder Bundesbank noch EZB einen gesetzlichen Anspruch haben, anfallende Verluste durch einen Nachschuss von Kapital seitens ihrer Anteilseigner bzw. Eigentümer ausgeglichen zu bekommen. Dies ist die gängige Rechtslage auch in anderen Ländern der Euro-Zone.<sup>21</sup> Desweiteren gibt es auch keinerlei gesetzliche Anforderung an die politischen Institutionen bzw. die Bankenaufsicht, die EZB oder die Bundesbank zu schließen, sollte deren Eigenkapital negativ werden. Ganz im Gegenteil: der gesetzliche Auftrag an die EZB zur Wahrnehmung der Geldpolitik in der Euro-Zone bleibt uneingeschränkt bestehen und die EZB darf entsprechend auch bei negativem Eigenkapital ihre Geschäftstätigkeit nicht einstellen.

Was aber passiert dann mit dem eventuellen negativen Eigenkapital, also enormen Verlusten? Die können sich doch nicht einfach in Luft auflösen!? Die frappierende Antwort lautet: Doch! Können Sie! Die einzige Konsequenz dieser Verluste ist eine entsprechend hohe Zahl mit negativem Vorzeichen in den Büchern der Zentralbank.

Peter Stella, früher Chef der Abteilung Zentralbankpolitik des Internationalen Währungsfonds und einer der renommiertesten Ökonomen zu Fragen des Eigenkapitals von Zentralbanken, hat diese für viele Zeitgenossen befremdliche Sachlage klar festgehalten:

„Central Banks need not have capital nor even positive net worth to function in a technical sense.“<sup>22</sup>

„Zentralbanken brauchen kein Kapital, geschweige denn einen positiven Marktwert, um im technischen Sinne zu funktionieren“ (Übers. d.d. Verf.)

Noch weiter geht die wissenschaftliche Abteilung der EZB. In einem EZB-Arbeitspapier kommt sie zu dem Schluss, dass in dem von ihr zugrunde gelegten Zentralbank-Modell

„... central bank capital [...] does not seem to matter for monetary policy implementation, in essence because negative levels of capital do not represent any threat to the central bank being able to pay for whatever costs it has. Although losses may easily accumulate over a long period of time and lead to a huge negative capital, no reason emerges why this could affect the central bank's ability to control interest rates.“<sup>23</sup>

„... Zentralbankkapital [...] für die Umsetzung der Geldpolitik keine Rolle spielt, weil grundsätzlich auch das Niveau eines negativen Eigenkapitals keine Bedrohung für die Zentralbank darstellt, Zahlungsverpflichtungen – welcher Art auch

---

<sup>20</sup> Bei einer Geschäftsbank hätte die Bankenaufsicht sogar schon früher, nämlich bei Unterschreitung der Mindestanforderungen an das Eigenkapital, einschreiten und die Bank ggf. schließen müssen.

<sup>21</sup> Auf Anfrage beim wissenschaftlichen Dienst des Deutschen Bundestages wurde dies für die italienische, die österreichische und die niederländische Zentralbank bestätigt.

<sup>22</sup> Peter Stella: Do Central Banks Need Capital?, IMF Working Paper WP/97/83, Internationaler Währungsfonds, Juli 1997, S. 12.

<sup>23</sup> Ulrich Bindseil, Andres Manzanares, Benedict Weller: The Role of Central Bank Capital Revisited, Working Paper Series No. 392, Europäische Zentralbank, September 2004, S. 23.

*immer – nachzukommen. Obwohl Verluste sich über einen langen Zeitraum leicht ansammeln und zu einem riesigen negativen Kapital führen können, gibt es keinen Grund, warum dies die Fähigkeit der Zentralbank beeinflussen könnte, die Zinssätze zu kontrollieren. (Übers. d.d. Verf.)*

Karl Whelan, Professor für Ökonomie in Dublin und zuvor lange für die Federal Reserve in den USA und die irische Zentralbank tätig, hat die Frage von Verlusten und negativem Eigenkapital konkret für die EZB durchgespielt. Seine Einschätzung lautet:

*„What would happen if the ECB published its weekly balance sheet one day and it showed negative capital? For many commentators, the answer is apocalyptic. The euro will have lost all credibility as currency, hyper-inflation will ensue, that kind of thing. In truth, the answer is that not much at all would happen.“<sup>24</sup>*

*„Was würde passieren, wenn die EZB in ihrem wöchentliche Bilanzausweis eines Tages negatives Kapital ausweisen würden. Aus Sicht vieler Kommentatoren ist die Antwort auf diese Frage apokalyptisch: Der Euro hätte sämtliche Glaubwürdigkeit als Währung verloren, Hyperinflation würde folgen, derartige Sachen. In Wahrheit lautet die Antwort, dass überhaupt nicht viel passieren würde.“ (Übers. d.d. Verf.)*

Die EZB bzw. das Euro-System und andere Zentralbanken benötigen also zu ihrer Existenz und zur technischen Durchführung ihrer geldpolitischen Aufgaben kein Eigenkapital und können auch bei stark negativem Eigenkapital funktionieren.

Die Einschätzung von Karl Whelan ist aber dahingehend zu präzisieren, dass der Ausweis eines negativen Eigenkapitals bzw. hoher Verluste von EZB und Euro-System eben nur im juristischen und geldtheoretischen Sinne nicht automatisch dramatische Konsequenzen hätte. Praktisch muss man aber natürlich davon ausgehen, dass ein solches Szenario beim überwiegenden Teil der Finanzmarktakteure zu massiver Verunsicherung führen würde, wenn eine solche Situation unerwartet und ohne eine vorbereitende politische Diskussion eintreten würde. Es ist dann wie mit der sprichwörtlichen Panik im vollbesetzten Kino: Schreit jemand „Feuer“, rennen die meisten Besucher kopflos vor Panik zu den Ausgängen und trampeln sich dabei gegenseitig tot. Wird hingegen umsichtig informiert und behutsam geräumt, können sich die Besucher vernünftig auf die Situation einstellen und in Ruhe und sicher das Kino verlassen.

Die Angelegenheit ist umso heikler, als dass man eben von der Mehrzahl der Finanzmarktakteure – obschon sie tagtäglich Unsummen an Finanzmärkten bewegen – leider nicht erwarten kann, dass sie die Hintergründe von Notenbankgeld, Geldschöpfung und den Funktionsbedingungen einer Zentralbank wirklich verstanden haben. Banker, Investment-Manager und Wertpapierhändler könnten – nicht anders als die Normalbürgerin und der Normalbürger auf der Straße – in Panik verfallen und das übliche Szenario ausmalen: „Jetzt geht das Geld kaputt, jetzt bricht alles zusammen, jetzt kommt die große Inflation, jetzt schnell noch Essensvorräte anlegen!“

Aus genau diesem Grund scheuen die meisten Ökonomen – wenn sie sich etwas mit der Thematik beschäftigt haben – davor zurück, bei Zentralbanken tatsächlich größere

---

<sup>24</sup> Karl Whelan: Is the ECB Risking Insolvency? Does it Matter? Forbes, <http://www.forbes.com/sites/karlwhelan/2012/08/06/is-the-ecb-risking-insolvency-does-it-matter/>

Verluste entstehen zu lassen. Juristisch und ökonomisch kämen Zentralbanken zwar ohne Eigenkapital aus und könnten sogar in hohem Maße negatives Eigenkapital, d.h. Verluste, verkraften. Wegen der daraus folgenden Verunsicherung bzw. veränderten Erwartung der Finanzmarktakteure raten sie dennoch davon ab (so auch die oben zitierten Peter Stella und die Autoren des EZB-Arbeitspapiers). In seiner Erklärung vor dem Bundesverfassungsgericht machte auch Bundesbank-Chef Jens Weidmann diesen Aspekt des Vertrauensverlustes besonders stark. Zwar sei der Bundesbank klar, dass sie keinen gesetzlichen Anspruch auf den Ausgleich eventueller Notenbankverluste aus dem Bundeshaushalt habe. Dennoch könnte „eine Verlustübernahme durch den Bund [...] erforderlich werden, wenn das Ausmaß angefallener Verluste die finanzielle Unabhängigkeit der Bundesbank und damit auch die Glaubwürdigkeit des Eurosystems in Frage stellte.“<sup>25</sup>

Die EZB sieht in ihrer Stellungnahme vor dem Bundesverfassungsgericht die potentiellen Verlustrisiken des OMT – nicht überraschend – deutlich geringer: „Zusammenfassend wird [...] deutlich, dass die mit OMTs verbundenen Risiken von der Europäischen Zentralbank und den nationalen Zentralbanken verantwortet und etwaige Verluste aus sich selbst heraus getragen werden können.“<sup>26</sup>

## **6. Die geldpolitische Seite von Zentralbankverlusten**

Aus Sicht der Geldpolitik können Verluste der Zentralbank unterschiedlich weitreichende Folgen haben. Grundsätzlich erfordert die Rolle als Zentralbank eine hohe Autorität gegenüber den Geschäftsbanken und allen Menschen, die mit Geld umgehen. Mit Aufgabe der Golddeckung von Geld ab der Weltwirtschaftskrise 1929 beruht die Stabilität des Geldes ausschließlich auf dem Vertrauen, das man für weitgehend wertlose Geldscheine oder Münzen Waren und Dienstleistungen entsprechend dem aufgedruckten Wert bekommt. Wenn die Bürgerinnen und Bürger das Vertrauen in eine einzelne Bank, ins Bankensystem oder ins Geld überhaupt verlieren, kann dies lawinenartige Panikreaktionen hervorrufen, die politisch kaum zu kontrollieren sind. Es ist daher durchaus nachvollziehbar, dass eine Zentralbank darum bemüht ist, Schritte und Vorschläge zu unterlassen oder nicht an die große Glocke zu hängen, die bei der Mehrheit der Menschen und Marktakteure starke Verunsicherung auslösen.

Neben der psychologisch bedingten Verunsicherung gibt es aber auch einen ökonomisch begründeten Vorbehalt gegen ein leichtfertiges Verluste-Machen seitens der Zentralbank: die Frage ihrer geldpolitischen Steuerungsfähigkeit und der Inflation.

Für die Funktionsfähigkeit einer Zentralbank kommt es nicht auf ihre Zahlungsfähigkeit an (denn die ist in eigener Währung per Definition ohnehin gegeben), sondern darauf, dass sie bei Bedarf die Geldmenge deutlich ausweiten bzw. verringern kann. Bedarf kann in zweierlei Hinsicht bestehen. Erstens kann es zu einem deutlichen Inflations-

---

<sup>25</sup> Jens Weidmann, Eingangserklärung bei der mündlichen Verhandlung im Hauptsacheverfahren ESM/EZB vor dem Bundesverfassungsgericht am 11. Juni 2013, siehe auch die schriftliche Stellungnahme der Bundesbank (2013) im Hauptsacheverfahren.

<sup>26</sup> Frank Schorkopf, Bevollmächtigter der EZB vor dem Bundesverfassungsgericht: Stellungnahme Europäische Zentralbank, Göttingen, 16.1.2013.

schub<sup>27</sup> kommen, auf den die Zentralbank mit einer Verknappung des Geldangebots<sup>28</sup> reagieren muss. Zweitens kann eine Rezession eintreten, bei der die Zentralbank versucht, zusätzliches Geld in Umlauf zu bringen und so die Wirtschaft anzukurbeln.

Zur Einschätzung möglicher Inflationsrisiken aufgrund des OMT-Programms bzw. damit verbundener potentielle Verluste der EZB lohnt sich eine Bewertung der bislang von der EZB in der Krise vorgenommenen Zinssenkungen und Ankaufprogramme. Dabei lässt sich zeigen, dass die EZB im Rahmen ihrer bereits abgeschlossenen oder noch laufenden Programme bereits Liquidität in einem Maße in Umlauf gebracht und teilweise wieder resorbiert hat, wie es beim OMT-Programm ähnlich zu erwarten wäre. Dabei kam es zu keiner grassierenden Inflation und eine solche ist auch nicht zu erwarten (siehe Anhang 1 auf S. 19ff). Die vielgescholtene expansive Geldpolitik der EZB – auch gerne bildhaft als „Flutung der Märkte mit billigem Geld“ beschrieben – war demnach bislang geldpolitisch vollständig beherrschbar.

Doch was wäre, wenn sich die EZB bei einer Verschärfung der Euro-Krise genötigt sähe, das OMT-Programm zu aktivieren um Staatsanleihen diverser Länder im ganz großen Stil am Sekundärmarkt anzukaufen, die im weiteren Verlauf ganz oder teilweise nicht zurückgezahlt werden? Die Krise müsste sich dazu sicher so dramatisch zugepoint haben, dass neben der EZB auch der Europäische Stabilitätsmechanismus in Anspruch genommen würde und dadurch die Vorbedingungen der EZB an das OMT-Programm erfüllt wären.<sup>29</sup>

Wenn das OMT-Programm über die Ankündigung hinaus tatsächlich zum Einsatz käme, sollte ein Ankaufvolumen der EZB im Umfang von bis zum Doppelten der fälligen Refinanzierung ausreichen, um die Anleihe-Kurse hinreichend zu stabilisieren. Wenn der ESM ein Volumen von 300 Mrd. Euro übernehme, müsste die EZB in einem Krisenszenario für 2014 noch bis zu 700 Mrd. Euro an Staatsanleihen Irlands, Portugals, Spaniens und Italiens aufkaufen, damit diese Anleihen über 350 Mrd. Euro am Markt unterbringen können (siehe Anhang 2: Volumen möglicher Anleihenaufkäufe bei Aktivierung des OMT-Programms, S. 25ff). Die Zentralbankgeldmenge würde dann entsprechend um diesen Betrag steigen.

---

<sup>27</sup> Dabei bleibt es sicher umstritten, ab wann eine „deutliche Inflation“ vorliegt. Aus linker Perspektive werden oftmals Inflationsraten von 3-5 Prozent als tragfähig und angemessen angesehen, die EZB selbst hat eine Zielinflationsrate von „unter, aber nahe bei, zwei Prozent“. Das Inflationsziel der EZB bezieht sich ausschließlich auf die Verbraucherpreisentwicklung. Die Preissteigerungen von Finanzmarktsgütern bzw. „Vermögensgütern“ wie z.B. von Aktien oder Immobilien als Kapitalanlage werden in dieser Definition von Inflation gänzlich vernachlässigt. Die sogenannte „Vermögenspreis-inflation“ ist für Verständnis und zukünftige Prävention von Finanzkrisen aber mindestens ebenso wichtig, denn die Aufblähungen der Immobilienpreise waren die zentralen Auslöser der Finanzkrisen in den USA und in Spanien. Wenn im Weiteren von Inflation und Inflationsrisiken die Rede ist, so bezieht sich dies ausschließlich auf die Verbraucherpreise.

<sup>28</sup> siehe Fußnote 7. Auch wenn wir die klassische „Quantitätstheorie des Geldes“ und ihre Weiterentwicklung durch die monetaristische Schule nicht teilen, so kann die Verknappung des Geldangebots durch die Zentralbank in bestimmten Fällen ein sinnvolles und geeignetes Mittel sein, um einem Inflationsschub zu begegnen.

<sup>29</sup> Damit ist die Bedingung gemeint, dass die EZB im Rahmen des OMT-Programms nur Staatsanleihen solcher Länder ankaufen würde, die sich den Programmbedingungen des ESM unterwerfen haben. Links-Keynesianer lehnen diese Bedingung zwar ab, doch würde sie im angenommenen Krisenszenario wohl leider erfüllt sein.

Ein kurzfristiger Ausgleich dieser Geldmengenausweitung durch eine Geldmengenverknappung an anderer Stelle (eine sog. „Sterilisierung“) ist sicher nicht möglich und wäre im akuten Krisenfall auch keineswegs nötig. Denn wenn die Krise mit derartiger Wucht zurückkehrt, dann gäbe es für mehrere Quartale (und vielleicht auch Jahre) eine so tiefe Rezession, dass Inflationsrisiken zunächst nicht bestünden. Es bliebe dann aber die Frage, mit welchen geldpolitischen Instrumenten die im Rahmen von Anleiheankäufen gestiegene Geldmenge bei Bedarf, d.h. bei signifikanter Inflation z.B. nach 2016 oder 2017, wieder aus dem Markt genommen werden könnte.

Also weitergedacht: Im weiteren würde klar, dass die genannten Länder eine mindestens zeitweilige deutliche Entlastung hinsichtlich des Schuldendienstes bräuchten, um nicht auch Spanien und Italien in eine unabsehbare schwere Rezessionsspirale nach dem abschreckenden Beispiel Griechenlands zu treiben. Damit wäre die Frage eines Schuldenschnitts oder eines Moratoriums aufgeworfen. Nach den griechischen und zypriotischen Erfahrungen mit Schuldenschnitten ist klar, dass davon schwer absehbare Kettenreaktionen für das gesamte Finanzsystem ausgehen dürften. Das Euro-System (inkl. des bei der EZB angesiedelten Europäischen Ausschusses für systemische Risiken) stünde dann vor der Wahl, entweder eine dramatische Zuspitzung der Krise zuzulassen (inkl. einer systemischen Bankenkrise, einer bislang nicht gekannten Rezession in Europa, einer weiteren Infragestellung der Währungsunion mit einer hohen Wahrscheinlichkeit ihres Zerbrechens und einer politischen Implosion der EU), oder aber unter Berufung auf die Verantwortung für die Stabilität des europäischen Finanzsystems selbst auf den Schuldendienst für die von ihr gehaltenen Anleihen der Länder zu verzichten bzw. diese ganz oder teilweise abzuschreiben.<sup>30</sup>

Wie aber könnte das Euro-System dies mit Blick auf das Mandat der Geldwertstabilität vertreten? Grundsätzlich ist zu sagen, dass eine weitere Vertiefung der Euro-Krise zunehmend die Gefahr eines Auseinanderbrechens der Euro-Zone in sich trägt. Letzteres wäre zweifellos – neben der politischen Dimension – eine sehr große Gefahr für die Geldwertstabilität und würde alle Ökonomien in Europa in eine tiefe Krise stürzen. Das Handeln der EZB sollte daher nicht nur entlang von konkret eingegangenen Risiken (z.B. Zentralbankverluste), sondern auch entlang der dadurch vermiedenen Risiken und Kosten bewertet werden.

Aber auch im engen Sinne des EZB-Mandats muss ein Verzicht auf Schuldendienst nicht im Widerspruch zur Geldwertstabilität stehen. Zum Zeitpunkt einer solchen Entscheidung (etwa Ende 2014) würde aus den genannten Gründen jedenfalls kein Inflationsdruck bestehen. Mit Blick auf zukünftige Inflationsrisiken müsste die EZB aber zusätzlich darlegen, dass eine solche Entscheidung auch langfristig nicht im Widerspruch zur geldpolitischen Handlungsfähigkeit steht. Die ganz oder teilweise abgeschrieben Anleihen der vier Länder (die griechischen Staatsanleihen in der Bilanz des Euro-Systems sollten dann gleich mit gestrichen werden) stünden dann jedenfalls zum Verkauf bzw. zur Abschöpfung von Zentralbankgeld dauerhaft nicht mehr zur Verfügung.

---

<sup>30</sup> Die EZB würde einen solchen Schritt wohl nur gehen, wenn gleichzeitig die europäischen Regierungen im Rahmen des ESM und durch andere Maßnahmen (z.B. anlassbezogene Euro-Anleihen mit gemeinsamem Haftungsregime) eine pragmatische und wohlwollende Interventionsbereitschaft zur weiteren Refinanzierung und Stabilisierung der Krisenländer signalisieren würden.

Angenommen, die im Rahmen des OMT-Programms angekauften Staatsanleihen würden Ende 2014 durch Abschreibung einen Wertverlust von 500 Mrd. Euro für das Euro-System verursachen.<sup>31</sup> Sollte es dann 2016 oder 2017 wieder wirtschaftlich aufwärts gehen, so könnte es nötig werden, einen größeren Teil der über OMT geschaffenen Geldmenge, d.h. 400-500 Mrd. Euro, wieder zu neutralisieren.

Die EZB würde bei relevanter Inflationsgefahr wohl zunächst den Leitzins deutlich erhöhen. Dadurch würden die Wertpapierpensionsgeschäfte verteuert und ihr Volumen ginge deutlich zurück. Nach Auslaufen der Drei-Jahres-Tender Anfang 2015 sollte sich das Volumen der klassischen EZB-Refinanzierungsgeschäfte wieder auf eine Größenordnung von 100-150 Mrd. Euro einpendeln. Durch eine deutliche Zinserhöhung 2016 oder 2017 ließen sich davon kurzfristig sicher 30-50 Mrd. Euro Zentralbankgeld aus dem Verkehr ziehen. Dieser recht hohe Rückgang käme auch dadurch zustande, dass ein großer Teil der durch das OMT-Programm neu geschaffenen Liquidität zuvor schon den Banken als Verkäufer von Staatsanleihen zugeflossen wäre und sie daher umso weniger auf die klassischen EZB-Refinanzierungsinstrumente angewiesen wären.

Als weiteres Instrument stünden die „sonstigen Wertpapiere“ zur Veräußerung zur Verfügung, die zum Jahresende 2012 mit 309 Mrd. Euro in der konsolidierten Bilanz des Euro-Systems erfasst sind. Nicht zuletzt käme auch ein begrenzter Verkauf von Goldreserven (439 Mrd. Euro Ende 2012) in Frage. Unabhängig von Vermögensgütern der Zentralbank stünden zur Absorption von Zentralbankgeld natürlich noch die Wiederanhebung der Mindestreservesätze oder die Einführung einer Aktivmindestreserve<sup>32</sup> zur Verfügung.

Betrachtet man die absolute Höhe der Geldbasis und denkt sich für 2014 einerseits eine Schrumpfung um 500 Mrd. Euro durch die auslaufenden Drei-Jahres-Tender und eine gleichzeitige Ausweitung um 500 Mrd. Euro durch die Aktivierung des OMT-Programms dazu, so ergäbe sich daraus eine Stagnation auf dem heutigen Niveau (siehe auch Grafik G2 auf S. 21). Statt einer beängstigenden, gar explosionsartigen Zunahme der Zentralbankgeldmenge hätten wir es dann - für den Gesamtzeitraum der Währungsunion seit 1999 betrachtet und wenn man die krisenbedingten Ausschläge wegdenkt – eher mit einem linearen Trend beim Geldmengenwachstum zu tun. Man könnte auch – wenngleich etwas sarkastisch - sagen, dass nicht die Geldmenge krisenbedingt zu

---

<sup>31</sup> Das könnte entweder eintreten, wenn die EZB für 700 Mrd. Euro Anleihen gekauft hat, deren Restwert nach einem Schuldenschnitt nur noch 200 Mrd. Euro beträgt bzw. die zu diesem Preis am Markt verkauft werden könnten. Genau so gut kann die EZB auch nur für 500 Mrd. Euro Staatsanleihen gekauft haben, die sie vollständig abschreibt. Zur rein bilanztechnischen Verarbeitung der Verluste wurde oben bereits genug gesagt, der Fortbestand der EZB ist also von dieser Seite her nicht bedroht.

<sup>32</sup> Eine Aktivmindestreserve würde die Banken dazu nötigen, ähnlich der Mindestreserve für Kundeneinlagen (Passivseite der Bilanz) auch Mindestreserven für Positionen der Aktivseite bei der Zentralbank vorzuhalten. Wie die heutige Mindestreserve könnte auch die Aktivmindestreserve nur in Form von Zentralbankgeld auf Konten der EZB hinterlegt werden. Die Zentralbankgeldmenge würde dadurch zwar nicht sinken, aber der für die Aktivmindestreserve nötige Anteil des Zentralbankgeld wäre quasi stillgelegt und stünde zur weiteren Geldschöpfung der Geschäftsbanken nicht mehr zur Verfügung. Eine Aktivmindestreserve hat auch andere Vorteile. So könnte man z.B. die Kreditvergabe in bestimmten Regionen oder Branchen in Boomzeiten mit höheren Aktivmindestreservesätzen verteuern, um kreditbedingte Blasenbildungen (z.B. durch Immobilienkredite, kreditfinanzierte Aktienkäufe oder Unternehmensübernahmen) zurückzudrängen.

schnell, sondern nur die dazu passende Ökonomie krisenbedingt zu langsam gewachsen ist.

Sollte die Konjunktur in der Euro-Zone einige Jahre nach Aktivierung des OMT-Programms – und ermöglicht durch eine neue, sehr viel erfolgreichere Krisenlösungspolitik<sup>33</sup> – wieder richtig Fahrt aufnehmen, ist die Hoffnung nicht unberechtigt, dass es dann zur Verhütung eines unverhältnismäßigen Inflationsschubs schon ausreichen könnte, allein mit dem Instrument einer Leitzins-Erhöhung einen höheren zweistelligen Milliardenbetrag an Zentralbankgeldmenge zu sterilisieren. Auf Wertpapier- und Goldverkäufe könnte dann getrost verzichtet werden.

Hinsichtlich der Auswirkungen eines solchen Szenarios auf die öffentlichen Haushalte sei noch hinzugefügt, dass ein negatives Eigenkapital des Euro-Systems im dreistelligen Milliardenbereich nicht auf absehbare Zeit durch die Einbehaltung von Notenbankgewinnen ausgeglichen werden kann. Anders als zu Beginn hinsichtlich der Bewertungsverluste der Bundesbank für die 1970er Jahre dargestellt ist es daher fraglich, welchen Sinn es machen soll, dass die EZB sich nach derartig hohen Verluste überhaupt um den bilanziellen Ausgleich ihres negativen Eigenkapitals bemühen soll. In guten Zeiten hat das Euro-System sehr niedrige zweistellige Milliarden Gewinne an die Gesamtheit der nationalen Haushalte der Euro-Zone abgeführt. Würden diese einbehalten, so ließe sich das negative Eigenkapital der EZB über viele Jahrzehnte – wenn nicht gar Jahrhunderte – zwar ausgleichen, aber ein solcher Zeithorizont erscheint im Hinblick auf die Spielregeln und die kurz- und mittelfristigen Erfordernisse der Geldpolitik als vollkommen irrelevant.<sup>34</sup>

Es gibt aber eine technisch elegante und politisch leichter zu vermittelnde Option, mit diesem Problem umzugehen. Der EZB-Rat könnte bei einer möglichen Aktivierung des OMT-Programms entscheiden, dass die Anleiheankäufe nicht nach dem Banknotenverteilungsschlüssel durch EZB und nationale Zentralbanken erfolgen, sondern nur von der EZB ausgeführt werden. Ebenso gut wäre es möglich, dass die Ankäufe zwar auch durch die nationalen Zentralbanken, aber im unmittelbaren geschäftlichen Auftrag der EZB ausgeführt würden. In beiden Fällen fielen die Verluste aus Anleihekäufen dann bilanztechnisch ausschließlich auf die EZB, während die nationalen Zentralbanken ihre Gewinne weiterhin an die Nationalstaaten ausschütten könnten. Die EZB-Bilanz würde damit zur Bad Bank des Euro-Systems, die Bilanzen der nationalen Zentralbanken hingegen – und damit die Begehrlichkeiten der nationalen Finanzminister nach Notenbankgewinnen – blieben weitgehend unberührt.<sup>35</sup>

---

<sup>33</sup> Für eine Kritik des vorherrschenden europäischen Krisenmanagements und eine Darstellung handhabbarer Alternativen siehe Altvater: Der politische Euro; Troost/Hersel: Die Euro-Krise als Zäsur; Oscar Negt; Das Europa von heute und die Wirklichkeit von morgen; Institut Solidarische Moderne (Hrsg.): Solidarisches EUropa - Mosaiklinke Perspektiven.

<sup>34</sup> Niemand wird die Geldwertstabilität des Euro höher einschätzen, nur weil die EZB z.B. 2015 ankündigt, dass sie bis 2080 anstrebt, wieder über ein positives Eigenkapital zu verfügen.

<sup>35</sup> Wie aus Tabelle T1 hervorgeht, hat die EZB seit ihrer Gründung durchschnittliche jährliche Überschüsse von 1,1 Mrd. Euro erwirtschaftet, von denen jährlich 390 Mio. Euro als Notenbankgewinn den Euro-Mitgliedsländern zugute kamen. Fiele der deutsche Anteil an den ausgeschütteten EZB-Gewinnen aufgrund des genannten Szenarios einer EZB-Bad Bank weg, wären dem deutschen Finanzminister in der Vergangenheit jährlich ca. 105 Mio. Euro weniger zugeflossen. Das entspricht 0,3 Promille des Bundeshaushalts und ist im Vergleich zu den Kosten der bisherigen Euro-Rettung ein vernachlässigbarer Betrag.

## 7. *Ausblick*

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Ängste vor riesigen Belastungen für die deutschen Steuerzahlerinnen und Steuerzahler und vor einer großen Inflation, die seit der Ankündigung des OMT-Programms in Deutschland vorherrschen, deutlich übertrieben sind – oder bewusst übertrieben werden.

Nach dem oben Dargestellten dürften auch dreistellige Milliardenverluste – sollten sie denn im Rahmen eines aktivierten OMT-Programms tatsächlich auftreten – für das Euro-System keine untragbare Belastung darstellen und auch nicht den Verlust der geldpolitischen Steuerungsfähigkeit der EZB bedeuten. Für die europäischen Steuerzahlerinnen und Steuerzahler entstehen dabei kurzfristig keine Kosten, denn sie sind nicht verpflichtet, Verluste ihrer nationalen Zentralbanken oder der EZB auszugleichen. EZB und nationale Zentralbanken können auch trotz immenser Verluste fortbestehen, da sie zur Erfüllung ihrer geldpolitischen Funktionen grundsätzlich kein positives Eigenkapital benötigen. Bestenfalls sind langfristig durch eine Reduzierung von Notenbankgewinnen geringe Einnahmeausfälle zu erwarten, die aber im Vergleich zu den bisherigen Kosten des Euro-Krisenmanagements vernachlässigbar sind.

Würden sich die EZB – wie im hier skizzierten Szenario – und die europäische Politik für unorthodoxe und originelle Schritte der Geldpolitik und des Krisenmanagements der Euro-Zone entscheiden, so käme es sicher nicht mehr darauf an, die EZB durch Einbehaltung etwaiger Gewinne über Jahrzehnte mit einem bilanztechnisch positiven Eigenkapital auszustatten. Wer wollte heute sagen, dass es auch in 60 oder 70 Jahren noch eine Währung namens Euro gibt. Es lässt sich aber mit sehr viel größerer Sicherheit sagen, dass diese Währung vielleicht schon in zwei oder drei Jahren nicht mehr existent ist, wenn zur Lösung der Euro-Krise nicht neue, deutlich erfolgreichere Instrumente als bislang zum Einsatz kommen. Selbstverständlich sollten dreistellige Milliardenverluste von niemandem und niemals leichtfertig riskiert werden, aber die Verluste und Schäden sind – in Form ausblutender Ökonomien, dramatischer Arbeitslosigkeit und einer Sozialisierung von riesigen Verlusten des Finanzsektors – längst eingetreten. Für diese bereits eingetretenen Verluste stellt sich daher notwendig die Frage, wie sie sich für die Mehrzahl der Menschen und das Klima des politischen Zusammenlebens in Europa am wenigsten schädlich bewältigen lassen. Das hier skizzierte Szenario einer Verlagerung wesentlicher Teile dieser Schäden in die Bilanz der EZB erscheint daher vergleichsweise moderat im Vergleich zu den ökonomischen und politischen Kosten eines Zusammenbruches der Währungsunion oder der Europäischen Union als Ganzes.<sup>36</sup>

Geld ist ein gesellschaftliches Vertrauensverhältnis, nicht mehr und nicht weniger. Die hier dargelegten juristischen Grundlagen und geldpolitischen Möglichkeiten einer Zentralbank können daher nur dann sinnvoll genutzt werden, wenn dadurch das Vertrauen in die Geldwirtschaft nicht grundlegend erschüttert wird. Es nützt nichts, nur darauf zu bestehen, dass der Euro als gesetzliches Zahlungsmittel einen Wert hat, denn per Gesetz kann kein Vertrauen in den Euro erzwungen werden. Nur wenn die Menschen an den Wert des Geldes glauben, werden sie dieses Geld als Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel akzeptieren. Auch wenn es etwas religiös klingen mag: Beim Geld kann tatsächlich der Glaube Berge versetzen. Wenn eine Gesellschaft an den Wert des Gel-

---

<sup>36</sup> Axel Troost, Szenarien eines Endes der Euro-Zone - Beispielhafte Darstellung von ökonomischen Auswirkungen <http://www.axel-troost.de/article/7230.szenarien-eines-endes-der-euro-zone.html>

des glaubt, macht sie aus bedrucktem Papier ein Vermögen, ohne dass dafür irgendjemand einen Nachteil hinnehmen muss.

Leider gilt dies auch im gegenteiligen Sinne: Der Alltagsverstand erwartet, dass dort, wo Verluste entstehen, diese auch von einer Person oder Institution getragen werden müssen und damit entsprechend schmerzhaft Einschnitte verbunden sind. Weniger aus ökonomischer Einsicht, sondern vielmehr aus moralischer Empfindung löst die Vorstellung, dass man große Verluste ohne relevante Konsequenzen einfach so in Zentralbankbilanzen versenken könne, tiefgreifendes Unbehagen aus. Auch wenn der Vergleich wohl vermessen ist, aber die Herausforderung gleicht der eines Schiffsbrüchigen, der in einem antiken Dorf die Fischer dazu zu überreden versucht, ihn über das Meer in sein nahegelegenes Heimatland jenseits des Horizonts zu bringen. Wenn die Fischer ihr Leben lang in der Gewissheit verbracht haben, das Meer sei am Horizont zu Ende und dahinter sei nur Abgrund, so wird man ihnen ihre Angst nicht nehmen, indem man erklärt, dass die Welt aber eine Kugel und keine Scheibe ist. Der gesamte Alltagsverstand der Fischer und viel intuitive Vernunft spricht gegen diese Aussage.

Die Schlussfolgerung ist denkbar einfach: Am Anfang muss die intensive öffentliche Aufklärung über den Euro als europäischen Gesellschaftsvertrag stehen und eine Debatte darüber, wie die Bilanz der EZB zum Endlager für viele ökonomischen und politischen Schäden eines verfehlten Euro-Krisenmanagements werden kann. Eine der nächsten Hürden, die es dabei zu nehmen gilt, ist das Urteil des Bundesverfassungsgerichts zum ESM, das sicher auch einige Bemerkungen zum OMT-Programm enthalten wird. Es bleibt zu hoffen, dass die Verfassungsrichter darin nicht jegliche Hinnahme von Verlusten aus dem OMT-Programm durch die EZB generell zu einer budgetrelevanten Souveränitätsverletzung und damit zu einem Bruch des Grundgesetzes erklären.<sup>37</sup>

---

<sup>37</sup> Vgl. dazu Helmut Siekmann/Volker Wieland: The European Central Bank's Outright Monetary Transactions and the Federal Constitutional Court of Germany, White Paper Series No. 4, House of Finance, Goethe-Universität Frankfurt am Main, Juni 2013.

## **Anhang 1: Bewertung der bisherigen unkonventionellen Zentralbankmaßnahmen aus geldpolitischer Sicht**

Die krisenbedingten Maßnahmen der Europäischen Zentralbank wurden, anders als vergleichbare Maßnahmen in anderen Staaten, hierzulande heftig kritisiert. Offensichtlich sollten unkonventionelle Zentralbankmaßnahmen in Deutschland daher besonders sorgfältig begründet werden. Die nachfolgenden Betrachtungen sollen zeigen, dass die bereits abgeschlossenen oder noch laufenden Programme der EZB aus geldpolitischer Sicht bislang vollständig beherrschbar waren.

Für die Funktionsfähigkeit einer Zentralbank kommt es nicht auf ihre Zahlungsfähigkeit an (denn die ist in eigener Währung per Definition ohnehin gegeben), sondern darauf, dass sie bei Bedarf die Geldmenge deutlich ausweiten bzw. verringern kann. Bedarf kann in zweierlei Hinsicht bestehen. Erstens kann es zu einem deutlichen Inflationsschub<sup>38</sup> kommen, auf den die Zentralbank mit einer Verknappung des Geldangebots<sup>39</sup> reagieren muss. Zweitens kann eine Rezession eintreten, bei der die Zentralbank versucht, zusätzliches Geld in Umlauf zu bringen und so die Wirtschaft anzukurbeln.

Während eine Verknappung des Geldangebotes tendenziell bremsend auf Inflation und Wirtschaftswachstum wirkt, führt eine Ausweitung des Geldangebotes keineswegs automatisch zu einer Ausweitung der Kreditvergaben und einer Stimulierung der Wirtschaft. Dies liegt daran, dass die Zentralbank in den heute üblichen Geldsystemen nur indirekt über die Geschäftsbanken mit der Realwirtschaft verbunden ist.

Eine Senkung der Leitzinsen kommt nämlich nur dann in der Realwirtschaft an, wenn die Banken bereit sind, das billige Zentralbankgeld überhaupt anzunehmen und an Kunden als Kredit weiterzugeben. Und Letzere müssen bereits sein, sich zu verschulden um z.B. Investitionen zu tätigen. Nur so kommt es zu konjunkturellen Impulsen. Sind aber die Geschäftsbanken zu vorsichtig in der Kreditvergabe oder die Unternehmen zurückhaltend bei Investitionen, nimmt auch bei niedrigen Zinsen die Kreditvergabe an die Realwirtschaft nicht zu. Oder – um ein bekanntes Bild von Karl Schiller zu bemühen: Man kann die Pferde zur Tränke führen, saufen müssen sie selbst. Die Geldpolitik der Zentralbank gleicht daher einem Seil: man kann damit dem Wirtschaftskreislauf auch gegen den Willen der Banken Geld entziehen, es ist aber fast unmöglich, ohne aktive Mitwirkung der Banken und Unternehmen Geld in den Wirtschaftskreislauf „hineinzuschieben“.

---

<sup>38</sup> Dabei bleibt es sicher umstritten, ab wann eine „deutliche Inflation“ vorliegt. Aus linker Perspektive werden oftmals Inflationsraten von 3-5 Prozent als tragfähig und angemessen angesehen, die EZB selbst hat eine Zielinflationsrate von „unter, aber nahe bei, zwei Prozent“. Das Inflationsziel der EZB bezieht sich ausschließlich auf die Verbraucherpreisentwicklung. Die Preissteigerungen von Finanzmarktgütern bzw. „Vermögensgütern“ wie z.B. von Aktien oder Immobilien als Kapitalanlage werden in dieser Definition von Inflation gänzlich vernachlässigt. Die sogenannte „Vermögenspreis-inflation“ ist für Verständnis und zukünftige Prävention von Finanzkrisen aber mindestens ebenso wichtig, denn die Aufblähungen der Immobilienpreise waren die zentralen Auslöser der Finanzkrisen in den USA und in Spanien. Wenn im Weiteren von Inflation und Inflationsrisiken die Rede ist, so bezieht sich dies ausschließlich auf die Verbraucherpreise.

<sup>39</sup> siehe Fußnote 7. Auch wenn die Verfasser die klassische „Quantitätstheorie des Geldes“ und ihre Weiterentwicklung durch die monetaristische Schule nicht teilen, so kann die Verknappung des Geldangebots durch die Zentralbank in bestimmten Fällen ein sinnvolles und geeignetes Mittel sein, um einem Inflationsschub zu begegnen.

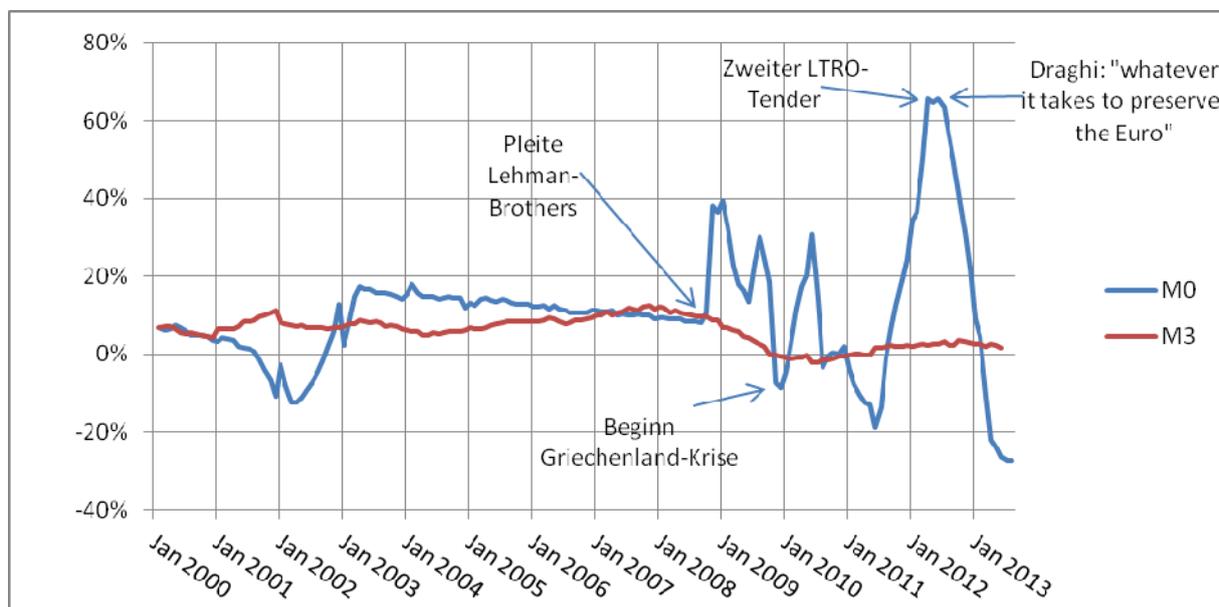
Die geldpolitische Steuerung einer Zentralbank kann beeinträchtigt werden, wenn diese bei ansteigender Inflation die Geldmenge reduzieren möchte, ihr dafür aber die Instrumente fehlen. Das kann im Bereich der Liquiditätsversorgung der Geschäftsbanken unter zwei Bedingungen passieren:

- a) Banken zahlen wegen Insolvenz ihre Zentralbankkredite nicht zurück und die als Sicherheit hinterlegten Wertpapiere können nicht kurzfristig am Markt verkauft werden. Die Folge wäre, dass die automatische Geldmengenreduktion mit dem Auslaufen der jeweiligen Wertpapierpensionsgeschäfte nicht stattfinden würde.
- b) Zentralbankkredite wurden mit so langer Laufzeit begeben, dass kurzfristig kaum Geldrückflüsse an die Zentralbank erfolgen.

Im Bereich der „endgültigen Wertpapieran- bzw. -verkäufe“ kann die Geldmengensteuerung dann leiden, wenn die Wertpapiere, die die Zentralbank angekauft hat, zwischenzeitlich an Wert verlieren und somit bei Bedarf nur eine geringere Geldmenge oder gar kein Geld durch den Verkauf dieser Wertpapiere aus dem Markt genommen werden kann.

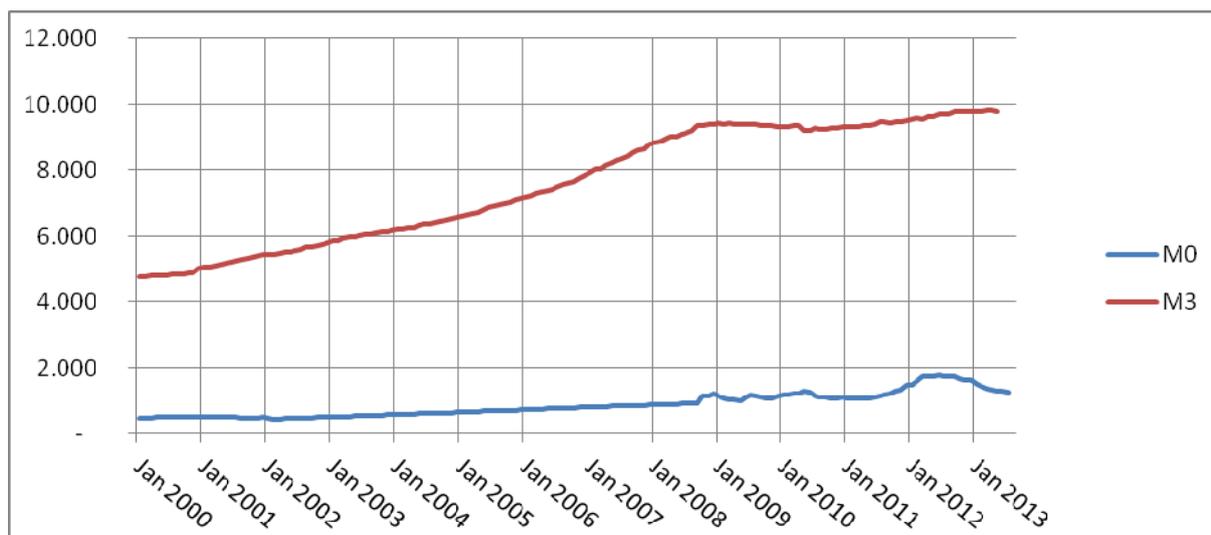
Die nachfolgenden Grafiken zeigen, wie sich die Euro-Zentralbank-Geldmenge (auch als Geldbasis oder M0 bezeichnet) und die in der Realwirtschaft umlaufende Geldmenge M3<sup>40</sup>, deren Entwicklung als ein wichtiger Faktor der Inflationsentwicklung gilt, seit Beginn der Währungsunion 1999 relativ und absolut entwickelt haben.

**Abbildung G1: Entwicklung der Geldbasis M0 und der Geldmenge M3 (Wachstumsraten im Vergleich zum Vorjahresmonat in Prozent)**



<sup>40</sup> M1: Sichteinlagen der Nichtbanken sowie der gesamten Bargeldumlauf; M2: M1 plus Einlagen mit vereinbarter Laufzeit bis zu zwei Jahren und Einlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist bis zu drei Monaten; M3: M2 plus Anteile an Geldmarktfonds, Repoverbindlichkeiten, Geldmarktpapieren und Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu zwei Jahren.

**Abbildung G2: Entwicklung der Geldbasis M0 und der Geldmenge M3 (Absolut in Mrd. Euro)**



Quelle: eigene Berechnungen auf Grundlage von EZB-Daten:

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=123.ILM.M.U2.C.LT01.Z5.EUR](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=123.ILM.M.U2.C.LT01.Z5.EUR)

[http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=117.BSI.M.U2.Y.V.M30.X.1.U2.2300.Z01.E](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.Y.V.M30.X.1.U2.2300.Z01.E)

Auf Anhang fällt in Grafik G1 auf, dass zu Beginn der Bankenkrise nach dem Zusammenbruch der Bank Lehman-Brothers im September 2008 die EZB das Angebot an Zentralbankgeld in mehreren Schüben drastisch ausweitete. So hat sich die Euro-Geldbasis von 900 Mrd. Euro Mitte 2008 zwischenzeitlich auf 1800 Mrd. Euro Anfang 2012 verdoppelt und ist inzwischen wieder auf 1.300 Mrd. gesunken (siehe Grafik G2). Trotz dieser zwischenzeitlich dramatischen Zunahme der Geldbasis ist die Geldmenge M3 seit 2008 langsamer gewachsen als in all den Jahren vor der Krise. Während die Geldmenge M3 von Beginn der Währungsunion 1999 bis August 2008 jährlich um durchschnittlich 8,8% wuchs, ist sie von September 2008 bis Juni 2013 nur noch um durchschnittlich 1,3% jährlich angestiegen.

Angesichts dieser Zahlen und der vorherrschenden Stagnation bzw. Rezession kann es daher nicht überraschen, dass auch die Inflationsentwicklung in der Euro-Zone seit der Finanz- und Euro-Krise bislang deutlich langsamer verläuft als zuvor. Der entgegengesetzte Verlauf von Geldbasis M0 und Geldmenge M3 erklärt sich dadurch, dass die Banken seit Beginn der Krise die kurzfristige, unbesicherte Kreditvergabe untereinander stark eingeschränkt haben. Statt durch Über-Nacht-Kredite untereinander gleichen die Banken seitdem ihre Tagesabschlussalden sehr viel stärker durch Rückgriffe auf Zentralbankgeld. Gleichzeitig wurde die Kreditversorgung der Realwirtschaft insbesondere in den Euro-Krisenländern deutlich eingeschränkt: auslaufende Kredite wurden nicht verlängert und neue kaum noch vergeben - die häufigen Klagen vieler Unternehmen aus den Euro-Krisenstaaten über eine Kreditklemme sind ein deutliches Zeugnis dafür. Von der gesteigerten Zentralbankgeldmenge kommt also in der Realwirtschaft keine

Kreditausweitung – und entsprechend auch keinerlei Inflationsgefahr – an (siehe Grafik G3 zum Kreditwachstum an Nicht-Banken und zur Geldmenge M3).<sup>41</sup>

Wenn in einem derartigen Szenario eines extrem niedrigen Leitzinses die Kreditvergabe an Unternehmen und die wirtschaftliche Erholung trotzdem nicht in Gang kommen, spricht die Zentralbank häufig von einer „Störung des Transmissionsmechanismus“: Die Geschäftsbanken als Bindeglied zwischen Zentralbank und Realwirtschaft erfüllen ihre Funktion nicht oder nur sehr unzureichend. Die „Störung des Transmissionsmechanismus“ war ein wichtiges Argument für die EZB, neben den typischen kurzfristigen Wertpapierpensionsgeschäften auch auf „unkonventionelle“ geldpolitische Instrumente wie die Programme für endgültige Wertpapierankäufe zurückzugreifen.

Auch wenn die zwischenzeitlich deutlich ausgeweitete Euro-Geldbasis bislang nicht zu Inflation geführt hat, so ist dies natürlich kein Beweis, dass dies nicht doch noch kommen könnte. Die notwendige Bedingung für Inflation ist eine Kombination einerseits aus einer stark anziehenden Konjunktur und dadurch ausgelöste Nachfragesteigerungen bei Investitions- und Konsumgütern, und andererseits eine unzureichende Fähigkeit der Zentralbank, die Geldschöpfung per Kredit im Geschäftsbankensektor zu bremsen.

### **Grafik G3: Geldmengenwachstum M3 und Kreditvergabe im Euroraum**

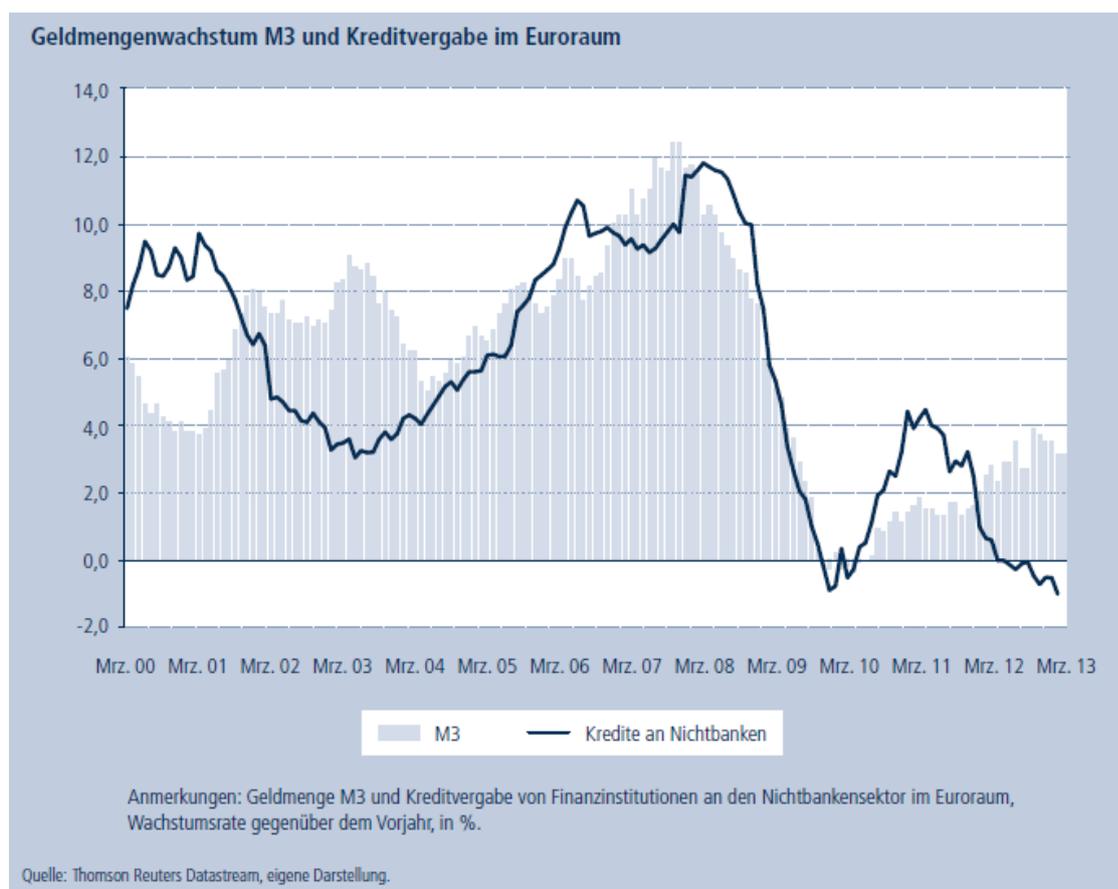


Abbildung aus: Heike Joeßges, Maik Grabau: Money for Nothing and Risks for Free. Zu Erfolgen und Risiken der EZB-Geldpolitik in der Eurokrise, Friedrich-Ebert-Stiftung, 2013, <http://library.fes.de/pdf-files/wiso/10041.pdf>

<sup>41</sup> Vgl. auch Lucas Zeise (jW 2009): Von Inflation keine Spur. Es kommt nicht darauf an, wie viel Geld geschöpft wird, sondern wer darüber verfügt. Aus: junge Welt, 23. Juni 2009 <http://www.axel-troost.de/article/5536.von-inflation-keine-spur.html?sstr=Zeise>

Die von konservativen Politikern, Journalisten und Ökonomen häufig vorgetragene Angst vor einer dramatischen Inflation ist also nur berechtigt, wenn die EZB durch ihre bisherige bzw. im Rahmen des OMT angekündigte geldpolitische Strategie die Kontrolle über die Geldmenge aus der Hand gegeben hat. Hat sie das denn?

Bei den bereits getätigten „unkonventionellen“ Geschäften der EZB standen insbesondere die drei Wertpapier-Ankaufprogramme und das hohe Volumen der dreijährigen Langfrist-Tender vom Dezember 2011 und Februar 2012 in der Kritik.<sup>42</sup> Wie die Grafik G2 deutlich zeigt, ist die Geldbasis seit Mitte 2012 durch freiwillige vorzeitige Rückzahlungen der Banken bereits wieder deutlich geschrumpft. Das betrifft insbesondere die langfristig gebundene Liquidität. Seit dem Höchststand von 1.100 Mrd. Euro im März 2012 ist das ausstehende Volumen der Langzeittender bis August 2013 bereits auf unter 700 Mrd. Euro gesunken. Vor der Krise lag dieser Wert in der Regel bei einer Größenordnung von ca. 100 Mrd. Euro und die Langfristtender liefen maximal bis zu 6 Monate. Die Zentralbankgeldmenge, die die EZB wegen der langen Laufzeit von drei Jahren nur mittelfristig aus dem Markt nehmen kann, ist derzeit also zwar immer noch ca. 600 Mrd. Euro höher als vor der Krise. Sie geht aber täglich zurück und die entsprechenden Langfristrefinanzierungsgeschäfte werden spätestens Anfang 2015 ausgelaufen sein. Da sich Inflationsdruck – wenn überhaupt – nicht über Nacht, sondern eher im Zeitraum mehrerer Quartale aufbaut und da alle Wirtschafts-Prognosen für 2014 eine stagnierende bis minimal wachsende Wirtschaftsleistung in der Euro-Zone vorhersagen<sup>43</sup>, ist bis Anfang 2015 ein größerer Inflationsschub praktisch ausgeschlossen.

Ein von den Kritikern der Langfristtender regelmäßig außer acht gelassener und geldpolitisch sehr wichtiger Aspekt ist, dass sich eine *Leitzinsänderung* nicht nur auf die Neukreditvergabe der Zentralbank, sondern *auch auf die bereits laufenden Langfrist-Tender erstreckt*. Würde die EZB heute den Leitzins drastisch erhöhen, würde dieser neue Leitzins auch ab sofort für die schon laufenden Langfrist-Tender gelten, auch wenn diese Ende 2011 und Anfang 2012 zu niedrigeren Zinsen ausgereicht wurden. Es ist davon auszugehen, dass die Banken die entsprechende Liquidität dann umso schneller vorzeitig zurückzahlen und entsprechend die Geldbasis noch sehr viel schneller schrumpfen würde.

Die im Rahmen der Ankaufprogramme angekauften Wertpapiere haben die Euro-Geldmenge ebenfalls erhöht, aber auch in diesem Bereich ist das Volumen bereits rückläufig. Vom Höchststand von 280 Mrd. Euro Mitte 2012 sind bis August 2013 bereits 30 Mrd. Euro Zentralbankgeld durch die Fälligkeit von Wertpapieren wieder vernichtet worden. Bei Bedarf könnten diese Wertpapiere – statt sie bis zur Fälligkeit zu halten – kurz-

---

<sup>42</sup> Die Erstaussgabe von Wertpapieren erfolgt durch Zuteilungsverfahren nach Menge (sog. Mengentender) oder Zinshöhe (sog. Zinstender)

<sup>43</sup> Prognosen für das Wirtschaftswachstum der Euro-Zone für 2014: OECD von Mai 2013 -0,6% (<http://www.welt.de/wirtschaft/article116618138/OECD-sieht-schwarz-fuer-die-Zukunft-der-Euro-Zone.html>), Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2013 von April 2013 -0,4% (<http://de.statista.com/statistik/daten/studie/5855/umfrage/prognose-zur-entwicklung-des-realen-bruttoinlandsprodukts-im-euroraum/>), Ökonomen-Umfrage der EZB von Juli 2013 +0,9% (<http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/nachrichten/ezb-umfrage-experten-senken-wachstumsprognose-fuer-euro-zone/8612400.html>), IWF vom Juli 2013 +0,9% ([http://www.focus.de/finanzen/news/tiefere-rezession-in-euro-zone-iwf-halbiert-deutsche-wachstumsprognose\\_aid\\_1038805.html](http://www.focus.de/finanzen/news/tiefere-rezession-in-euro-zone-iwf-halbiert-deutsche-wachstumsprognose_aid_1038805.html)), EZB vom August 2013 +1,1% (<http://www.foonds.com/article/27428/>).

fristig am Markt verkauft werden, was weiteres Geld aus dem Kreislauf ziehen würde. Dabei müssten allerdings Verluste hingenommen werden, sodass per Saldo möglicherweise ein zweistelliger Milliardenbetrag an Zentralbankgeld auf diesem Wege nicht neutralisiert werden würde. Bei einer Bilanzsumme des Euro-Systems von knapp 2.360 Mrd. Euro (Stand 23. August 2013), davon allein 350 Mrd. Euro an „sonstigen Wertpapieren“, stehen aber hinreichend Vermögenswerte zur Veräußerung bereit, um die Geldbasis bei Bedarf weiter zu verknappen.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die vielgescholtene expansive Geldpolitik der EZB – auch gerne bildhaft als „Flutung der Märkte mit billigem Geld“ beschrieben – bislang geldpolitisch vollständig beherrschbar ist.

## Anhang 2: Volumen möglicher Anleiheaufkäufe bei Aktivierung des OMT-Programms

Dieser Abschnitt soll ein Krisenszenario für das Jahr 2014 durchspielen, um den Umfang der im Rahmen des OMT-Programms zu erfolgenden Anleiheaufkäufe durch die EZB abschätzen zu können. Um die Märkte für Staatsanleihen zu stabilisieren, müssten ESM und EZB gemeinsam deutlich mehr Geld aufwenden, als die betroffenen Länder tatsächlich zur Refinanzierung bräuchten. Angenommen, in einem sehr dramatischen Szenario für 2014 würden die Risikoaufschläge für Irland, Portugal, Spanien und Italien auf deutlich über 6 Prozent steigen und somit eine vernünftige Refinanzierung am Markt unmöglich.<sup>44</sup> Das Refinanzierungsvolumen der vier Länder beträgt für 2014 ca. 650 Mrd. Euro (siehe Tabelle T3).

**Tabelle T3: Refinanzierungsbedarf ausgewählter Länder der Euro-Zone.**

Land	Nominales Bruttoinlandsprodukt 2012	Refinanzierungsbedarf					
		2012		2013		2014	
		Mrd Euro	% <sup>1)</sup>	Mrd Euro <sup>2)</sup>	% <sup>1)</sup>	Mrd Euro <sup>2)</sup>	% <sup>1)</sup>
Italien .....	1 571	28,7	451	23,9	376	24,2	380
Frankreich .....	2 062	18,2	375	19,5	402	18,1	373
Deutschland .....	2 645	8,9	235	8,5	225	5,8	153
Spanien .....	1 063	20,9	222	21,5	228	20,0	213
Belgien .....	378	19,3	73	19,5	74	18,1	68
Portugal .....	168	26,7	45	19,7	33	20,4	34
Irland .....	159	15,3	24	14,7	23	13,8	22
Nachrichtlich: Problemländer <sup>3)</sup>							
.....	2 961	X	742	X	661	X	649

1) In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.– 2) Eigene Berechnung.– 3) Irland, Italien, Portugal und Spanien.

Quelle: Peter Bofinger: Schriftliche Stellungnahme zur Anhörung durch den Haushaltsausschuss des Deutschen Bundestages zum Europäischen Stabilitätsmechanismus am 7. Mai 2012 in Berlin, [http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/a08/anhoerungen/Fiskalpakt\\_und\\_ESM/Stellungnahmen/Prof\\_\\_Dr\\_\\_Peter\\_Bofinger.pdf](http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/a08/anhoerungen/Fiskalpakt_und_ESM/Stellungnahmen/Prof__Dr__Peter_Bofinger.pdf)

Denkbar wäre dann eine Kombination, bei der der ESM mit 300 Mrd. Euro knapp die Hälfte dieser Summe refinanzieren würde. Gleichzeitig müsste die EZB so viele Staatsanleihen dieser Länder am Sekundärmarkt kaufen, dass es diesen möglich würde, Erstemissionen im Umfang von 350 Mrd. Euro am Markt unterzubringen. Die Rendite<sup>45</sup>

<sup>44</sup> Griechenland fehlt in dieser Aufzählung, weil seine Finanzierung ohnehin derzeit nicht über den Markt erfolgt und durch die „Rettungspakete“ für 2014 weitgehend abgedeckt ist.

<sup>45</sup> Diese Rendite errechnet sich aus dem Verhältnis der versprochenen Zinszahlung zum aktuellen Kurswert. Wenn ein Staat eine Anleihe über 100 Euro mit einem Zinsversprechen von 4 Euro ausgibt, dann liegt die Nominalverzinsung bei 4 Prozent. Sinkt die Glaubwürdigkeit dieses Staates bzw. steigt das Risiko eines Zahlungsausfalls, dann fällt der Marktpreis dieser Anleihe, z.B. von 100 auf 80 Euro. Die Rendite beträgt dann 4 Euro im Verhältnis zu 80 Euro, also 5 Prozent.

der am Sekundärmarkt umlaufenden Staatsanleihen eines Staates bildet in der Regel die untere Grenze, zu der dieser Staat neue Anleihen in Umlauf bringen, d.h. Schulden aufnehmen kann. Eine Verschärfung der Euro-Krise ist dadurch gekennzeichnet, dass Anleger das Vertrauen in bestimmte Staaten verlieren und die Kurse der Staatsanleihen dieser Länder deutlich an Wert verlieren. Damit steigen automatisch die Renditen dieser Anleihen und diese Staaten können nur zu entsprechend höheren Zinsversprechen neue Anleihen ausgeben. Das Euro-System würde im Rahmen des OMT-Programms durch Ankäufe von Staatsanleihen deren Kurs soweit stabilisieren bzw. dem Kursverlust entgegenwirken, dass neue Staatsanleihen zu vertretbaren Zinssätzen (z.B. 5%) ausgegeben werden können.

Es ist sehr schwer abschätzbar, welches Volumen an Anleihekäufen nötig sein dürfte, um dieses Ziel zu erreichen. Einen Hinweis kann einerseits die Erfahrung mit dem SMP geben, wo mit relativ geringen Ankaufvolumina seitens der EZB schon eine gewisse Stabilisierung der Anleihe-Preise gelungen ist. Anders ist kaum zu erklären, dass Ankäufe italienischer und spanischer Staatsanleihen im Nominal-Volumen von ca. 145 Mrd. Euro ausreichten, um deren Kurs für mehr als ein Jahr von Mitte 2011 bis September 2012 deutlich zu stabilisieren. Dabei war der Refinanzierungsbedarf der beiden Länder einerseits 2012 (673 Mrd. Euro) deutlich höher als der für 2014 (593 Mrd. Euro). Andererseits lässt sich einwenden, dass seit dem Ende des SMP überhaupt keine Anleihekäufe durch die EZB mehr stattgefunden haben und die Kurswerte der Anleihen dennoch stabil waren. Als Grund dafür wird immer wieder die Ankündigung des OMT-Programms der EZB genannt, welches die Erwartungshaltungen der Finanzmarkt-TeilnehmerInnen entsprechend beeinflusst habe.

Würde das OMT-Programm tatsächlich aktiviert, sollte seitens der EZB ein Ankaufvolumen im Umfang von bis zum Doppelten der fälligen Refinanzierung ausreichen, um die Anleihe-Kurse hinreichend zu stabilisieren. Entsprechend müsste die EZB bis zu 700 Mrd. Euro an Staatsanleihen Irlands, Portugals, Spaniens und Italiens aufkaufen, damit diese Anleihen über 350 Mrd. Euro am Markt unterbringen können.

## **Literatur:**

- Amtsblatt der Europäischen Union: Protokoll über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der EZB, aktuelle Fassung vom 30.3.2010, [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/c\\_08320100330de\\_ecb\\_statute.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/c_08320100330de_ecb_statute.pdf) .
- Elmar Altvater: Der politische Euro. Eine Gemeinschaftswährung ohne Gemeinschaft hat keine Zukunft, Blätter für deutsche und internationale Politik 5/2013.
- Jens Berger: Die Milliardenlüge, 16.2.2012, <http://www.nachdenkseiten.de/?p=12251>
- Jens Berger: Muss der Steuerzahler für Verluste der Zentralbanken haften?, 24.10.2012, <http://www.nachdenkseiten.de/wp-print.php?p=14817>
- Ulrich Bindseil, Andres Manzanares, Benedict Weller: The Role of Central Bank Capital Revisited, Working Paper Series No. 392, Europäische Zentralbank, September 2004
- Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2012, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank, Eurosystem: Jahresberichte, diverse Jahrgänge, Frankfurt am Main.
- Institut Solidarische Moderne (Hrsg.): Solidarisches EUropa - Mosaiklinke Perspektiven, VSA-Verlag, August 2013.
- Heike Joebges, Maik Grabau: Money for Nothing and Risks for Free. Zu Erfolgen und Risiken der EZB-Geldpolitik in der Eurokrise, Friedrich-Ebert-Stiftung, 2013, <http://library.fes.de/pdf-files/wiso/10041.pdf>
- Oscar Negt; Das Europa von heute und die Wirklichkeit von morgen. Zur Verteidigung der Utopie, Blätter für deutsche und internationale Politik 8/2012.
- Frank Schorkopf, Bevollmächtigter der EZB vor dem Bundesverfassungsgericht: Stellungnahme Europäische Zentralbank, Göttingen, 16.1.2013.
- Helmut Siekmann: Die Verwendung des Gewinns der Europäischen Zentralbank und der Bundesbank, Institute for Law and Finance, Working Paper Series No. 38 02/2005, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt/Main, [http://www.ilf-frankfurt.de/uploads/media/ILF\\_WP\\_038.pdf](http://www.ilf-frankfurt.de/uploads/media/ILF_WP_038.pdf)
- Helmut Siekmann und Volker Wieland: The European Central Bank's Outright Monetary Transactions and the Federal Constitutional Court of Germany, White Paper Series No. 4, Center of Excellence SAFE, Goethe-Universität, Frankfurt/Main.
- Hans-Werner Sinn: Umverteilung des Vermögens, Handelsblatt vom 9.9.2013.
- Der Spiegel: Anleihenkäufe der EZB: Bundesbank-Chef warnt vor Milliarden-Risiken, 17.9.2011, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/anleihenkaeufer-der-ezb-bundesbank-chef-warnt-vor-milliarden-risiken-a-786847.html>
- Peter Stella: Do Central Banks Need Capital?, IMF Working Paper WP/97/83, Internationaler Währungsfonds, Juli 1997, S. 12.
- Diether Stolze: Das Problem Dahlgrün. Schlechte Bilanz 1966: Auch in diesem Jahr fehlt Bonn eine Milliarde in der Kasse, DIE Zeit vom 19. August 1966.
- Axel Troost: Szenarien eines Endes der Euro-Zone - Beispielhafte Darstellung von ökonomischen Auswirkungen <http://www.axel-troost.de/article/7230.szenarien-eines-endes-der-euro-zone.html>
- Axel Troost/Philipp Hersel: Die Euro-Krise als Zäsur, Zeitschrift LUXEMBURG, Gesellschaftsanalyse und linke Praxis, April 2012, <http://www.zeitschrift-luxemburg.de/die-euro-krise-als-zasur-eine-neue-finanz-geld-und-wirtschaftspolitik-in-europa>
- Jens Weidmann, Eingangserklärung bei der mündlichen Verhandlung im Hauptsacheverfahren ESM/EZB vor dem Bundesverfassungsgericht am 11. Juni 2013, [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Kurzmeldungen/Stellungnahmen/2013\\_06\\_1\\_1\\_esm\\_ezb.html](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Kurzmeldungen/Stellungnahmen/2013_06_1_1_esm_ezb.html)

Karl Whelan: Is the ECB Risking Insolvency? Does it Matter? Forbes, 8.6.2012,  
<http://www.forbes.com/sites/karlwhelan/2012/08/06/is-the-ecb-risking-insolvency-does-it-matter/>

Lucas Zeise: Von Inflation keine Spur. Es kommt nicht darauf an, wie viel Geld geschöpft wird, sondern wer darüber verfügt, Junge Welt, 23. Juni 2009, <http://www.axel-troost.de/article/5536.von-inflation-keine-spur.html?sstr=Zeise>