

# Grundriss der Geldpolitik -

Änderungen, insbesondere Aktualisierungen zu:

**Hans- Joachim Jarchow, Grundriss der Geldpolitik.**  
9., aktual. u. erw. Aufl.  
Stuttgart 2010

► [Link zum Buch](#)

Stand: *Dezember 2020*

Veränderungen des Textes sind kursiv und rot geschrieben bzw. rot „eingekästelt“; letzte Änderungen werden durch ein *new* hervorgehoben. Sie werden im Text durch die Zeichen ► ◀ markiert.

Fußnoten befinden sich am Ende des gesamten Textes.

.



**Neu: Kapitel V (s. unten)**

**Anschließend: Aktualisierungen der anderen Kapitel**

*new* ad IV, S. 165, 1. Zeile von oben:

## ***Kapitel V***

### **Internationale Finanzkrise, Staatsschuldenkrise im Euroraum und EZB-Politik**

*Diesen Band abschließend, werden die in den USA ausgelöste internationale Finanzkrise und die sich anschließende Staatsschuldenkrise im Euroraum sowie die Maßnahmen der EZB im Zusammenhang behandelt. Ergänzend wird in einem Exkurs auf Grundzüge einer Insolvenzordnung für Staaten eingegangen.*

#### ***1) Internationale Finanzkrise***

##### ***a) Ursachen, Ablauf und staatliche Maßnahmen***

*aa) Entstehung.* – *aaa) Ausgelöst wurde die internationale Finanzkrise im Sommer 2007 durch*

die sich zuspitzenden Probleme am US-amerikanischen Markt für zweitklassige Hypotheken (Subprime-Markt). Vorausgegangen war ein Immobilienboom, der sich nicht zuletzt als Folge der amerikanischen Geldpolitik mit „zu lange zu niedrigen Zinsen“ zu einer Vermögensblase entwickelt hatte. Billige Kredite in Kombination mit niedrigen Anforderungen an die Kreditwürdigkeit der Hypothekenschuldner legten den Grund für die sich anschließende Krise<sup>1</sup>. Hinzu kam, dass sich amerikanische Banken auf Grund gesetzlicher Vorschriften zur Wohnungsförderung unter Druck gesetzt sahen, auch Kunden mit geringer Bonität Hypothekenkredite zu gewähren<sup>2</sup>. Schließlich spielte auch eine wichtige Rolle, dass der amerikanische Hypothekenschuldner in vielen Bundesstaaten (wie z.B. Kalifornien) – anders als der deutsche – bei Insolvenz nur die beliehene Immobilie verlor, weil bei Zahlungseinstellung i.d.R. keine Durchgriffshaftung auf das sonstige Vermögen und das Arbeitseinkommen bestand<sup>3</sup>. Eine derartige Haftungsbeschränkung impliziert eine Anreizstruktur, die zu leichtfertigem kreditfinanzierten Hauserwerb verleitet, da man bei einer Erhöhung der Immobilienpreise gewinnt, bei einer Senkung die dann entstehenden Verluste aber auf die Banken abwälzen kann<sup>4</sup>.

bbb) Die Krise brach aus, als die Immobilienpreise in den USA anfangen zu sinken, der Wert der verpfändeten Immobilien unter die Höhe der aufgenommenen Darlehen fiel und die amerikanischen Hypothekenschuldner zunehmend ihren Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkamen. Dass sich die auf den gesamten amerikanischen Hypothekenmarkt ausweitende Krise zu einer internationalen Finanzkrise entwickelte, ergibt sich aus ihrer Verbreitung und Verstärkung.

bb) Verbreitung und Verstärkung. – Die Verbreitung der Krise hängt insbesondere damit zusammen, dass die Gläubigerbanken die von ihnen geschaffenen Hypothekenforderungen nicht in ihren Bilanzen hielten, sondern entsprechend einer „**originate and distribute**“- Strategie weiterreichten. Dazu wurden sie an häufig in Niedrigsteuerrändern angesiedelte Zweckgesellschaften („conduits“) übertragen, die den Forderungspool in Tranchen mit unterschiedlichem Risikogehalt und Ratings aufteilten und zu handelbaren (hypothekengedeckten) Wertpapieren (Mortgage Backed Securities; kurz: MBS) bündelten. In dieser Weise verbrieft wurden nicht nur Hypothekenkredite, sondern auch Ausbildungs- und PKW-Kredite sowie Kreditkartenforderungen.

Die durch Bündelung und Tranchenbildung geschaffenen sog. **strukturierten Wertpapiere** wurden weltweit an andere Finanzinvestoren, wie Banken, Versicherungsgesellschaften, Anlage- und Hedgefonds, verkauft, aber auch von Zweckgesellschaften in ihren Portefeuilles gehalten. Für die ursprünglichen Gläubigerbanken, die die Zweckgesellschaften gründeten, hatte die Auslagerung der Hypothekenforderungen den Vorteil, dass weniger Mittel für eine Eigenkapitalunterlegung erforderlich waren. Andererseits ergaben sich für sie Risiken dadurch, dass sie den von ihnen eingerichteten Zweckgesellschaften zur Verbesserung ihrer Bonität und ihres davon abhängigen Rating Kreditlinien für den Fall von Liquiditätsengpässen einräumten.

Als die amerikanischen Hypothekenschuldner nach dem Platzen der Immobilienblase ihren Tilgungsverpflichtungen zunehmend nicht mehr nachkamen, erfuhren die verbrieften (hypothekengedeckten) Schuldverschreibungen erhebliche Wertverluste. Hiervon waren maßgeblich internationale Investoren betroffen.

Ein wichtiger Grund für die Verstärkung der Krise geht darauf zurück, dass die Abschreibungen auf die durch Hypotheken gesicherten Schuldverschreibungen das **Eigenkapital** von Finanzinstituten, insbesondere Banken, schmälerten. Um bestimmte interne bzw. aufsichtsrechtlich vorgeschriebene Eigenkapitalquoten (bezogen auf die Bilanzsumme, risikogewichtete Aktiva oder Verbindlichkeiten) einzuhalten, bauten diese Verbindlichkeiten ab

und verkauften Finanzvermögen wie strukturierte Wertpapiere oder Aktien. Hieraus resultierten Kursverluste, die wiederum Eigenkapital aufzehrten, so dass weitere Wertpapierverkäufe erforderlich wurden. Auf diese Weise entstand eine „Verlustspirale“<sup>5</sup>. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass viele Finanzinvestitionen vor der Krise durch Kreditaufnahme finanziert waren, um durch Aufnahme zinsgünstigen Fremdkapitals und die damit verbundene Hebelwirkung („Leverage“) die Eigenkapitalrendite zu steigern. Gemessen wird der **Leverage** durch die sog. „leverage ratio“. Sie ist der Kehrwert der Eigenkapitalquote, bezeichnet also den Quotienten aus der Bilanzsumme bzw. den risikogewichteten Aktiva oder den Verbindlichkeiten und dem Bestand an Eigenkapital. Eine leverage ratio, bezogen auf den Bestand der risikobehafteten Aktiva, von 10 impliziert bei einem Bestand von risikobehafteten Aktiva von 500 Mrd. EUR ein Eigenkapital von 50 Mrd. EUR und bedeutet z. B., dass eine nur fünfprozentige Wertminderung der risikobehafteten Aktiva das Eigenkapital bereits auf die Hälfte (nämlich auf 25 Mrd. EUR) schrumpfen lässt. Durch eine hohe leverage ratio (wie vor der Finanzkrise) wird der oben beschriebene durch Wertpapierabschreibungen und Eigenkapitalverluste ausgelöste Prozess des Schuldenabbaus im Wege einer Liquidierung von Finanzvermögen („Deleverage“) verstärkt.

Ferner trug zu der Spiralentwicklung auch bei, dass bei Kursverlusten und zunehmender Kursvolatilität die sog. „haircuts“ von Kreditgebern heraufgesetzt wurden, d. h. Kreditnehmer konnten Wertpapiere nur mit einem erhöhten prozentualen Abschlag auf ihren Wert als Sicherheit für Kredite einsetzen. Als Folge der verschärften Beleihungsbedingungen musste Finanzvermögen liquidiert werden, was wiederum den Druck auf die Wertpapierkurse verstärkte und den Beleihungswert von Wertpapierbeständen so weiter verminderte.

Schließlich erwies sich das Finanzsystem auch durch eine Fristeninkongruenz bei der Finanzierung von Finanzanlagen als krisenanfällig. Sie bestand darin, dass nicht nur Geschäftsbanken, sondern auch andere Finanzierungsinstitute (wie Investmentbanken oder von Banken gegründete Zweckgesellschaften) langfristige Engagements, z. B. in Hypothekarkrediten bzw. hypothekengedeckten Wertpapieren, kurzfristig revolvingend finanzierten, z. B. im Geldhandel durch Repos oder durch Ausgabe von Geldmarktpapieren in Form von durch Vermögenswerte besicherte Commercial Papers (Asset Backed Commercial Papers, kurz ABCP). Letztere wurden speziell von Zweckgesellschaften zur Finanzierung ihrer langfristigen Engagements in Hypothekarkrediten bzw. in hypothekengedeckten Wertpapieren verwendet. Als nun die Immobilienpreise sanken und die Zahlungsausfälle bei Hypothekenschuldern zunahmen, wurden potentielle Geldgeber (wie Geldmarkt- oder Investmentfonds) bezüglich der Werthaltigkeit der Sicherheiten immer misstrauischer, so dass der ABCP-Markt kollabierte und Zweckgesellschaften die von den Muttergesellschaften eingeräumten Kreditlinien in Anspruch nehmen mussten. Dieses wiederum brachte die Muttergesellschaften, insbesondere Banken, in finanzielle Bedrängnis. Sie mussten Finanzvermögen verkaufen oder wurden insolvent. Zu den frühen Opfern in Deutschland gehörten die IKB Deutsche Industriebank AG, die Landesbank Sachsen und die Hypo Real Estate (HRE).

cc) Zuspitzung. – Die Finanzkrise spitzte sich zu, als die amerikanische Investmentbank Lehman Brothers Mitte September 2008 insolvent wurde und auch zahlreiche andere Banken hierdurch mit erheblichen Liquiditäts- und Solvenzproblemen konfrontiert waren. Staatliche Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor wie Garantien für Bankeinlagen und Bankschuldverschreibungen, die Zuführung von Eigenkapital und die Auslagerung von Finanzaktiva minderer Qualität in sog. „bad banks“ bewahrten diesen vor einem Zusammenbruch mit internationaler Dimension. Die Auswirkungen der Finanzkrise hinterließen weltweit tiefe Spuren auch im Realsektor der Volkswirtschaften in Form von

*Produktionseinbrüchen mit zunehmender Arbeitslosigkeit. Auf den scharfen Abschwung reagierten die Regierungen in allen größeren Volkswirtschaften mit umfangreichen Programmen zur Konjunkturstimulierung im Rahmen einer expansiv ausgerichteten Fiskalpolitik, unterstützt durch Zinssenkungen und Liquidität zuführende Maßnahmen der Zentralbanken.*

### **b) Geldmarktklemme**

... Die zunehmende Unsicherheit , auch in Hinblick auf die Bewertung forderungsgedeckter Schuldverschreibungen ... [Text von S. 117, 7. Zeile von oben, bis S. 117, 19. Zeile von unten] ... die Rolle eines Finanzintermediärs.

### **c) Gegenmaßnahmen der EZB**

... Die Maßnahmen des Eurosystems ...  
[Text von S. 117, 18. Zeile von unten, bis S. 118, 1. Zeile von unten] ... der Geldpolitik Inflationsgefahren abzeichnen.

## **Zusammenfassung**

- 1. Die internationale Finanzkrise wurde im Sommer 2007 auf dem US-amerikanischen Markt für zweitklassige Hypotheken ausgelöst und im Wesentlichen durch leichtfertige Kreditvergabe von Banken verschuldet. Die Verbreitung der Krise erfolgte insbesondere durch Verbriefung von Hypothekenforderungen und Weiterverkauf an andere Finanzinvestoren, insbesondere an andere Banken.*
- 2. Die Regierungen reagierten mit Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor und in allen großen Volkswirtschaften mit umfangreichen fiskalpolitischen Programmen zur Bekämpfung des wirtschaftlichen Abschwungs. Die Fiskalpolitik wurde dabei durch expansive Geldpolitik flankiert.*
- 3. Insbesondere führte die internationale Finanzkrise auch zu erheblichen Anspannungen auf den Geldmärkten, denen die EZB mit zahlreichen Sondermaßnahmen entgegenwirkte, u.a. mit einer Umstellung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte und der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte auf Mengentender mit Festzinssatz und voller Zuteilung. Außerdem tätigte sie outright-Ankäufe von gedeckten Schuldverschreibungen (wie Pfandbriefe).*

## **2. Staatsschuldenkrise im Euroraum**

### **a) Ursachen und Ablauf**

aa) Ursachen. – Während die internationale Finanzkrise vornehmlich eine von Banken verschuldete Finanzkrise darstellt und auf dem US-amerikanischen Markt für zweitklassige Hypotheken im Sommer 2007 ausgelöst wurde, ist die jetzt zu behandelnde, in Griechenland entstandene und im Mai 2010 eskalierende Staatsschuldenkrise im Euroraum in erster Linie auf übermäßige Budgetdefizite und eine hohe Staatsverschuldung zurückzuführen. Zwar waren diese nicht zuletzt Folge der internationalen Finanzkrise durch einen rezessionsbedingten Einbruch der Steuereinnahmen und zusätzliche Staatsausgaben, bedingt durch zusätzliche Sozialtransfers sowie Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor und Konjunkturprogramme; besonders im Fall Griechenlands spielte aber auch Fehlverhalten in der Budgetpolitik der Regierung, also Politikversagen, eine maßgebliche Rolle. Die treibende Kraft beider Krisen ist die Befürchtung, dass Schulden nicht getilgt werden, also das Kreditrisiko.

Zur krisenhaften Entwicklung in Griechenland und anderen peripheren Euroländern (wie Irland, Portugal, Spanien und Italien) hat aber auch beigetragen, dass die langfristigen Zinssätze in den jetzigen Problemländern durch Bildung der Währungsunion gegenüber den neunziger Jahren stark fielen und innerhalb des Euroraums auf niedrigem Niveau konvergierten. Dieses ist in erster Linie auf den Fortfall des Wechselkursrisikos zu erklären. Offenbar wurde aber auch das Ausfall- bzw. Kreditrisiko der früheren Hochzinsländer mittlerweile als recht gering eingeschätzt. Die Zinssenkungen gingen mit Kapitalzuflüssen aus anderen Euroländern einher, zumal die Wachstumsaussichten in peripheren Ländern als günstig eingeschätzt wurden. Die Möglichkeit einer zinsgünstigen Mittelaufnahme verführte zu einem „über die Verhältnisse leben“, d.h. genauer: es wurden mehr Güter nachgefragt als aus inländischer Produktion zur Verfügung standen. Dementsprechend entstanden Leistungsbilanzdefizite, so dass die Auslandsverschuldung stieg. Problematisch war auch die Verwendung der zusätzlichen, schuldenfinanzierten Güterkäufe. So wurde zu wenig in den Aufbau von Produktionskapazitäten investiert und zu viel floss in unrentable Bauinvestitionen sowie in den privaten und öffentlichen Konsum.

Die schuldenfinanzierte starke Nachfrageexpansion auf Gütermärkten hatte beträchtliche Lohn- und Preissteigerungen zur Folge und bewirkte dadurch eine Verschlechterung der internationalen Wettbewerbssituation der Peripherieländer. Verstärkend für den Preisauftrieb haben sich dabei auch der eingeschränkte Wettbewerb im Dienstleistungssektor und die verbreitete Lohnindexierung ausgewirkt. Die verschlechterte Wettbewerbsfähigkeit und die Nachfragesexpansion erklären die schon erwähnte Leistungsbilanzverschlechterung in den Peripherieländern.

bb) Ablauf. – aaa) In Griechenland ließen fortwährend hohe Budgetdefizite die öffentliche Verschuldung nach Verschärfung der internationalen Finanzkrise auf ein nicht mehr tragfähig erscheinendes Maß anschwellen. Die Folge war, dass Investoren für die Übernahme griechischer Staatsanleihen hohe Risikoprämien in Form von Zinsaufschlägen gegenüber ziemlich sicher geltenden Staatsanleihen (wie Bundesanleihen) verlangten, und zu befürchten war, dass Neuemissionen derartiger Papiere in gewünschten Volumina zu tragbaren Zinskonditionen nicht mehr möglich gewesen wären.

Die hohen Budgetdefizite Griechenlands resultierten sowohl aus zu hohen Staatsausgaben, nicht zuletzt wegen des aufgeblähten öffentlichen Sektors, als auch aus zu niedrigen Staatseinnahmen, nicht zuletzt auf Grund überhand nehmender Steuerhinterziehung. Die Zahlen in Tabelle IV.1 zeigen, dass sich die problematische Budget- und Staatsschuldenentwicklung zwar durch die internationale Finanzkrise (2008 und 2009) verschlimmert hatte, aber auch schon vorher bestand.

Tabelle IV.1: Budgetdefizite (BD) und öffentlicher Schuldenstand (ÖS)<sup>a</sup> in Griechenland<sup>6</sup>

Zeit	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
BD	4,5	4,8	5,6	7,5	5,2	3,6	5,1	7,7	13,6
ÖS	103,7	101,7	97,4	98,6	100,0	97,8	95,7	99,2	115,1

<sup>a</sup> Jeweils in v.H. des Bruttoinlandsprodukts zu Marktpreisen.

Einmal abgesehen von den schon 2004 von der EU-Kommission eingeräumten griechischen Falschmeldungen von statistischen Angaben, ist kritisch anzumerken, dass Griechenland offensichtlich in jedem Jahr seit Teilnahme an der Währungsunion (2001) die fiskalischen Eintrittsbedingungen in Form der sog. Konvergenzkriterien (maximales Budgetdefizit: 3 v.H., maximaler öffentlicher Schuldenstand: 60 v.H., jeweils bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen) verletzt hat. Der 1997 zur Sicherung der Haushaltsdisziplin beschlossene und 2005 geänderte Stabilitäts- und Wachstumspakt<sup>7</sup> hat dieses offensichtlich nicht verhindert.

Neben den übermäßigen Budgetdefiziten und der hohen Staatsverschuldung besteht ein besonderes Problem Griechenlands im Mangel an internationaler Wettbewerbsfähigkeit. Diese hat sich seit Eintritt in die Währungsunion um ungefähr 25 v.H. verschlechtert<sup>8</sup>. Die Wettbewerbsschwächen resultieren daraus, dass die Lohnsätze in Anbetracht schwacher Produktivitätsentwicklung zu stark wuchsen. Die Folge war, dass der Anstieg der Lohnstückkosten in Griechenland durchweg deutlich höher ausfiel als im Durchschnitt des Euroraums. Der Mangel an internationaler Wettbewerbsfähigkeit trug zu andauernden, sehr hohen Leistungsbilanzdefiziten bei, wodurch sich die Auslandsverschuldung Griechenlands beträchtlich erhöhte.

Die zunehmenden Zweifel an der Tragfähigkeit der hohen öffentlichen Verschuldung Griechenlands lösten Spekulationsverkäufe griechischer Staatsanleihen aus, so dass ihre Verzinsung im Mai 2010 für lange Fristen auf rd. 8 v.H. anstieg und damit deutlich über dem Niveau der als ziemlich sicher geltenden (langfristigen) Bundesanleihen (rd. 2,75 v.H.) lag. Dieser Renditenabstand bedeutete, dass eine Risikoprämie in Höhe des „credit spread“ von damals rd. 5,25 v.H. von Griechenland zu entrichten war.

Als Griechenland auf den Kapitalmärkten praktisch keine Mittel mehr aufnehmen konnte, bewahrten Anfang Mai 2010 beschlossene bilaterale Kreditzusagen der Euroländer und des Internationalen Währungsfonds (IWF) das hochverschuldete Land vor einem drohenden Staatsbankrott. Das an strikte Auflagen gebundene **erste Rettungspaket** (später auch als "Greek Loan Facility", kurz: GLF, bezeichnet) umfasste Kreditzusagen für einen Zeitraum bis 2012 in einem Gesamtumfang bis zu 110 Mrd. €; davon entfielen 80 Mrd. € auf die Eurostaaten und 30 Mrd. € auf den IWF.

bbb) Auch in den anderen peripheren Ländern des Euroraums hatten sich die öffentlichen Finanzen problematisch entwickelt, wenn auch nicht in gleichem Ausmaß wie in Griechenland. Die Entwicklung der Fiskalkriterien für das Jahr 2009 spiegelt diesen Befund wider.

Tabelle IV.2: Budgetdefizite (BD), öffentlicher Schuldenstand (ÖS)<sup>a</sup> und langfristige Renditen öffentlicher Anleihen (i)<sup>b</sup> in Problemländern 2009/10<sup>9</sup>

Land	Portugal	Spanien	Irland	Italien
BD	9,4	11,2	14,3	5,3
ÖS	76,8	53,2	64,0	115,8
i	5,02	4,08	4,86	3,98

<sup>a</sup> Für 2009 und jeweils bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen . – <sup>b</sup> Mit einer Restlaufzeit von rd. 10 Jahren und Stand von Mai 2010

Hinzu kommt, dass sich die internationale Wettbewerbsposition auch in diesen Ländern – ähnlich wie in Griechenland – infolge relativ stark steigender Lohnstückkosten im Vergleich zu anderen Euroländern (wie Deutschland) sehr ungünstig entwickelt hatte und sie insbesondere bei einigen wichtigen Produkten (wie Textilien) starker Konkurrenz aus Schwellenländern wie China ausgesetzt waren (wie Portugal).

## **b) Befristeter Euro-Rettungsschirm**

aa) Ausgestaltung. – Um eine drohende Ausweitung der Griechenlandkrise auf andere Problemländer, insbesondere Irland und Portugal, zu verhindern, einigten sich die EU-Finanzminister im Mai 2010 auf einen für drei Jahre **befristeten Rettungsschirm** zur Absicherung krisengefährdeter Euroländer mit einem Kreditrahmen von insgesamt 750 Mrd. Euro. Davon sollen

- 60 Mrd. Euro im Rahmen des sog. Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) direkt über die EU-Kommission gewährt werden, und es werden
- bis zu 440 Mrd. Euro von einer als Zweckgesellschaft organisierten, im Mai 2010 eingeführten **Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF)** nach einstimmigem Beschluss der Euroländer auf Kredit- und Kapitalmärkten aufgenommen, und
- weitere 250 Mrd. Euro kommen vom Internationalen Währungsfonds (IWF).

Mitgliedstaaten der EFSF sind die Euroländer. Damit die EFSF von Ratingagenturen die Bestnote AAA erhält (was geschehen ist<sup>10</sup>) und deshalb auf den Kapitalmärkten Mittel zu günstigen Bedingungen aufnehmen kann, bürgt jeder Mitgliedstaat mit deutlich mehr als 100 v.H. seines Anteils an der Zweckgesellschaft<sup>11</sup>.

Die EFSF gewährt finanziellen Beistand an krisenbedrohte Euroländer insbesondere in Form von Krediten bzw. Kreditlinien, wobei die Kreditgewährung an die Erfüllung wirtschaftspolitischer Auflagen geknüpft ist und die Auszahlung der Kredite in Raten erfolgt und. Die mit den sog. Programmländern vereinbarten Auflagen betreffen insbesondere Sparmaßnahmen im Staats- und Sozialhaushalt und Maßnahmen zur Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Ihre Erfüllung wird vierteljährlich durch die sog. Troika, bestehend aus Experten der Europäischen Kommission, der EZB und des IWF, überprüft. Bei Verletzung der Auflagen droht eine Einstellung der Kredithilfe. Wie strikt die Problemländer die auferlegten Bedingungen im Urteil der Märkte erfüllen, dürfte auch für die Risikoprämien und damit für die Zinssätze, die Kreditgeber für Staatsanleihen von Problemländern verlangen, eine maßgebliche Rolle spielen.

bb) Inanspruchnahme. – Der Euro-Rettungsschirm wurde von Irland als erstem Land in Anspruch genommen. Das finanzielle Hilfen von EFSM, EFSF, IWF und bilaterale Hilfen umfassende Hilfspaket ergab insgesamt ein Programmvolumen von rd. 68 Mrd. EUR, wovon rd. 18 Mrd. EUR auf den EFSF entfielen. Die an strikte Auflagen zur Haushaltssanierung gebundene Finanzhilfe war wegen der prekären öffentlichen Finanzlage – das Budgetdefizit/BIP war 2010

auf 32 v.H. angestiegen – erforderlich geworden. Die irische Situation unterschied sich jedoch von der griechischen in zweierlei Hinsicht: Erstens gingen die Budgetbelastungen speziell auf die Rettung des überdimensionierten irischen Bankensektors zurück, der nach dem Platzen einer Immobilienkrise hohe Abschreibungen bei Hypothekenkrediten vornehmen musste, und zweitens war die internationale Wettbewerbsposition Irlands besser als die griechische. Inzwischen wurde das irische Unterstützungsprogramm beendet, und Irland konnte Ende 2013 den Euro-Rettungsschirm wieder verlassen.

Danach wurde der befristete Rettungsschirm auch von Portugal in einem Gesamtrahmen von knapp 80 Mrd. EUR (davon 26 Mrd. EUR aus der EFSF) sowie von Griechenland in Anspruch genommen. Griechenland stand trotz der oben erwähnten bilateralen Kreditzusagen aus dem ersten Rettungspaket Mitte 2011 wieder am Rande der Zahlungsunfähigkeit. Der öffentliche Schuldenstand hatte inzwischen rd. 160 v.H. des BIP erreicht, und die Verzinsung zehnjähriger griechischer Staatsanleihen war auf rd. 17 v.H. angestiegen. Auf dem Gipfeltreffen der Euroländer in Brüssel im Juli 2011 wurde deshalb ein **zweites Rettungspaket** für Griechenland aus Mitteln der EFSF beschlossen. Es umfasst den Zeitraum von 2012 bis 2014 und beinhaltet neben öffentlichen Finanzhilfen – als Voraussetzung hierfür – einen Verzicht privater Gläubiger auf einen Teil ihrer Forderungen. Die öffentlichen **Finanzhilfen** beliefen sich einschließlich der aus dem ersten Rettungspaket noch nicht ausgeschöpften und auf das zweite Rettungspaket übertragenen Mittel (rd. 34 Mrd. EUR) – zusammen mit neuen Kreditzusagen von 130 Mrd. EUR – auf rd. 164 Mrd. EUR. Davon entfielen rd. 145 Mrd. EUR auf den EFSF und rd. 19 Mrd. EUR auf den IWF.

Die mit dem zweiten Rettungspaket verbundenen wirtschaftspolitischen Auflagen betreffen Einsparungen im Staats- und Sozialhaushalt, Privatisierungen (z.B. staatlicher Energieversorger) sowie Maßnahmen auf dem Arbeitsmarkt zur Senkung der Lohnstückkosten (z.B. eine Herabsetzung von Mindestlöhnen und eine Aussetzung automatischer Lohnanpassungen) und zur Liberalisierung auf vor Konkurrenz geschützten Märkten (insbesondere im Dienstleistungsbereich). Ihre Erfüllung durch das Programmland wird fortlaufend durch die sog. Institutionen (IWF, EZB und EU-Kommission), der früher als Troika bezeichnetem Kontrollkommission, überwacht.

cc) Schuldenerlass. – Der Schuldenerlass durch private Gläubiger sollte zunächst auf freiwilliger Basis erfolgen und sich auf einen Betrag von 50 Mrd. EUR belaufen. Da letztlich aber ein wesentlich höherer Schuldenerlass (von über 100 Mrd. EUR) als notwendig angesehen wurde, um das angestrebte Ziel, eine Senkung der griechischen Staatsverschuldung im Jahre 2020 auf das als tragfähig angesehene Niveau von 120 v.H. des BIP, zu erreichen, wurde eine **zwangsweise Umschuldung** erforderlich. Sie erfolgte durch Aktivierung von Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses; kurz: CAC), auf die später noch genauer eingegangen wird. Sie wurden vom griechischen Parlament durch Gesetz rückwirkend für die nach griechischem Recht begebenen Staatsanleihen beschlossen. Ausgenommen von der Schuldenrestrukturierung waren die griechischen Staatsanleihen des Eurosystems, die im Rahmen des Programms für Wertpapiermärkte angekauft wurden. Sie wurden vorher in neue griechische Staatsanleihen umgetauscht, die von Umschuldungsklauseln nicht betroffen sind. Durch derartige Maßnahmen werden die Kreditrisiken für andere (nicht bevorrechtigte) Käufer von Staatsanleihen aus Problemländern höher, was ihre Bereitschaft, diese zu erwerben, verringert.

Die im März 2012 durchgeführte **Schuldenrestrukturierung** war die bisher größte in der Geschichte von Staatsinsolvenzen. Dabei wurden griechische Staatsanleihen im Nennwert von rd. 200 Mrd EUR in neue Wertpapiere im Nennwert von 93 Mrd. EUR umgetauscht. Dieses



entsprach einem haircut von 53,5 v.H. Die neuen Wertpapiere bestanden zu einem größeren Teil (etwa 2/3) aus griechischen (nach britischem Recht begebenen) Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 11 bis 30 Jahren und einer durchschnittlichen Verzinsung von 3,65 v.H.; der kleinere Teil (etwa 1/3) entfiel auf EFSF-Schuldscheine mit einer Laufzeit bis zu zwei Jahren und einer Verzinsung bis zu 1 v.H. Unter Berücksichtigung des durch niedrigere Zinssätze und überwiegend längere Laufzeiten reduzierten Kapitalwerts der alten Anleihen ergab sich gegenüber dem Nennwert der alten Anleihen Verluste, die deutlich über den oben genannten haircut von 53,5 v.H. hinausgehen.

dd) Zusätzliche Maßnahmen. – Als gegen Ende 2012 immer deutlicher wurde, dass Griechenland für das ihm mit dem zweiten Rettungspaket auferlegte Sanierungsprogramm mehr Zeit als bis Ende 2014 benötigen würde, beschlossen die Finanzminister der Euroländer, die sog. Eurogruppe, ihm für die Erreichung des budgetpolitischen Zieles (genauer: Erreichung eines Primärüberschusses, d.h. eines Budgetüberschusses ohne Zinszahlungen, von 4,5 v.H. des BIP) einen Aufschub um zwei Jahre bis 2016 zu gewähren. Die Verzögerung bei der Haushaltssanierung hatte einen zusätzlichen Finanzierungsbedarf zur Folge. Dieses berücksichtigend wurde vereinbart, dass die griechischen Staatsschulden von vermutlich rd. 190 v.H. des BIP im Jahr 2013 auf die leicht erhöhte Zielgröße von 124 v.H. im Jahre 2020 und unter 110 v.H. im Jahre 2022 sinken sollten. Um einen in diesem Sinne tragfähigen Schuldenstand zu erreichen, wurde ein Bündel neuer Maßnahmen beschlossen. Dieses enthielt zunächst einmal Maßnahmen zur Schuldenrestrukturierung. Hierzu gehörten insbesondere Zinssenkungen für Kredite aus dem ersten Rettungspaket sowie Zinsstundungen (für zehn Jahre) und Laufzeitverlängerungen (um fünfzehn Jahre) für Kredite aus beiden Rettungspaketen. Diese Maßnahmen laufen für den Gläubiger auf eine Senkung des Kapitalwerts seiner Forderungen hinaus und stellen insofern einen „indirekten Schuldenschnitt“ dar. Außerdem wurde vereinbart, dass Griechenland eigene Anleihen von privaten Gläubigern (Banken und Investmentfonds) zurückkaufen soll. Diese notierten am Markt erheblich unter ihrem Nennwert, so dass Griechenland bei Kursen von etwa einem Drittel des Nennwerts mit Anleihenankäufen z.B. in Höhe von 10 Mrd. EUR seine Anleienschulden um rd. 30 Mrd. EUR reduzieren konnte. Da die Ankäufe aus dem laufenden EFSF-Programm (also durch Verschuldung) finanziert wurden, ergab sich per Saldo eine Senkung der griechischen Staatsschulden um 20 Mrd. EUR. Schließlich sollten die Gewinne, die die Europäische Zentralbank mit ihren Offenmarktankäufen von griechischen Staatsanleihen erzielten und die aus dem unter den Nennwert liegenden Ankaufskursen resultierten, einem griechischen Sonderkonto zufließen.

Auf dem Gipfeltreffen in Brüssel im Juli 2011, auf dem man sich auf ein zweites Rettungspaket für Griechenland geeinigt hatte, wurde weiter beschlossen, den Aufgabenbereich der EFSF wesentlich zu erweitern und einen Europäischen Stabilitätsmechanismus einzuführen. Hierauf wird im folgenden Unterabschnitt näher eingegangen.

### **c) Europäischer Stabilitätsmechanismus**

aa) Ausgestaltung und Inanspruchnahme. – aaa) Die bis zum 30. Juni 2013 befristete Europäische Finanzierungsfazilität (EFSF) wurde ebenso wie der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) durch einen permanenten **Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)** der Euroländer ersetzt. In Hinblick auf den neuen Krisenmechanismus ESM wird der EU-Vertrag partiell (in Artikel 136 des Vertrages von Lissabon) ergänzt. Damit wird die gesetzliche Grundlage für einen permanenten Euro-Rettungsschirm

geschaffen, dessen Aktivierung dazu dient, „ im Notfall die Stabilität der Eurozone als Ganzes zu sichern“.

Der durch einen völkerrechtlichen Vertrag gegründete ESM ist ähnlich wie der IWF organisiert. Er besteht wie der IWF aus dem Gouverneursrat, gebildet aus den Finanzministern des Euro-Währungsgebiets, dem Direktorium, bestehend aus Mitgliedern mit fachlicher Kompetenz im Bereich von Wirtschaft und Finanzen (jeweils ernannt von Mitgliedern des Gouverneursrats), und einem Geschäftsführenden Direktor. Der Gouverneursrat ist das höchste Entscheidungsorgan. Das Direktorium fasst Beschlüsse auf der Grundlage von Befugnissen, die vom Gouverneursrat delegiert worden sind, und führt die laufenden Geschäfte. Die beiden Organe beschließen, abgestuft nach der Bedeutung der Entscheidungen, einvernehmlich, d.h. ohne Gegenstimmen, mit qualifizierter Mehrheit (80 v.H. der abgegebenen Stimmen) oder mit einfacher Mehrheit. Finanzierungshilfen setzen eine einvernehmliche Entscheidung voraus. Bei Entscheidungen, die eine qualifizierte Mehrheit erfordern, hat Deutschland wegen seines Stimmanteils (27,15 v.H.) praktisch ein „Vetorecht“.

Der ESM baut auf der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität auf. Da der ESM bereits Anfang Oktober 2012 seine operative Arbeit aufgenommen hat, existierten EFSF und der ESM für kurze Zeit nebeneinander. Das maximale Darlehensvolumen des (in Luxemburg ansässigen) ESM beträgt 500 Mrd. EUR. Zusätzlich stellt der IWF mindestens 250 Mrd. EUR im Bedarfsfall als Kredit zur Verfügung. Damit die Anleihen des ESM, die er zur Finanzierung seiner Kredite begibt, mit Bestnoten bewertet werden und er damit zu günstigen Zinssätzen Mittel aufnehmen kann, muss seine Kapitalbasis (wie bei der EFSF) den Betrag von 500 Mrd. EUR überschreiten. Sie beträgt 700 Mrd. EUR und setzt sich aus einer Bareinlage von 80 Mrd. EUR und Garantien bzw. abrufbarem Kapital der Euroländer von 620 Mrd. EUR zusammen. Das deutsche Haftungsrisiko aus dem ESM ist auf 27,15 v.H., bezogen auf den Betrag von 700 Mrd. EUR, d.h. auf rd. 190 Mrd. EUR, beschränkt. Zusammen mit den Risiken aus dem Ausleih- bzw. Garantievolumen aus den bilateralen Kreditzusagen des ersten Rettungspakets (rd. 15 Mrd. EUR), dem EFSM (rd. 10 Mrd. EUR) und der EFSF (rd. 95 Mrd. EUR) ergibt sich insgesamt für Deutschland ein Haftungsrisiko von rd. 310 Mrd. EUR<sup>12</sup>.

Kredite soll der ESM an Mitgliedstaaten nur vergeben, wenn es die „ die Finanzstabilität des Eurolandes als Ganzes“ erfordert. Sie sind wie bei der EFSF an strenge wirtschafts- und finanzpolitische Auflagen, also an Konditionalität, gebunden, werden ratenweise ausgezahlt und setzen (wie oben erwähnt) einen einvernehmlichen Beschluss aller Mitgliedsstaaten voraus. Nachdem sich der IWF (wenn überhaupt) nur noch im Einzelfall an ESM-Krediten beteiligt, obliegt die Konzeption und Kontrolle der entsprechenden Anpassungsprogramme dem ESM und der EU-Kommission. Der Zinssatz für Kredite aus dem ESM ist so bemessen, dass seine Finanzierungs- und Betriebskosten gedeckt werden und eine angemessene Marge kalkuliert wird.

Im Rahmen der Finanzierungshilfe verfügt der ESM über folgende Instrumente:

- ESM-Mitglieder können zur Überbrückung von Finanzierungsschwierigkeiten Darlehen erhalten, wenn sie sich zu einem strikten makroökonomischen Anpassungsprogramm verpflichten.
- ESM-Mitgliedern können zweckgebundene Darlehen zur Rekapitalisierung von Finanzinstituten unter Auflagen gewährt werden.
- Ankäufe von Staatsanleihen können in Ausnahmefällen vom ESM auflagenabhängig auf Primär- und Sekundärmärkten vorgenommen werden.
- Vorsorgliche Kreditlinien können ESM-Mitgliedern eingeräumt werden, die wegen Anspannungen auf Kapitalmärkten hohen Finanzierungskosten

ausgesetzt sind, aber noch Zugang zu Kapitalmärkten haben (also keine Programmländer sind). Für dieses Instrument gilt auch Konditionalität, aber in einer gegenüber den o.a. Darlehen abgeschwächten Form. Allerdings wurden die Zugangskriterien durch die Beschlüsse von Dezember 2018 ergänzt und präzisiert. So wurde beschlossen, dass der Kredit nehmende Euro-Staat einem negativen Schock ausgesetzt gewesen ist, den er nicht selbst verschuldet hatte. Ferner setzt der Zugang zur vorsorglichen bzw. vorbeugenden Kreditlinie voraus, dass der betreffende Eurostaat sich an die Verschuldungsregeln hält und sich nicht in einem Defizitverfahren befindet.

bbb) Was die Beteiligung privater Gläubiger bei einer Schuldenrestrukturierung anbelangt, so wurde im Zusammenhang mit der Errichtung des ESM beschlossen, ab Januar 2013 für neue Staatsanleihen im Euroraum mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr einheitlich ausgestaltete Umschuldungsklauseln einzuführen, die in allen Euroländern rechtlich wirksam sind. Damit finden Elemente einer Insolvenzordnung für Staaten Berücksichtigung, wie sie im Exkurs unter c) genauer beschrieben werden. Voraussetzung für ein Umschuldungsvorhaben ist, dass eine Schuldentragfähigkeitsanalyse von Europäischer Kommission und IWF zu dem Ergebnis gelangt, dass ein Euroland insolvent ist.

ccc) Mitte 2012 wurden Spanien Finanzhilfen aus dem Euro-Rettungsfonds zur Rekapitalisierung seiner Banken bis zu 100 Mrd. EUR zugesagt. Der spanische Bankensektor war stark von der Immobilienkrise betroffen. Das von der EFSF in den ESM überführte Spanien-Programm belief sich endgültig auf 41,4 Mrd. EUR und ist Anfang 2014 ausgelaufen. Damit hat Spanien – wie zuvor schon Irland und mittlerweile auch Portugal – den Euro-Rettungsschirm verlassen.

Im Herbst 2013 wurde von der Eurogruppe ein Hilfsprogramm aus dem ESM für Zypern beschlossen. Den Hintergrund bildete ein Finanzkrise im zyprischen Bankensektor, der in Relation zum Realsektor Zyperns überdimensioniert war. Insbesondere ergaben sich Probleme dadurch, dass zinsgünstige Konditionen einen starken Zufluss an Einlagen bei zyprischen Banken bewirkten und diese die zufließenden Mittel zu einem erheblichen Teil in hochverzinslichen, aber sehr risikablen griechischen Staatsanleihen investierten. Als griechische Staatsanleihen im März 2012 restrukturiert wurden, verzeichneten die beiden größten Banken Zyperns, die Bank of Cyprus und die Laiki, hohe Milliardenverluste. Um eine Zuspitzung der Finanzkrise mit einem drohenden Staatsbankrott und einem möglichen Ausscheiden aus dem Euroverbund zu vermeiden, wurden im März 2013 Finanzhilfen in Höhe von 10 Mrd. EUR an die zyprische Regierung bewilligt, wovon 9 Mrd. EUR aus dem ESM und 1 Mrd. EUR vom IWF bereitgestellt wurden. Die anderen von Kapitalkontrollen flankierten Maßnahmen betrafen im Wesentlichen den Bankensektor und liefen auf ein „bail in“ der Bankengläubiger hinaus. So wurde die Laiki abgewickelt, wobei die durch die staatliche Einlagensicherung garantierten Einlagen bis zu 100 000 EUR ebenso wie die Verbindlichkeiten aus der Notfall-Liquiditätshilfe gegenüber der zyprischen Zentralbank von 9 Mrd. EUR auf die Bank of Cyprus übertragen wurden; letztere wird restrukturiert. Die Folgen aus den Abwicklungs- und Restrukturierungsmaßnahmen trafen insbesondere Bankkunden mit Einlagen von mehr als 100 000 EUR, und zwar im Fall solcher Einlagen bei Laiki möglicherweise bis zu einem vollständigen Verlust.

Nachdem Zypern wesentliche Teile des vereinbarten Reformprogramms (Stabilisierung des Finanzsektors, Haushaltskonsolidierung, Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und Stärkung des Wachstums) realisieren konnte und von der bewilligten Finanzhilfe von 10 Mrd. EUR nur 6,3 Mrd. EUR an Hilfsmitteln abgerufen hatte, hat Zypern den ESM- Rettungsschirm Ende März 2016 verlassen. Somit ist nur noch Griechenland ein Programmland.

In Griechenland hatten die Reformbemühungen bereits ab Mitte 2014 nachgelassen und sich die Wirtschaftsaussichten eingetrübt. Nach dem Wahlsieg der linksgerichteten Syriza im Januar

2015 wurde eine Abkehr vom Konsolidierungs- und Reformprozess zum Programm, und die sich schon im Vorfeld der Wahl verbreitende Unsicherheit über die Wirtschaftspolitik nahm zu. Infolgedessen schwächte sich das wirtschaftliche Wachstum ab, und die Haushaltslage verschlechterte sich. Mit zunehmenden Liquiditätsproblemen bei griechischen Banken, die nur noch durch Notfall-Liquiditätshilfen des Eurosystems und Kapitalkontrollen abgewendet werden konnten, spitzte sich die wirtschaftliche Lage in Griechenland wieder einmal zu, und ein Ausscheiden Griechenlands aus dem Euroverbund konnte nur noch durch ein **drittes Rettungspaket** vermieden werden. Dieses wurde im August 2015 nach schwierigen Verhandlungen beschlossen und beinhaltet neben einer kurzfristigen Brückenfinanzierung aus dem EFSF in Höhe von 7 Mrd. EUR zur Begleichung von Zahlungsrückständen gegenüber dem IWF und dem Eurosystem ein ESM-Darlehen bis zu 86 Mrd. EUR über einen Bereitstellungszeitraum von drei Jahren. Der IMF hat sich hieran nicht beteiligt. Die ESM-Mittel, die sukzessive und in Tranchen abhängig von der Umsetzung eines vereinbarten Reformprogramms bereitgestellt werden, dienen im Wesentlichen der Schuldentilgung (einschließlich dem Abbau der aus der EFSF vorfinanzierten Zahlungsrückstände) sowie der Rekapitalisierung der Banken. Die maximale durchschnittliche Laufzeit der Kredittranchen beträgt 32 1/2 Jahre.

Das ESM-Darlehen ist an strenge Konditionalität gebunden, die in einem detaillierten Reformprogramm spezifiziert ist. Die Auflagen werden vierteljährlich unter Berücksichtigung der erzielten Reformfortschritte aktualisiert. Wesentliche Bestandteile des Reformprogramms sind:

– budgetpolitische Maßnahmen,

und zwar Steuererhöhungen (z.B. bei der Mehrwertsteuer, der Körperschaftssteuer sowie der Tonnagesteuer für Reeder), Abbau von Steuervergünstigungen (z.B. bei Landwirten bei der Einkommensteuer und dem Dieserverbrauch) und Senkung der Staatsausgaben (z.B. Militärausgaben),

– strukturelle Maßnahmen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit,

und zwar auf dem Arbeitsmarkt (z.B. Anpassung an die in der EU geltenden Verfahren, Bekämpfung der Schwarzarbeit, Förderung der beruflichen Aus- und Weiterbildung) und auf den Produktmärkten (z.B. Öffnung reglementierter Berufe, Liberalisierung der Energiemärkte),

– Reformen im Rentensystem,

z.B. schrittweise Anhebung des Renteneintrittsalters auf 67 Jahre bzw. 62 Jahre bei 45 Beitragsjahren, Erschwerung der Frühverrentung),

– Reformen im öffentlichen Sektor,

insbesondere in der Steuerverwaltung (z.B. bei der Bekämpfung der Steuerhinterziehung und Beitreibung der Steuerforderungen), der sozialen Sicherungssysteme, der Gesundheitsversorgung, der Justiz und bei der Korruptionsbekämpfung sowie

– Privatisierungen

durch Schaffung eines von den Institutionen beaufsichtigten Fonds, auf den werthaltige griechische Vermögenswerte übertragen werden, die später veräußert werden, wobei für die Privatisierungserlöse eine Größenordnung von 50 Mrd. EUR angestrebt wird.

ddd) Das dritte Hilfsprogramm wurde am 20. August 2018 beendet und damit hat Griechenland als letztes Programmland den Euro-Rettungsschirm verlassen. Von den zugesagten ESM-Mitteln in Höhe von 86 Mrd. EUR wurden rd. 62 Mrd. ausgezahlt. Der nicht in Anspruch genommene Teil im Betrag von 24 Mrd. EUR steht der griechischen Regierung als finanzieller Puffer bei der Rückkehr an die Kapitalmärkte zur Verfügung. Insgesamt wurden Griechenland

aus den drei Rettungspaketen eine Summe um 275 Mrd. EUR ausgezahlt.

Das Verlassen des Euro-Rettungsschirms wurde durch Vorsorgemaßnahmen flankiert, die diesen Schritt absichern sollen. Hierzu gehören neben dem oben erwähnten Sicherheitsnetz von 24 Mrd. EUR die Verpflichtung, im Budget bis 2022 jährlich einen Primärüberschuss von 3,5 v.H. des BIP zu erwirtschaften sowie vierteljährliche Kontrollen durch die EU-Kommission in Hinblick auf die Umsetzung vereinbarter Reformen. Von besonderer Bedeutung sind die Vereinbarungen über Schuldenerleichterungen. Diese beinhalten neben der Abführung von Zentralbankgewinnen aus Offenmarktankäufen griechischer Staatsanleihen an die griechische Regierung Zinserleichterungen, Zinsstundungen, Laufzeitenverlängerungen und Verschiebungen des Tilgungszeitraums. Genauer bedeutet Letzteres, dass Griechenland die Schulden aus ESM-Krediten erst im Zeitraum von 2034 bis 2060 tilgen muss. Da diese Veränderungen der Kreditkonditionen den Kapitalwert der Gläubigerforderungen reduzieren, stellen sie einen weiteren "indirekten Schuldenschnitt" dar.

Was die zukünftige Entwicklung der griechischen Schuldenproblematik anbelangt, so liegen insbesondere zwei Fragen nahe. Unter mittelfristigem Aspekt fragt sich, ob Griechenland den Primärüberschuss von 3,5 v.H. des BIP über eine Reihe von Jahren tatsächlich erwirtschaften kann, und unter langfristigen Aspekt, ob Griechenland die aufgeschobene Tilgung seiner Schulden ohne zusätzlichen direkten oder indirekten Schuldenschnitt schaffen wird. Zweifel erscheinen angebracht.

bb) Fiskalpakt. – Bei einem weiteren Gipfeltreffen im Dezember 2011 in Brüssel wurden die o.a. Beschlüsse zu den EFSF/ESM-Einrichtungen um einen **Fiskalpakt** erweitert und bezüglich der Finanzierungshilfe in einigen Punkten ergänzt. Entsprechende Vereinbarungen wurden Ende Januar 2012 von den Regierungschefs der EU-Länder (Großbritannien und Tschechien ausgenommen) getroffen. Nachdem 12 Vertragsländer den Fiskalpakt bis Dezember 2012 ratifiziert hatten, konnte dieser am 1. Januar 2013 in Kraft treten. Die Ratifizierung ist auch insofern von Bedeutung, als nur solche Länder, die diesen Schritt getan haben, Stützungskredite aus dem ESM erhalten.

Im Fiskalpakt verpflichten sich die Vertragsländer im Sinne eines mittelfristigen Ziels dazu, höchstens ein strukturelles (d.h. ein um konjunkturelle Einflüsse bereinigtes) jährliches Budgetdefizit von 0,5 v.H. des (nominalen) Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen (BIP) zuzulassen. Außerdem besteht die Verpflichtung, bei erheblichen Zielabweichungen einen automatischen Korrekturmechanismus mit entsprechenden Maßnahmen zum Abbau des Defizits einzurichten. Beide Verpflichtungen müssen in den Rechtsordnungen der Mitgliedstaaten auf Verfassungsebene oder vergleichbarer Ebene verankert werden. Bei Verstößen hiergegen kann der Europäische Gerichtshof (an den ESM zu entrichtende) Geldbußen bis zu 0,1 v.H. des BIP verhängen. Außerdem sind Vertragsländer, deren gesamtwirtschaftlicher Schuldenstand den Referenzwert von 60 v.H. des BIP überschreitet, auf Grund des Fiskalpakts gehalten, diesen um durchschnittlich ein Zwanzigstel jährlich zu verringern. Schließlich wird das im Stabilitäts- und Wachstumsgesetz vorgesehene Defizitverfahren von Kommission und Rat der EU insofern verschärft, als es automatisch eingeleitet wird, wenn nicht die Mitgliedstaaten dem mit qualifizierter Mehrheit widersprechen.

cc) Ergänzungen. – Die Ergänzungen zur Finanzierungshilfe betreffen insbesondere die folgenden drei Punkte: Erstens soll das Einsatzpotential der EFSF/ESM-Rettungsfonds durch Mobilisierung privater Finanzierungsmittel verstärkt werden. So ist als eine Möglichkeit hierfür vorgesehen, dass der Rettungsfonds im Falle eines Zahlungsausfalls einen bestimmten Verlustanteil am Nominalwert der Anleihen von privaten Haltern als Erster übernimmt<sup>13</sup>.

Versichert der EFSF bzw. der ESM auf diese Weise z.B. ein Drittel des Zahlungsausfalls von Staatsanleihen, dann ließen sich beispielsweise mit 100 Mrd. EUR aus dem Rettungsfonds Staatsanleihenkäufe von Privaten im Betrage von 300 Mrd. EUR versichern, d.h. EFSF/ESM-Mittel würden um das Dreifache gehebelt. Da durch die Hebelung das Anleihenvolumen von Problemländern steigt, erhöht sich das Risiko, dass Euroländer Garantien gegenüber den Rettungsfonds einlösen müssen. Zweitens soll der IWF stärker als bisher in die Finanzierungshilfe für Problemländer im Euroraum einbezogen werden. Dazu sollen dem IWF zur Stärkung seiner finanziellen Ressourcen von den Euroländern und anderen Mitgliedstaaten bis zu 200 Mrd. EUR in Form bilateraler Kredite zur Verfügung gestellt werden (davon 150 Mrd. EUR von den Euroländern). Da Kredite des IWF bei Insolvenz eines Schuldnerlandes vorrangig zu bedienen sind, steigt das Ausfallrisiko für die anderen (nachrangigen) Gläubiger. Drittens wurde festgestellt, dass die im Rahmen des zweiten Rettungspakets vereinbarte (freiwillige) Beteiligung des privaten Sektors an der Griechenlandhilfe eine einmalige Ausnahme darstellt und man sich zukünftig in dieser Frage strikt an den Prinzipien des Internationalen Währungsfonds halten wird, die dieser in seiner Kreditpolitik gegenüber Ländern mit nicht mehr tragfähiger Staatsverschuldung anwendet<sup>14</sup>.

#### **d) Moral Hazard-Problematik**

Mit wirtschaftspolitischen Auflagen für die Inanspruchnahme von Kreditfazilitäten, der sog. Konditionalität, soll der mit den Rettungsschirmen verbundenen **Moral Hazard-Problematik**<sup>15</sup> entgegenwirkt werden. Sie bedeutet in diesem Zusammenhang, dass Stützungszusagen zu risikofreudigerem und weniger diszipliniertem Verhalten verführen, weil darauf gebaut wird, dass bei akuten Zahlungsschwierigkeiten notfalls finanziell ausgeholfen wird, also ein sog. „**bail-out**“ erfolgt. So werden Anleger (z.B. Banken) wegen einer vergleichsweise günstigen Rendite zu beträchtlichen Engagements in Staatsanleihen von Problemländern verleitet, weil sie sich gegenüber einem höheren Risiko durch Stützungszusagen abgesichert fühlen. Regierungen von Problemländern sehen bei großzügiger finanzieller Unterstützung (auch durch eine stark expansive Geldpolitik der EZB) die Möglichkeit, unpopuläre Anpassungsprogramme aufzuweichen oder aufzuschieben.

Nicht zuletzt wegen der Moral Hazard-Problematik und der damit verbundenen Fehlanreize ist im EG-Vertrag eine „**no bail-out**“-Klausel verankert. Wie es in Artikel 103 (1) dazu verkürzt heißt, haften weder die Gemeinschaft noch ein Mitgliedstaat für die Verbindlichkeiten des öffentlichen Sektors (Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften u.a.) von Mitgliedstaaten und treten auch nicht für sie ein<sup>16</sup>. Die Frage liegt nahe, ob die durchgeführten Stützungsmaßnahmen für krisenbedrohte Euroländer mit den ursprünglichen Intentionen des Artikels 103 (1) vereinbar sind. Unabhängig von der Beantwortung dieser Frage sind im Fall einer akuten Finanz- bzw. Staatsschuldenkrise zwei Argumente gegeneinander abzuwägen: Gegen Stützungszusagen spricht die Moral Hazard-Problematik, für sie die Gefahr von Kettenreaktionen bzw. Dominoeffekten, d.h. konkret: die Ausweitung z.B. einer Griechenlandkrise auf andere Problemländer. Hinzu kommt, dass sich in Ländern, deren Banken einen hohen Bestand an Staatsanleihen aus Problemländern halten, bei drohenden Wertverlusten erneut eine Bankenkrise einstellen kann. Insofern sind Bankenkrise und Staatsschuldenkrise miteinander verknüpft. Jedenfalls wird der Gefahr von Kettenreaktionen angesichts einer bedrohlichen Zuspitzung einer Finanz- bzw. Staatsschuldenkrise wegen der hohen und nicht mehr überschaubaren Risiken im Allgemeinen gegenüber dem Moral Hazard-Argument das höhere Gewicht zugemessen.

Die no bail-out-Klausel verliert als bindende Norm auch durch die Einrichtung der Rettungsschirme in Form der befristeten EFSF und des permanenten ESM an Bedeutung. Der Umfang möglicher Stützungskredite wurde hierdurch erheblich ausgeweitet. Da zu ihrer Finanzierung alle Euroländer beitragen, wird die Haftung für die Schulden von Problemländern „vergemeinschaftet“ und damit auch die länderspezifischen Risikoprämien eingeebnet. Das Entstehen einer Haftungsgemeinschaft bedeutet damit, dass die marktmäßige Spreizung nationaler Zinssätze abgeschwächt wird. Daraus resultiert insofern eine problematische Anreizstruktur, als für Länder mit solider Budgetpolitik tendenziell höhere und für Länder mit unsolider Budgetpolitik tendenziell niedrigere Zinsen anfallen als bei marktmäßiger Anpassung ohne gemeinschaftliche Haftung<sup>17</sup>. Auch die Aufgabenerweiterung von EFSF und ESM erscheint unter dem Aspekt der Anreizstruktur nicht unproblematisch. Werden z.B. von diesen Einrichtungen Käufe von Staatsanleihen krisenbedrohter Euroländer zur Kursstützung getätigt, dann wirkt das einem marktmäßigen Zinsanstieg entgegen. Zwar wird hierdurch die Tragfähigkeit der Schuldenlast verringert, gleichzeitig aber der Korrekturmechanismus abgeschwächt, der Euroländer mit laxer Budgetdisziplin durch hohe Zinsen sanktioniert und sie so rechtzeitig zu einer Schuldenkonsolidierung veranlasst. Schließlich wird die Bedeutung der no bailing out-Klausel auch noch dadurch relativiert, dass Stützungskredite des ESM durch die oben erwähnte Ergänzung des EU-Vertrages eine gesetzliche Grundlage erhalten.

#### **e) Sondermaßnahmen der EZB**

aa) Beschlüsse vom Mai 2010.– Die Staatsschuldenkrise im Euroraum und die damit einhergehenden Spannungen an Staatsanleihenmärkten der Problemländer, insbesondere Griechenlands, griffen Anfang Mai 2010 auf die Finanzmärkte insgesamt über. Hiervon war auch der Geldmarkt im Euroraum betroffen. Die Liquiditätsverknappung und drohende Störungen seiner Funktionsfähigkeit auch auf dem kürzesten Geldmarktsegment veranlassten die EZB zu Gegenmaßnahmen. Abgesehen davon, dass der Hauptrefinanzierungssatz ermäßigt wurde, bestehen sie in einer ganzen Reihe von **Sondermaßnahmen**. Drei der im Mai 2010 beschlossenen Aktionen bestanden darin, bereits zurückgenommene Sondermaßnahmen wieder zu reaktivieren. So wurden längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Regellaufzeit von drei Monaten nach dem bereits erfolgten Wechsel zum Zinstender wieder als Mengentender zum Festzinssatz bei voller Zuteilung abgewickelt. Außerdem wurde ein neuerlicher Sechsmontatender mit Vollzuteilung und Zinsindexierung<sup>18</sup> aufgelegt. Schließlich beschloss der EZB-Rat, zur Verbesserung der Dollarliquidität von Geschäftsbanken Liquidität zuführende Operationen in US-Dollar auf der Basis von Swapgeschäften mit dem Federal Reserve System mit Laufzeiten von 7 und 84 Tagen erneut auszuschreiben. Sie werden – wie zuvor – als Mengentender mit Vollzuteilung abgewickelt.

Zwei weitere Maßnahmen sind in einem direkten Zusammenhang mit der griechischen Krisensituation zu sehen. So beschloss der EZB-Rat im April 2010, die während der internationalen Finanzkrise erfolgte Herabsetzung des Bonitätsschwellenwertes für marktfähige und nicht marktfähige Sicherheiten für Kreditgeschäfte auf BBB– über das Jahr 2010 hinaus zu verlängern. Im Mai 2010 wurde diese Mindestanforderung an notenbankfähige Wertpapiere dann durch einen weiteren Beschluss für die von der griechischen Regierung begebenen oder garantierten Schuldtitel bis auf weiteres ausgesetzt<sup>19</sup>. Diese Regelung gilt auch für andere Programmländer; es sei denn, das entsprechende Land erfüllt nicht die im Anpassungsprogramm enthaltenen Auflagen.

Während mit den Beschlüssen bezüglich der Sicherheiten für Kreditgeschäfte ernsthaften

Problemen beim Zugang zu den Kreditfazilitäten der EZB begegnet werden sollte, stand bei dem ebenfalls im Mai 2010 beschlossenen „Programm für Wertpapiermärkte“ („Securities Market Programm“; kurz: SMP) die angespannte Situation auf den Staatsanleihenmärkten von Problemländern im Vordergrund. Wie ad IV, S. 154 ( 1. Zeile von oben) der Aktualisierungen näher ausgeführt wird, erlaubte dieses Programm dem Eurosystem Interventionen auf Märkten für öffentliche und private Schuldverschreibungen und ermöglichte so endgültige Ankäufe (Outrightkäufe) von Staatsanleihen aus Problemländern (wie Griechenland, Portugal, Irland, Spanien und Italien) auf den entsprechenden Sekundärmärkten. Von dieser Möglichkeit hat das Eurosystem auch verschiedentlich Gebrauch gemacht.

bb) Beschlüsse vom Dezember 2011. – Eine Reihe zusätzlicher geldpolitischer Sondermaßnahmen wurde wegen der anhaltenden Spannungen auf den Finanzmärkten im Dezember 2011 beschlossen: So wurden zwei längerfristige Finanzierungsgeschäfte mit der bisher längsten Laufzeit von 36 Monaten angekündigt und inzwischen durchgeführt. Sie wurden zinsindexiert ausgeschrieben, als Mengentender bei Vollzuteilung abgewickelt und bieten die Option einer vorzeitigen Rückzahlung nach einem Jahr. Mit rd. 490 und 530 Mrd. EUR, insgesamt also mehr als eine Billion EUR, erreichten die Zuteilungsbeträge in der Geschichte der EZB-Politik ihr bisheriges Rekordniveau. Weiter fasste der EZB-Rat den Beschluss, den Mindestreservesatz von 2 auf 1 v.H. zu senken. Außerdem wurde die Verfügbarkeit von Sicherheiten ausgeweitet, z.B. durch Einbeziehung von Kreditforderungen, wobei deren Einsatz als Sicherheiten insofern von Land zu Land unterschiedlich gehandhabt werden kann, als er von den nationalen Zentralbanken zu genehmigen und zu verantworten ist. Damit gibt es im Euroraum bezüglich der Sicherheiten keine einheitlichen Standards mehr. Ferner beschloss der EZB-Rat, ein zweites (inzwischen beendetes) Programm zur Durchführung von EZB-Ankäufen gedeckter Schuldverschreibungen (siehe hierzu genauer die Aktualisierungen ad IV, S. 154 (1. Zeile von oben unter ccc)).

cc) Beschlüsse vom September 2012. – Einen großen Schritt zur Ausweitung der Offenmarktoperationen tat die EZB mit ihren Beschlüssen von September 2012 über die Modalitäten der Durchführung geldpolitischer Outright-Geschäfte („Outright Monetary Transactions“; kurz: OMTs). Hierbei handelt es sich um Ankäufe von Staatsanleihen auf Sekundärmärkten. Ihre Implementierung ist an Konditionalität auf Grund von EFSF/ESM-Hilfsprogrammen gebunden. Mit der Ankündigung zukünftig möglicher OMTs wurde das Programm für Wertpapiermärkte eingestellt. Die Durchführung von endgültigen Offenmarktankäufen von Wertpapieren wurde im Rahmen eines gegenüber den OMTs abgewandelten, neuen Programms erst im Januar 2015 beschlossen (siehe dazu den folgenden Unterabschnitt ee).

Den die OMTs betreffenden Beschlüssen war eine in einer Rede abgegebene Erklärung des EZB-Präsidenten DRAGHI von Ende Juli 2012 vorausgegangen, die wesentlich zur Beruhigung der Finanzmärkte beitrug. Seine Ankündigung lautete: „Die EZB ist bereit, alles zu tun, um den Euro zu retten, und glauben Sie mir, es wird genug sein“. Zusammen mit den September-Beschlüssen hatte diese Ankündigung offenbar zur Folge, dass die Wechselkurs- und Kreditrisiken niedriger eingeschätzt wurden und die Risikoprämien für Staatsanleihen von Problemländern daraufhin spürbar sanken. Die hieraus resultierenden deutlich niedrigeren Zinssätze implizieren eine Verminderung der Kosten des Schuldendienstes von Problemländern und trugen auch so zur Entspannung auf den Finanzmärkten im Euroraum bei; sie bergen allerdings auch die Gefahr, dass die fiskalischen Konsolidierungsbemühungen und die Reformanstrengungen nachlassen und vermindern bei Banken den Druck, ihre Bilanzen zu sanieren. Außerdem hat das Bekenntnis



zur Eurorettung die Konsequenz, dass die EZB bei ihrer Geldpolitik die Erfordernisse von Problemländern im Besonderen zu berücksichtigen hat.

dd) Beschlüsse vom Juni und September 2014. – aaa) Mit ihren geldpolitischen Beschlüssen vom Juni 2014 intensivierte die EZB ihren expansiven Kurs, teilweise mit bisher noch nicht erprobten Maßnahmen. So wurde der Hauptrefinanzierungssatz und der Spitzenrefinanzierungssatz auf ihr bis dahin niedrigstes Niveau gesenkt (0,15 bzw. 0,4 v.H.), und für von Banken bei der EZB gehaltene Einlagen wird ein Zinssatz von – 0,1 v.H. berechnet. Damit hat die EZB als einzige der größeren Zentralbanken einen negativen Einlagensatz festgesetzt.

Weiterhin wurde die Durchführung sog. gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte ("Targeted Longer-Term Refinancing Operations"; kurz: TLTROs) beschlossen, mit denen „gezielt“ die Nettokreditvergabe der Banken (Neukredite ./ Tilgungen) an nicht-finanzielle Unternehmungen und private Haushalte im Euro-Raum unterstützt werden sollen. Die TLTROs sind volumenmäßig begrenzt und wurden über eine Reihe von Mengentendern zwischen September 2014 bis Juni 2016 angeboten und zu einem über die Laufzeit des jeweiligen Geschäfts festen Zinssatz abgewickelt, der dem bei Geschäftsabschluss geltenden Hauptrefinanzierungssatz entspricht<sup>20</sup> Alle TLTROs werden im September 2018 fällig, wobei eine vorzeitige Tilgung frühestens 24 Monate nach Abschluss eines TLTRO möglich ist. Banken, deren Nettokreditvergabe im Zeitraum, von Mai 2014 bis zum 30. April 2016 unter einer bestimmten Referenzgröße geblieben ist, müssen die Refinanzierungskredite bereits im September 2016 tilgen.

Ferner wurde bekannt gegeben, dass die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit bis Dezember 2016 weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchgeführt werden. Außerdem wurde beschlossen, die auf eine Woche befristeten Feinsteuermassnahmen, mit denen die Liquiditätszuführung durch Wertpapierankäufe der EZB im Rahmen des Programms für Wertpapiermärkte sterilisiert wurden, auszusetzen.

bbb) Schon im September 2014 verstärkte die EZB ihren expansiven geldpolitischen Kurs weiter. Abgesehen davon, dass der Hauptrefinanzierungssatz, der Spitzenrefinanzierungssatz und der Einlagensatz noch einmal gesenkt wurden (auf 0,05, 0,30 und – 0,2 v.H.), wurden vom EZB-Rat outright-Ankäufe von Kreditverbriefungen ("Asset-Backed Securities"; kurz: ABS) beschlossen. Im Rahmen eines entsprechenden Programms (ABSPP) werden derartige strukturierte (im Zusammenhang mit der Finanzkrise bereits behandelte) Papiere auf Primär- und Sekundärmärkten angekauft, soweit diese durch Forderungen an den nichtfinanziellen privaten Sektor gedeckt und transparent sind. Außerdem beschloss der EZB-Rat ein drittes Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen. Angekauft wird im Rahmen dieses Programms (CBPP3) "ein breit gefasstes Portfolio" an auf Euro lautenden und im Euroraum begebenen besicherten Papieren sowohl auf Primär- als auch auf Sekundärmarkten. Die Liquiditätswirkungen der Offenmarktankäufe werden wie bei den beiden Vorgängerprogrammen (CBPP und CBPP2)<sup>21</sup> nicht sterilisiert. Gleiches gilt für das ABSPP. Bei den entsprechenden Maßnahmen handelt es sich also um eine sog. "quantitative Lockerung" ("quantitative easing")<sup>22</sup>.

Die Wertpapierankäufe im Rahmen der beiden Programme haben im Herbst 2014 begonnen. Bezüglich der Bonitätsbeurteilung gilt für ABS, dass nicht nur die beste, sondern auch die zweitbeste verfügbare Bonitätsbeurteilung mindestens dem derzeit geltenden Bonitätsschwellenwert genügen muss ("Second-Best-Regel") und für gedeckte Schuldverschreibungen, dass die beste verfügbare Bonitätsbeurteilung dem derzeit geltenden Bonitätsschwellenwert genügen muss ("First-Best-Regel"). Der Bonitätsschwellenwert entspricht

derzeit einem Rating von BBB–. Von diesem Mindestanforderung sind allerdings Kreditverbriefungen und gedeckte Schuldverschreibungen aus Programmländern (wie Griechenland) grundsätzlich ausgenommen, d.h. für Papiere aus diesen Ländern wird dann auch ein schlechteres Rating akzeptiert.

Insbesondere aus dem Erwerb von Kreditverbriefungen kann sich für das Portefeuille der EZB (und letztlich für den Steuerzahler) ein nicht unbedenkliches Risiko ergeben, wenn ein hohes Kaufvolumen an derartigen strukturierten Papieren angestrebt wird und dazu auch schwächere Qualitäten akzeptiert und höhere Ankaufskurse konzidiert werden.

Die EZB verfolgt mit dem oben (unter dd)) behandelten Maßnahmenbündel vor allem folgende Ziele:

- eine Stimulierung der Kreditvergabe der Banken an den nichtfinanziellen Sektor, insbesondere in den südeuropäischen Problemländern,
- eine Vermeidung zu niedriger Inflationsraten und
- eine Schwächung des Euro-Außenwerts zur Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums, nicht zuletzt durch Festsetzung eines negativen Einlagensatzes und dadurch stimulierte (Netto-)Kapitalexporte.

Ein Problem einer zusätzlichen Lockerung der ohnehin stark expansiven EZB-Politik besteht – wie oben erwähnt – u.a. darin, dass diese den Konsolidierungs- und Reformdruck in den Problemländern mindert. Eine gewisse Widersprüchlichkeit könnte zudem darin gesehen werden, dass die EZB mit dem Maßnahmenbündel gezielt Banken zu einer verstärkten (risikablen) Kreditvergabe ermutigt, von ihnen andererseits aber eine Sanierung ihrer Bilanzen erwartet wird.

ccc) Bei der Begründung von expansiven Sondermaßnahmen im Zusammenhang mit unzureichenden Bankkrediten und relativ hohen Bankzinssätzen speziell in südeuropäischen Euroländern verweist die EZB häufig auf Störungen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus. Fraglich ist, ob diese für die o.a. Entwicklungen auf dem Kreditmarkt tatsächlich in erster Linie bestimmend sind. Zu vermuten ist vielmehr, dass nicht Irrationalitäten, sondern eher rationale Entscheidungen der Wirtschaftsakteure im Zusammenhang mit der Kreditgewährung eine maßgebliche Rolle spielen. So geht einerseits die Kreditnachfrage bei abnehmender wirtschaftlicher Aktivität zurück, und nach einer Verschuldungskrise sind Unternehmungen und Haushalte als Kreditnachfrager auch deshalb zurückhaltend, weil sie Bilanzbereinigungen vornehmen und dabei ihre Verbindlichkeiten abzubauen suchen. Andererseits schränken die Banken ihr Kreditangebot ein, weil sie Risiken bei der Kreditvergabe in Anbetracht unsicherer wirtschaftlicher Entwicklungen sehen (demzufolge Risikoprämien verlangen) und nach der Bankenkrise ihre Bilanzen sanieren, wobei sie die Relation ihres Eigenkapitals, bezogen auf die risikablen Aktiva wie insbesondere Kredite, verbessern wollen.

ee) Beschlüsse von Januar 2015. – aaa) Im Januar 2015 wurde von der EZB ein „erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten“ ("Expanded asset purchase program"; kurz: APP) beschlossen, das neben den oben unter dd) behandelten Ankaufsprogrammen von ABS (ABSPP) und gedeckten Schuldverschreibungen (CBPP3) Ankäufe von Staatspapieren einschließt, die von Zentralstaaten im Euroraum, Emittenten mit Förderauftrag und europäischen Institutionen emittiert werden ("Public sector purchase program"; kurz: PSPP). Danach sollten ab März 2015 Ankäufe von Wertpapieren aus dem privaten und öffentlichen Sektor des Euroraums insgesamt in Höhe von monatlich 60 Mrd. am Sekundärmarkt gegen Zentralbankgeld vorgenommen

werden, und zwar ohne Neutralisierung ihrer Liquiditätseffekte. Sie sollten zunächst bis mindestens September 2016, auf jeden Fall aber so lange getätigt werden, bis eine nachhaltige Korrektur der niedrigen Inflationsrate im Sinne des Inflationsziels von unter, aber nahe 2 v.H. erreicht wird. Das gesamte Ankaufsvolumen belief sich demnach auf mindestens rd. 1,1 Billionen EUR. Angekauft werden grundsätzlich nur Papiere mit einem Rating bis BBB-. Ausgenommen von dieser Regelung sind Länder, die im Rahmen eines mit ihnen vereinbarten Hilfsprogramms kooperieren.

Die Ankäufe von Staatsanleihen, die von den verschiedenen Ländern des Euroraums begeben werden, erfolgen volumenmäßig entsprechend den Anteilen der nationalen NZBen am EZB-Kapital. Außerdem werden die Ankäufe von Anleihen eines Landes dadurch begrenzt, dass sie maximal nur ein Viertel der Gesamtemission und ein Drittel der gesamten Staatsschuld eines Landes betragen dürfen. Ergeben sich für die EZB Verluste aus den angekauften Wertpapieren, so gilt folgende Regelung: Verluste aus den Ankäufen von Wertpapieren von europäischen Institutionen (12 v.H. der zusätzlichen Käufe) und den von der EZB gehaltenen, zusätzlich angekauften Wertpapieren (8 v.H.) unterliegen der gemeinsamen Haftung. Das Risiko aus den verbleibenden 80 v.H. liegt bei den die Vermögenswerte kaufenden nationalen NZBen, wird also nicht geteilt.

bbb) Mit der Durchführung des erweiterten Programms wird bezweckt, den Risiken aus einer lang anhaltenden Phase sehr niedriger Inflationsraten, die deutlich unter der Zielgröße der EZB (nahe, aber unter 2 v.H.) liegen, entgegenzuwirken. Befürchtet wird eine Deflationsspirale, in der Konsumenten und Investoren sinkende Inflationsraten erwarten und demzufolge Ausgaben zurückstellen, wodurch sich weiter sinkende Inflationsraten einstellen, die wiederum eine weitere Verschiebung von Ausgaben bewirken können etc. Man erwartet, einen solchen Deflationsprozess durch Stimulierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage vermeiden zu können, indem man die Zinssätze noch weiter senkt und der Euro - hiermit zusammenhängend - abwertet. Zu bedenken ist hierbei allerdings, dass eine sehr niedrige Inflationsrate nicht unbedingt auf ein nachfrageinduziertes Deflationsrisiko hindeutet. Sie kann auch durch kostensenkende Einflüsse auf das gesamtwirtschaftliche Angebot bedingt sein, z.B. niedrigere Energiepreise und Produktivitätssteigerungen durch IT-Entwicklungen sowie durch erhöhten Wettbewerb, z.B. durch die Globalisierung oder den Internethandel.

Schließlich ist eine Politik anhaltend sehr niedriger Zinssätze auch mit nicht unerheblichen Problemen verbunden: Wie bereits erwähnt, verführen die sehr günstigen Zinsbedingungen Politiker dazu, letztlich notwendige, unpopuläre Strukturreformen (z.B. eine Liberalisierung der Güter- und Arbeitsmärkten) und schmerzhaftes fiskalische Konsolidierungsbemühungen aufzuschieben. Neben dieser Anreizproblematik gibt es weitere unerwünschte Folgen anhaltend niedriger Zinssätze: Sie vermindern den Anreiz zum Sparen und erschweren die Altersvorsorge (auch in Form von Lebensversicherungen). Aufgrund fehlender hinreichend rentierlicher, sicherer Anlagen erhöhen sie zudem die Bereitschaft, höhere Risiken an den Finanzmärkten einzugehen und sich dabei auch zu verschulden. So können sie zu später platzenden Blasen an Immobilien- und Aktienmärkten beitragen. Ferner führen sie auch zu einer bedenklichen Problematik bei den Banken. Einerseits erwartet man von ihnen, dass sie ihre Eigenkapitalpolster stärken. Andererseits haben die andauernd sehr niedrigen Zinssätze (nicht zuletzt bei Anleihen aus dem öffentlichen Sektor und bei Unternehmensanleihen) sowie die derzeitige Negativerzinsung von Bankeinlagen bei der EZB eine Schwächung der Ertragskraft der Banken zur Folge. Da die Zinssätze für Kundeneinlagen wegen der Nullzins-Barriere nicht im gleichen Maße sinken, verengt sich die Zinsmarge bei ihnen weiter. Setzt sich diese Entwicklung fort, droht eine Schwächung der Stabilität des Bankensektors, die sich auch für den Realsektor negativ auswirkt. Schließlich ist noch Folgendes zu bedenken: Endgültige Ankäufe von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt

stellen zwar keine direkte Kreditgewährung an öffentliche Stellen dar; sie erleichtern aber deren Kreditaufnahme auf dem Kapitalmarkt und bei den Banken erheblich, indem sie günstigere Finanzierungsbedingungen schaffen. Mit ihrer massiven Unterstützung gerät die EZB in die Nähe einer Bereitstellung von Kreditfazilitäten an den öffentlichen Sektor, die nach Artikel 101 (1) des EG-Vertrages verboten ist. Hinzu kommt, dass die EZB als Folge des Staatsanleihenprogramms zum größten Gläubiger der Mitgliedstaaten geworden ist, deshalb unter Druck gerät, die Tragfähigkeit einer hohen Schuldenlast mit niedrigen Zinssätzen zu sichern und so ins Schlepptau der Fiskalpolitik gerät<sup>23</sup>.

► Das Programm zum Ankauf von Staatspapieren (PSPP) wurde Gegenstand eines Urteils des Bundesverfassungsgerichts, das Anfang Mai 2020 verkündet wurde. Darin wurde dargelegt, dass bei den Beschlüssen des EZB-Rats zum PSPP und beim diesbezüglichen Urteil des Europäischen Gerichtshofs (wonach das PSPP mit EU-Recht vereinbar ist) Vorteile (bei der Verfolgung des geldpolitischen Ziels) und Nachteile (wie oben aufgeführt) nicht ausreichend gegeneinander abgewogen worden wären und insofern die Prüfung der Verhältnismäßigkeit unzureichend gewesen sei. Eine weitere Beteiligung der Bundesbank am PSPP wurde davon abhängig gemacht, dass der EZB-Rat innerhalb von drei Monaten deutlich macht, dass das Programm verhältnismäßig sei. Das ist inzwischen geschehen. ◀

ff) Beschlüsse von Dezember 2015 – Neben einer Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität von  $-0,2$  auf  $-0,3$ , also um 10 Basispunkte, wurde von der EZB beschlossen, die monatlichen Ankäufe von Wertpapieren im Umfang von 60 Mrd. EUR im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) bis mindestens Ende März 2017 zu verlängern, auf jeden Fall aber so lange, bis sich eine deutliche Korrektur der Inflationsrate in Richtung auf ihren Zielwert abzeichnet. Außerdem wurde der Katalog der ankaufbaren Wertpapiere um auf Euro lautende marktfähige Schuldtitel, die von regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften begeben wurden, erweitert.

... gg) Beschlüsse von März 2016. – aaa) Mit dem umfangreichen geldpolitischen Maßnahmenpaket von März 2016 wurde der expansive Kurs der EZB weiter verstärkt. So wurde der Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte von vorher 0,05 auf 0,00 v.H., für die Spitzenrefinanzierungsfazilität von vorher 0,30 auf 0,25 v.H. und für die Einlagefazilität von vorher - 0,30 auf - 0,40 v.H. gesenkt. Außerdem signalisierte die EZB, dass der Leitzins für längere Zeit auf dem derzeitigen oder einem noch niedrigeren Niveau bleiben würde.

bbb) Ferner wurden Ankäufe von auf Euro lautenden Unternehmensanleihen (ohne Banken) aus dem Euro-Währungsgebiet mit einem Mindestrating von BBB- (Standard & Poors) zugelassen und in das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) eingeschlossen. Dieses der quantitativen Lockerung dienende Maßnahmenbündel umfasst nunmehr Programme für EZB-Ankäufe von

- gedeckten Schuldverschreibungen (CBPP3),
- Kreditverbriefungen, den ABS (ABSPP),
- Wertpapieren aus dem öffentlichen Sektor (PSPP) und
- Unternehmensanleihen ("Corporate Sector Purchase Program"; kurz: CSPP).

Mit den Käufen von Unternehmensanleihen wurde im Juni 2016 begonnen. Sie werden von sechs Euro-Zentralbanken (darunter die Deutsche Bundesbank) durchgeführt, wobei die EZB die Ankäufe koordiniert. Das monatliche Gesamtvolumen der Ankäufe im Rahmen von APP wurde durch die Beschlüsse von März 2016 von vorher 60 Mrd. mit Wirkung von April 2016 auf 80 Mrd.

EUR erhöht.

ccc) Weiter wurde beschlossen, ab Juni 2016 mit der Durchführung einer zweiten Serie von vier neuen gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (TLTRO-II) zu beginnen. Sie wurden von Juni 2016 bis März 2017 im vierteljährlichen Abstand mit einer Laufzeit von jeweils vier Jahren (mit der Möglichkeit einer vorzeitigen Rückzahlung nach zwei Jahren) angeboten. Anders als bei den vorangegangenen TLTROs gibt es keine vorzeitigen Pflichtrückzahlungen. Der (feste) Zinssatz bei TLTRO-II entspricht grundsätzlich dem bei Abschluss der Geschäfte geltenden Hauptrefinanzierungssatz. Geschäftsbanken, deren Nettokreditvergabe im Zeitraum vom 1. Februar 2016 bis zum 31. Januar 2018 eine bestimmte individuell festgelegte Referenzgröße überschreitet, wird jedoch nachträglich ein niedrigerer Zinssatz berechnet, wobei die Ermäßigung proportional zur Überschreitung ausfällt. Die Untergrenze für den Zinssatz bei TLTRO-II bildet der bei der Zuteilung geltende, derzeit negative Zinssatz für die Einlagefazilität. Im Übrigen hat die EZB durch Einführung einer zusätzlichen vorzeitigen Rückzahlungsoption die Möglichkeit geschaffen, TLTROs aus der ersten Serie in TLTRO-II umzuschichten.

ddd) Mit der Verstärkung der expansiven EZB-Politik verstärkte sich auch die Kritik an diesem Kurs, weil unerwünschte Nebenwirkungen deutlicher hervortraten. Neben den schon oben erwähnten nachteiligen Folgen sehr niedriger Zinssätze (siehe dazu den Unterabschnitt ee)bbb)) erscheint es in Hinblick auf die Ankäufe von Unternehmensanleihen problematisch, dass hierdurch große Unternehmungen, die solche Wertpapiere emittieren (wie EON, Allianz, Daimler, Siemens, Telekom etc.) gegenüber mittleren und kleineren Unternehmungen, die auf Bankkredite angewiesen sind, unter Finanzierungsaspekten bevorzugt werden. Weiter ist damit zu rechnen, dass Kreditnehmer aus dem öffentlichen Sektor (bis hin zu den Kommunen) und große Unternehmungen aus dem privaten Sektor Bankkredite durch die zinsgünstige Emission von Schuldverschreibungen ersetzen und die Kreditvergabe der Banken hierdurch abnimmt.

hh) Beschlüsse von Oktober 2017 und Dezember 2018. – Nachdem der monatliche Nettoerwerb<sup>24</sup> von Vermögenswerten im Rahmen des APP mit Wirkung von April 2017 auf 60 Mrd. EUR beschränkt und ab Januar 2018 auf 30 Mrd. EUR weiter herabgesetzt wurde, beschloss die EZB Mitte Dezember 2018, ihn zum Jahresende 2018 ganz einzustellen. Diese Maßnahme ist als ein erster Schritt in Richtung auf eine Umkehr in der geldpolitischen Ausrichtung, d.h. als Einstieg in den Exit, anzusehen (siehe hierzu genauer die Aktualisierungen ad IV, S. 118, 16. Zeile von unten).

ii) Beschlüsse von März 2019 und September 2019. – Zur Sicherung günstiger Kreditvergabebedingungen der Geschäftsbanken beschloss der EZB-Rat Anfang März 2019 angesichts einer schwächeren Konjunktur- und Inflationsentwicklung, eine neue Serie von sieben gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (TLTRO-III) im Zeitraum von September 2019 bis März 2021 in vierteljährlichem Abstand durchzuführen. Wie bei den TLTRO-II wird der Zinssatz für TLTRO-III sukzessive ermäßigt, wenn die Nettokreditvergabe der Banken einen bestimmten Schwellenwert überschreitet. Nach den Beschlüssen des EZB-Rats von Mitte September 2019 gelten für die TLTRO-III im Einzelnen folgende Modalitäten: Ihre Laufzeit beträgt drei Jahre, wobei eine freiwillige Rückzahlung nach zwei Jahren möglich ist. Der von den Banken zu entrichtende Zinssatz entspricht grundsätzlich dem durchschnittlichen Hauptrefinanzierungssatz während der Laufzeit des jeweiligen TLTRO-III. Die Untergrenze für den ermäßigten Zinssatz bildet der durchschnittliche Zinssatz für die Einlagefazilität während der Laufzeit des jeweiligen TLTRO-III. Da der Zinssatz für die Einlagefazilität derzeit negativ ist, zahlt eine Bank, die zu diesem Zinssatz einen Refinanzierungskredit aufnehmen kann, keine Zinsen an die EZB, sondern erhält eine Prämie von der EZB.

Die im September beschlossenen weiteren Maßnahmen deuten daraufhin, dass die EZB in Anbetracht einer sich anbahnenden Rezession und einer niedrigen Inflationsrate eine Abkehr vom Einstieg in den Exit vollzogen hat und eine stark akkomodierende Geldpolitik betreibt. Das zeigt insbesondere die Wiederaufnahme der (Netto-)Ankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des APP. So werden ab dem 1. November 2019 monatlich Wertpapiere in Höhe von 20 Mrd. EUR angekauft. Die Tilgungsbeiträge der angekauften Wertpapiere werden dabei wie bisher in vollem Umfang wieder angelegt.

Ferner wird der Zinssatz für die Einlagefazilität auf - 0,5 v.H. abgesenkt, während die Zinssätze für Hauptrefinanzierungsgeschäfte unverändert bei 0,00 v.H. und für die Spitzenrefinanzierungsfazilität bei 0,25 v.H. belassen werden. Gleichzeitig hat die EZB den Banken durch entsprechende Regelungen für ihre EZB-Einlagen Freibeträge in Hinblick auf die Negativverzinsung eingeräumt. Danach müssen die Banken für EZB-Einlagen in Höhe des Sechsfachen ihrer Mindestreserven keine Negativzinsen mehr entrichten. Werden Banken dennoch durch Negativzinsen stark belastet, muss die EZB damit rechnen, dass diese anstelle von EZB-Einlagen mehr Bargeld in Form von Noten halten.

► ji) Beschlüsse zur Bekämpfung der Coronavirus-Krise 2020.– Die Corona-Pandemie verursachte 2020 einen starken wirtschaftlichen Einbruch in den Ländern der EU. Eine weitere, deutliche Lockerung der Geldpolitik erschien geboten. Die Beschlüsse der EZB zur Bekämpfung der Coronavirus-Krise betrafen Nettoankäufe von Wertpapieren durch die EZB und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte. So wurde das bisherige Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) von monatlich 20 Mrd. EUR bis Ende 2020 um 120 Mrd. EUR aufgestockt (Beschlüsse des EZB-Rats von März/April 2020). Ansonsten ist davon auszugehen, dass die monatlichen Nettoankäufe im Umfang von 20 Mrd. EUR im Rahmen des APP erst eingestellt werden, wenn ein geldpolitischer Kurswechsel mit einer Erhöhung der EZB-Leitzinsen bevorsteht.

Zusätzlich wurde vom EZB-Rat im März 2020 ein neues Pandemie-Notfallankaufprogramm ("Pandemic Emergency Purchase Programme"; kurz: PEPP) im Gesamtvolumen von 750 Mrd. EUR eingerichtet. Im Juni 2020 wurde beschlossen, den Umfang von PEPP um 600 Mrd. EUR auf 1350 EUR zu erhöhen. Im Dezember erfolgte auf Grund eines neuen EZB-Beschlusses eine weitere Erhöhung um 500 Mrd. EUR auf 1850 Mrd. EUR. Angekauft werden Schuldverschreibungen des öffentlichen und privaten Sektors ( u.a. auch nichtfinanzielle Commercial Papers). Nettoankäufe im Rahmen dieser Fazilität werden in jedem Fall solange getätigt, bis die Coronakrise überwunden ist. Die Tilgungsbeträge, die der EZB bei Fälligkeit der im Rahmen von PEPP angekauften Wertpapiere zufließen, werden von dieser in vollem Umfang (wie beim APP) wieder angelegt.

Abgesehen davon, dass vorübergehend zusätzliche längerfristige Refinanzierungsgeschäfte als Mengentender mit Vollzuteilung zu günstigen Bedingungen durchgeführt wurden, beschloss der EZB-Rat im April 2020 mit der Einführung von Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäften ("Pandemic Emergency Longer Term Refinancing Operations", kurz: PELTROs) eine neue Serie nicht gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte. Sie werden wieder als Mengentender mit Vollzuteilung abgewickelt. Mit der Durchführung von PELTROs begann man im Mai 2020. Sie umfassen sieben zusätzliche Geschäfte mit unterschiedlicher Laufzeit. Im Dezember 2020 beschloss der EZB-Rat für das Jahr 2021 die Durchführung von vier weiteren PELTROs. Der Zinssatz liegt 25 Basispunkte unter dem Durchschnitt der Hauptrefinanzierungssätze während der Laufzeit des jeweiligen Refinanzierungsgeschäfts.

.Außerdem wurde im April 2020 von der EZB beschlossen, den Zinssatz für die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO- III) für den Zeitraum von Juni 2020 bis Juni

2021 auf 50 Basispunkte unter den Durchschnitt der Hauptrefinanzierungssätze während dieses Zeitraums zu senken<sup>25</sup>. Dieser Zeitraum wurde nach EZB-Beschlüssen von Dezember 2020 um 12 Monate bis 2022 verlängert. Ferner wurde die Durchführung von drei weiteren TLTROs für den Zeitraum von Juni bis Dezember 2021 beschlossen. ◀

## **f) Europäische Bankenunion**

aa) Grundzüge. – Das Projekt der Bankenunion soll den Bankensektor in der EU stabilisieren und den Steuerzahler auf diese Weise so weit wie möglich vor finanziellen Belastungen durch ein *bailing out* von Banken mit öffentlichen Geldern schützen. Die Bankenunion ist ein alle 27 EU-Mitglieder betreffendes Vorhaben. Da sich aber vermutlich nicht alle EU-Mitglieder an diesem Projekt beteiligen wollen (wie z.B. das Vereinigte Königreich), bietet sich ein Modell mit dem Euroraum als Kern und einer Beitrittsoption für andere EU-Mitglieder an (ähnlich wie beim Fiskalpakt).

Die geplante Europäische Bankenunion basiert – neben einheitlichen Aufsichtsregeln – auf den folgenden drei Säulen:

- einer Europäischen Bankenaufsicht ,
- einer Europäischen Bankenabwicklung und
- einer Europäischen Einlagensicherung.

Mit der Schaffung der Bankenunion wird bezweckt, gleiche Wettbewerbsbedingungen für die Kreditinstitute innerhalb des Euroraums herzustellen und das Vertrauen in die Kreditinstitute zu stärken. Letzteres soll insbesondere dazu beitragen, die wechselseitigen Interdependenzen von Staatsschuldenkrise und Bankenkrise zu unterbrechen. Die Krisen verschärfenden Rückkoppelungseffekte lassen sich dabei wie folgt illustrieren: Angenommene Banken müssen hohe Verluste auf Grund von Abschreibungen auf Kredite, z.B. Immobilienkredite (wie in Irland und Spanien), hinnehmen. Der zuständige Staat schützt das vor dem Zusammenbruch bedrohte Bankensystem durch Zuführung finanzieller Mittel und verschuldet sich dazu durch zusätzliche Emission von Staatsanleihen bzw. ESM-Kredite, wodurch sich seine Bonität verschlechtert. Die Banken des betreffenden Landes halten inländische Staatsanleihen, deren Kurse bonitätsabhängig sinken. Sie erleiden aus diesem Grund Verluste, und der Staat stützt wiederum von Insolvenz bedrohte Banken, wozu er sich weiter verschuldet mit der Folge der oben erwähnten Konsequenzen usw.

bb) Bankenaufsicht. – aaa) Mit den im November 2013 in Kraft getretenen Beschlüssen zur Europäischen Bankenaufsicht ist als erste Säule der Bankenunion eine zentralisierte Aufsichtsbehörde unter Verantwortung der EZB<sup>26</sup> geschaffen worden. Den Kern der Aufsicht bildet der sog. **Einheitliche Aufsichtsmechanismus** („Single Supervisory Mechanism“; kurz: SSM). Er regelt die Zuständigkeit für die Banken im Euro-Währungsgebiet. Danach werden große, europaweit tätige Kreditinstitute, die ein Systemrisiko darstellen, sowie Kreditinstitute, die durch die EFSF bzw. den ESM gestützt werden, der bei der EZB angesiedelten zentralen Bankenaufsicht direkt unterstellt. Für die zahlreichen kleineren, inlandsorientierten Institute (praktisch alle deutschen Sparkassen und Volksbanken) sind hingegen nationale Aufsichtsbehörden zuständig, wobei die zentrale Aufsicht jedoch in Problemfällen ein Selbsteintrittsrecht hat und die Aufsicht an sich ziehen kann. Die Trennlinie zwischen großen und kleinen Banken wird in der Weise gezogen, dass Banken als groß gelten, wenn der Gesamtwert ihrer Aktiva 30 Mrd. EUR oder 20 v.H. des Bruttoinlandsprodukts ihres Landes übersteigt, wobei er mindestens 5 Mrd. EUR

aufweisen muss. Unabhängig hiervon werden in jedem Fall die drei größten Banken jedes teilnehmenden Landes der zentralen Aufsicht unterstellt. Nach diesen Kriterien werden 120 Banken bzw. Bankengruppen direkt der Beaufsichtigung durch die EZB unterstellt.

bbb) Die maßgebliche Rolle der EZB in der Europäischen Bankenaufsicht birgt die Gefahr, dass ihre Verantwortung im SSM zu einem Zielkonflikt mit ihrer vorrangigen geldpolitischen Aufgabe, der Preisniveaustabilisierung, führt. So könnten niedrige Refinanzierungssätze des Eurosystems Banken helfen, krisenhafte Situationen besser zu überstehen; sie kollidieren u.U. aber mit den Erfordernissen einer Antiinflationpolitik. Um diesen Bedenken Rechnung zu tragen, sind organisatorisch folgende Vorkehrungen vorgesehen: Ein Aufsichtsgremium („Supervisory Board“) bereitet aufsichtsrechtliche Rechtsakte vor (wie die Zulassung von Kreditinstituten und deren Entzug). Es besteht aus einem von der EZB vorgeschlagenem Vorsitzenden, der nicht dem EZB-Rat angehört, einem ebenfalls von der EZB vorgeschlagenem stellvertretendem Vorsitzenden, der Mitglied des EZB-Direktoriums sein muss, sowie vier weiteren vom EZB-Rat ernannten, nicht direkt mit Fragen der Geldpolitik befassten Vertretern der EZB und je einem Vertreter der jeweiligen nationalen Aufsichtsbehörde der teilnehmenden Länder (Euroländer und andere EU-Länder mit gleichem Stimmrecht). Das Aufsichtsgremium wird bei seiner Tätigkeit von einem aus seinen Reihen gebildeten Lenkungsausschuss in kleinerer Zusammensetzung unterstützt.

Die ausgearbeiteten, fertigen Beschlussentwürfe werden dem EZB-Rat vom Aufsichtsgremium zur Entscheidung vorgelegt. Widerspricht der EZB-Rat den Beschlussvorschlägen des Board nicht, gelten diese als angenommen. Im Fall einer Ablehnung wird eine Schlichtungsstelle eingeschaltet, wobei die teilnehmenden Länder ihre Vertreter unter den Mitgliedern des EZB-Rates und des Aufsichtsgremiums auswählen. Die Schlichtungsstelle entscheidet mit einfacher Mehrheit. Nach Auffassung der Deutschen Bundesbank<sup>27</sup> darf sie den EZB-Rat wegen seines Letztentscheidungsrechts aber nicht binden.

Die Europäische Bankenaufsicht wird ihre Arbeit am 4. November 2014 beginnen. Vor Übernahme der Verantwortung der EZB für die Europäische Bankenaufsicht hatte sie die als bedeutend eingestuften (130) Banken der Eurozone in Zusammenarbeit mit nationalen Aufsichtsbehörden und der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) zum Stichtag 31.12.2013 einer umfassenden Prüfung (Bilanzprüfung und Stresstest für Krisenszenarien) unterzogen. Danach wiesen 25 Banken eine Kapitallücke auf. Nach Zuführung von Eigenkapital in Höhe von rd. 200 Mrd. EUR verringerte sich diese Zahl auf 13 Banken, vor allem aus südeuropäischen Banken (insbesondere Italien), mit einem zusätzlichen Eigenkapitalbedarf von knapp 10 Mrd. EUR. Die betreffenden Banken müssen die Kapitallücke innerhalb eines Zeitraums von bis zu 9 Monaten schließen, andernfalls kommt auch eine Abwicklung in Betracht.

ccc) Dem einheitlichen Aufsichtsmechanismus kommt insofern eine spezielle, aber sehr bedeutsame Rolle zu, als seine Errichtung Voraussetzung dafür ist, dass der ESM direkt Finanzhilfe an Banken leistet, sie also rekapitalisieren kann, und nicht nur indirekt über den betreffenden Staat. Die Inanspruchnahme der ESM-Mittel für diesen Zweck ist auf einen Betrag von insgesamt 55 Mrd. EUR begrenzt. Für den betroffenen Staat hat die direkte Bankenrekapitalisierung den Vorteil, dass die Bankenstützung nicht seine Schulden erhöht und dadurch seine Bonität beeinträchtigt. Insofern werden die oben erwähnten Interdependenzen zwischen Banken- und Staatsschuldenrisiken verringert. Mit Banken als Schuldner steigen aber auch die Risiken für den ESM und seine Garantiegeber. Im Sinne der Ausgewogenheit zwischen Haftung und Kontrolle erscheint es sinnvoll, dass die ESM-Mitglieder nur solche Risiken aus ihrer Gemeinschaftshaftung übernehmen, die nach Tätigwerden der Europäischen Bankenaufsicht entstanden sind.



cc) Bankenabwicklung. – Das Europäische Parlament hat Mitte April 2014 die gesetzlichen Grundlagen für eine Europäische Bankenabwicklung verabschiedet. Damit wurde die zweite Säule der Europäischen Bankenunion errichtet.

aaa) Mit der Errichtung der zweiten Säule wird insbesondere ein einheitliches Verfahren entwickelt, mit dem in ihrem Bestand akut bedrohte bzw. nicht mehr überlebensfähige Banken umstrukturiert bzw. abgewickelt werden. Voraussetzung ist hierfür, dass der Ausfall einer Bank nicht durch alternative Maßnahmen der Privatwirtschaft oder der Aufsichtsbehörden abgewendet werden kann und die Abwicklung im öffentlichen Interesse liegt, weil eine Liquidation in einem normalen (nationalen) Insolvenzverfahren nicht ausreichend erscheint. Die Abwicklungsinstrumente wurden durch die Richtlinie für eine Sanierung und Abwicklung<sup>28</sup> (Europäische Abwicklungsrichtlinie) EU-weit harmonisiert. Sie sind auch kombiniert anwendbar und umfassen:

- den teilweisen oder vollständigen Verkauf des Instituts,
- die Bildung eines sobald wie möglich zu verkaufenden neuen (mit einer Banklizenz ausgestatteten) Instituts (sog. Brückenbank) mit den ausgegliederten „guten“ Vermögenswerten,
- die Ausgliederung von „schlechten“ Vermögenswerten der betreffenden Bank in eine neu zu gründende Zweckgesellschaft (sog. „Bad Bank“)
- und ein „Bail-in“ von Eigentümern und Gläubigern.

Das „Bail-in“ folgt einer „Haftungskaskade“: Zunächst sollen die Eigentümer und damit auch die Aktionäre Verluste tragen und dann – geordnet nach dem Risiko ihrer Anlagen – die Gläubiger (wie die Wertpapierbesitzer und nachrangig die Halter von Einlagen über 100 000 EUR), indem deren Forderungen gekürzt bzw. im Wege von „debt-equity-swaps“ unter ihrem Nennwert in Beteiligungen umgewandelt werden. Das „Bail-in“ aus diesen Quellen muss mindestens 8 v.H. der gesamten Bankverbindlichkeiten umfassen.

bbb) Oberhalb der 8 v.H.- Schwelle kann ein aus Bankabgaben finanzierter, im Jahr 2016 zu gründender **Einheitlicher Abwicklungsfonds** ("Single Resolution Fund; kurz: SRF) in Anspruch genommen werden. Auf ihn sollen Banken ab 2016 – über acht Jahre verteilt – Einzahlungen in Höhe von (mindestens) 1 v.H. ihrer geschützten Einlagen leisten. Hierdurch werden die Mittel des Fonds am Ende auf eine Größenordnung von 60 Mrd. EUR aufgefüllt sein. Die Bankabgaben fließen in der Aufbauphase in sog. „nationale Kammern“ des Fonds, auf die zuerst zurückgegriffen wird, wenn Banken des entsprechenden Landes abgewickelt werden. Die nationalen Kammern werden sukzessive aufgelöst, so dass am Ende der Aufbauphase ein einheitlicher Abwicklungsfonds mit Gemeinschaftshaftung der Banken entstanden ist. Die graduelle Vergemeinschaftung wird durch ein zwischenstaatliches Abkommen gesetzlich geregelt.

Als sog. Letztsicherung (sog. "Backstop") für die Bankenabwicklung soll die Möglichkeit einer Refinanzierung beim ESM dienen, auf die der SRF zurückgreifen kann, wenn sich die Mittel des von den Banken finanzierten einheitlichen Abwicklungsfonds als nicht ausreichend erweisen. Sie sind vom SRF zurückzuzahlen. Das maximale Volumen der ESM-Kredite soll sich ebenfalls auf rd. 60 Mrd. EUR belaufen.

Der Rückgriff auf den Abwicklungsfonds steht am Ende der Haftungskaskade. Erst im Anschluss daran sollen als Ultima Ratio öffentliche Mittel eingesetzt und damit der Steuerzahler in Anspruch genommen werden.

ccc) Eine maßgebliche Rolle im Entscheidungsprozess einer Bankenabwicklung spielt der sog. **Einheitliche Abwicklungsmechanismus** („Single Resolution Mechanism“; kurz: SRM). Er besteht

aus dem oben behandelten Einheitlichen Abwicklungsfonds und der Einheitlichen Abwicklungsbehörde („Single Resolution Board“; kurz: SRB) als Entscheidungsorgan. Letztere ist eine Agentur der EU mit Sitz in Brüssel. Das für Grundsatzfragen (wie das Budget) zuständige Plenum des SRB setzt sich aus einem Vorsitzenden, vier weiteren Vollzeit-Mitgliedern und jeweils einem Vertreter der nationalen Aufsichtsbehörden aller teilnehmenden Länder zusammen. Für die Geschäftsführungsebene wird aus dem SRB ein Exekutivausschuss gebildet, dem die fünf ständigen Mitglieder des SRB sowie Vertreter der Mitgliedstaaten, die von dem Abwicklungsfall betroffen sind, angehören<sup>29</sup>. Wegen der Eilbedürftigkeit der Entscheidungen, die i.Allg. nur ein Wochenende beanspruchen dürfen, würde diese (kleinere) Abwicklungsbehörde i.d.R. mit den Beschlussvorlagen für eine Abwicklung befasst sein<sup>30</sup>.

Der Einheitliche Abwicklungsmechanismus ist für alle Banken zuständig, für die auch der Einheitliche Aufsichtsmechanismus zuständig ist. Dabei ist die Einheitliche Abwicklungsbehörde direkt für alle Banken verantwortlich, die von der EZB überwacht werden sowie für grenzüberschreitend tätige Banken. Für die übrigen Banken liegt die Verantwortung bei den nationalen Abwicklungsbehörden, es sei denn, bei der Abwicklung wird der Einheitliche Abwicklungsfonds in Anspruch genommen.

Den Ausgangspunkt des Abwicklungsverfahrens bildet die Feststellung, dass eine Bank ausfällt bzw. auszufallen droht. Diese "failing or likely to fail" - Feststellung trifft grundsätzlich die EZB nach Anhörung der Abwicklungsbehörde. Letztere darf diese Feststellung nur dann treffen, wenn die EZB innerhalb von drei Tagen nach Unterrichtung durch die Abwicklungsbehörde über ihre Absichten nicht entschieden hat. Die Ausgestaltung des Abwicklungskonzepts obliegt der Abwicklungsbehörde. Diese übermittelt das Abwicklungskonzept der EU-Kommission, die dieses entweder billigen oder Einwände dagegen erheben kann, soweit diese sich auf Aspekte des Abwicklungskonzepts beziehen, bei denen ein Ermessensspielraum besteht. Der Rat der Europäischen Union (kurz: Rat, oft auch als Ministerrat der EU bezeichnet) wird nur in Ausnahmefällen am Entscheidungsprozess beteiligt<sup>31</sup>. Erhebt die Kommission hinsichtlich der Ermessensaspekte des Abwicklungskonzepts Einwände oder schlägt sie eine vom Rat zu billigende materielle Änderung des Einsatzes von Fondsmitteln im Rahmen des Abwicklungskonzepts vor, veranlasst dieses die Abwicklungsbehörde zu einer Abänderung des Abwicklungskonzepts nach Maßgabe der angegebenen Gründe. Die Umsetzung des gebilligten Abwicklungskonzepts erfolgt schließlich als letzter Schritt durch die nationalen Abwicklungsbehörden.

Der Einheitliche Abwicklungsmechanismus ist am 1. Januar 2015 in Kraft getreten. Das "Bail-in" und die weiteren Abwicklungsfunktionen sind ab 1. Januar 2016 anwendbar.

ddd) Die bisherigen Erfahrungen mit der Umsetzung des europäischen Abwicklungsverfahrens, insbesondere in Hinblick auf das "Bail-in" von Eigentümern und Gläubigern, sind ambivalent. Im Fall der insolventen spanischen "Banco Popular" erfolgte ein "Bail-in" unter Schonung des Steuerzahlers im Sinne des europäischen Abwicklungsverfahrens. Anders als in diesem Fall wurden bei der Rettung der italienischen Traditionsbank "Monte dei Paschi di Siena" und der Liquidierung zweier italienischer Regionalbanken in Veneto in nicht unerheblichem Umfang öffentliche Gelder eingesetzt. Im ersten Fall wurde eine als Ausnahmefall mögliche "vorbeugende Rekapitalisierung" durchgeführt, nachdem die EZB Monte Paschi als solvent angesehen und die EU die Beihilfen des italienischen Staates genehmigt hatten. Im zweiten Fall hatte die EZB die beiden italienischen Regionalbanken als nicht überlebensfähig eingestuft. Da sie jedoch als nicht systemrelevant angesehen wurden, bestand nach Feststellung der Einheitlichen Abwicklungsbehörde kein öffentliches Interesse an einer europäischen Abwicklung. Sie wurden deshalb nach nationalem (italienischen) Insolvenzrecht abgewickelt, und dieses schließt die Bereitstellung öffentlicher Mittel nicht aus. Ihr Einsatz erschien aus italienischer Sicht

nicht zuletzt deshalb geboten, als zu den Käufern von Anleihen der italienischen Krisenbanken auch viele Kleinanleger gehörten.

eee) Um Bankinsolvenzen und daraus resultierende Abwicklungsbeschlüsse möglichst zu vermeiden, gibt es weitere aufsichtsrechtliche Maßnahmen, die den Bankensektor stabilisieren. So erscheint es angebracht, die Anforderungen an Eigenkapital im Bankensektor zu erhöhen, um die Banken mit einem größeren Risikopuffer gegenüber möglichen Verlusten auszustatten. Für große Banken sollte dieser wegen des besonderen Systemrisikos überproportional hoch sein. Daneben sollten angemessene Liquiditätspolster gefordert werden. Auch sollten Staatsanleihen und Kredite an Staaten im Portefeuille der Banken deren Risiko entsprechend mit Eigenkapital unterlegt<sup>32</sup> und für ihre Bestände "Großkreditgrenzen" erwogen werden. Die sich hieraus für den Staat ergebenden höheren Finanzierungskosten wären dann im Interesse einer verminderten Krisenanfälligkeit des Bankensystems hinzunehmen.

dd) Einlagensicherung. – aaa) Neben den gesetzlichen Grundlagen für die Bankenabwicklung hat das Europäische Parlaments Mitte April 2014 auch eine Neufassung der Richtlinie zur Einlagensicherung (94/19/EG) beschlossen. Die neu gefasste Einlagensicherungsrichtlinie bekräftigt die schon seit dem 31.12.2010 EU-weit geltende Garantie von Einlagen bis zu 100 000 EUR pro Einleger und Bank. Erstmals werden aber zur Absicherung dieser Garantie Vorgaben für die Finanzierung von Einlagensicherungssystemen EU-weit verbindlich. Danach müssen Banken in allen Mitgliedstaaten innerhalb von zehn Jahren durch Abgaben an nationale Einlagensicherungsfonds füllen, bis diese im Regelfall<sup>33</sup> einen Umfang von mindestens 0,8 v.H. der gesicherten Einlagen erreichen. Gegenseitige Kredite zwischen den nationalen Fonds sind auf freiwilliger Basis möglich. Eine weitere Neuerung besteht in der schnelleren Auszahlung der gedeckten Einlagen bei Bankinsolvenzen. So wird die derzeitige Auszahlungsfrist von 20 Arbeitstagen ab Januar 2019 schrittweise reduziert, und zwar auf 15 Arbeitstage ab 1.1.2019, auf 10 Arbeitstage ab 1.1.2021 und schließlich auf 7 Werkstage ab Januar 2024.

bbb) Im November 2015 hat die EU-Kommission einen detaillierten Vorschlag für ein **Europäisches Einlagensicherungssystem** („European Deposit Insurance Scheme“; kurz: EDIS) vorgelegt, das als dritte Säule der Bankenunion eine Vergemeinschaftung der nationalen Einlagensicherungssysteme zum Ziel hat. Es soll von der Einheitlichen Abwicklungsbehörde verwaltet werden. Die Teilnahme an dem EDIS ist für alle Euromitglieder verpflichtend und offen für andere EU-Mitglieder, sofern sie sich der Bankenunion anschließen. Wesentlicher Bestandteil von EDIS ist ein Europäischer Einlagensicherungsfonds. Er wird durch Beiträge der Banken finanziert, die ab 2017 über eine Periode von acht Jahren zu leisten sind. Sie können auf die oben genannten Abgaben an nationale Einlagensicherungsfonds angerechnet werden und sind vom Risikograd der Bankbilanzen abhängig (d.h. Banken mit unterdurchschnittlichen Risiken zahlen niedrigere Beiträge als Banken mit überdurchschnittlichen Risiken). Für das Jahr 2024 wird ein Umfang des Fonds in Höhe von 0,8 v.H. der gesicherten Einlagen angestrebt (d.h. ein Betrag von rd. 43 Mrd. EUR auf der Basis der Bankbilanzen von 2011).

Die Europäische Einlagensicherung soll in drei Stufen entstehen: der Stufe der Rückversicherung ab 2017, der Mitversicherung ab 2020 und der Vollversicherung ab 2024. In der ersten Stufe (der Rückversicherung) können nationale Einlagensicherungssysteme nur dann auf EDIS zurückgreifen, wenn die eigenen Mittel zuvor ausgeschöpft wurden<sup>34</sup>. Die von EDIS zusätzlich bereitgestellten Mittel sind dabei begrenzt. In der zweiten Stufe (der Mitversicherung) werden die Auszahlungen von vornherein zwischen nationalen Einlagensicherungssystemen und der Europäischen Einlagensicherung geteilt, wobei der Anteil von EDIS schrittweise erhöht wird. In der dritten Stufe (der Vollversicherung) übernimmt EDIS den Versicherungsschutz vollständig.

ccc) Auf deutscher Seite wird der Kommissionsvorschlag abgelehnt bzw. als verfrüht

angesehen. Dabei spielt auch eine Rolle, dass die nationalen Einlagensicherungssysteme unterschiedlich weit entwickelt und ausgestattet sind (z.B. gut in Deutschland) und die Kreditausfallrisiken bei Banken in der EU stark divergieren (hoch z.B. in Zypern, Griechenland und Irland, niedrig in Deutschland und daneben auch in den Niederlanden und Österreich). Durch die Vergemeinschaftung von Risiken über ein gemeinsames Einlagensicherungssystem kommt es also zu einer Umverteilung von Risiken – zu Lasten deutscher Banken. Vorrangig erscheint zudem die Erledigung anderer Aufgaben bei der Entwicklung der Bankenunion, z.B. die Umsetzung der europäischen Abwicklungsrichtlinie, die angemessene Berücksichtigung des Risikos von Staatsanleihen in den Bankbilanzen und die Angleichung des Insolvenzrechts<sup>35</sup>. Schließlich ist auch zu bedenken, dass ein einheitlicher Einlagensicherungsmechanismus bei gemeinschaftlicher Haftung mit der Moral Hazard-Problematik verbunden ist, z.B. Regierungen bei nationalen wirtschaftspolitischen, fiskalischen und sozialpolitischen Entscheidungen eine Erhöhung der Bankrisiken in Kauf nehmen, weil diese - wie im Fall der gemeinsamen Einlagensicherung - von anderen mitgetragen wird. Das Prinzip von Haftung und Kontrolle wird dadurch verletzt. Vereinfacht lässt sich der deutsche Standpunkt damit beschreiben, dass man erst die Bankrisiken verringern sollte, bevor man sie durch eine Europäische Einlagensicherung vergemeinschaftet. Die dritte Säule der Bankenunion erscheint unter diesem Aspekt derzeit noch nicht tragfähig.

#### **g) Lösungsansätze zur Krisenbewältigung**

Die Behandlung der Staatsschuldenkrise abschließend, sollen noch mögliche Lösungsansätze und Entwicklungstendenzen kurz aufgezeigt werden. Dazu wird auf folgende vier Möglichkeiten eingegangen, die auch kombiniert auftreten können:

- Anpassung,
- Transferzahlungen,
- Schuldenrestrukturierung und
- Austritt aus der Währungsunion.

Jede der vier Möglichkeiten ist – ebenso wie Kombinationen von ihnen – mit starken Problemen behaftet.

**aa) Anpassung.** – aaa) Eine **Anpassung** bedeutet in erster Linie eine erfolgreiche Sanierung des Staatshaushalts und die Rückführung einer nicht mehr tragbaren Staatsverschuldung durch sinkende Ausgaben und höhere Einnahmen in öffentlichen Haushalten. Hierzu kann über den Sozialhaushalt auch eine Heraufsetzung des Renteneintrittsalters beitragen. Verstöße gegen einen vereinbarten Konsolidierungspakt müssten sanktioniert werden, z.B. durch Einfrieren oder Streichungen von Mitteln aus dem gesamten EU-Haushalt, Geldstrafen oder temporären Entzug von Stimmrechten. Nach den schlechten Erfahrungen mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt sollten die Sanktionen auch entpolitisiert werden, d.h. weniger auf politischen ad hoc-Entscheidungen beruhen, sondern mehr regelgebunden erfolgen. Neben den erwähnten fiskalischen Maßnahmen beinhaltet eine Anpassung nicht zuletzt die Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit, z.B. durch Flexibilisierung von Arbeits- und Gütermärkten. Für die Implementierung von Anpassungsmaßnahmen als Bedingung für öffentliche Kredite wäre eine Beteiligung des IWF hilfreich, da dieser in Bezug auf die Durchführung und Durchsetzung von Konditionalität bei Stützungskrediten langjährige

Erfahrungen hat.

Nicht zu übersehen ist, dass strikte Anpassungsmaßnahmen zur Sanierung des Staatshaushalts und Senkung hoher Staatsschulden wegen der kontraktiven Fiskalpolitik schmerzhaft rezessive Auswirkungen auf die Konjunktur haben. Schrumpfende Realeinkommen und zunehmende Arbeitslosigkeit könnten zu starkem Widerstand bei der betroffenen Bevölkerung führen, Ressentiments wecken und so die Idee einer europäischen Gemeinschaftswährung beschädigen. Außerdem würde eine Rezession über sinkende Steuer- und Sozialeinnahmen und steigende Sozialausgaben die angestrebte Konsolidierung der öffentlichen Finanzen beeinträchtigen.

bbb) Anpassungsmaßnahmen von Ländern mit großen Problemen bei der Budgetfinanzierung und Schuldentilgung werden i.d.R. von Finanzierungshilfen flankiert. Die Finanzierung soll die Zeit bis zur Wirksamkeit der Anpassung überbrücken und diese wegen der oben erwähnten sozialen Kosten zeitlich strecken. Außerdem liegen die bei Inanspruchnahme von öffentlicher Finanzierungshilfe anfallenden Zinsen unter den auf Grund beträchtlicher Risikoprämien hohen Marktzinsen, was die Schuldentragfähigkeit für die Schuldnerländer verbessert. Allerdings sollte bei der Ausgestaltung der Stützungskredite und ihrer Konditionalität die (im Unterabschnitt dd) behandelte Moral Hazard-Problematik berücksichtigt und der Zinssatz nicht so weit verbilligt werden, dass er als Sanktionsinstrument unwirksam wird. Schließlich ist zu bedenken, dass eine Finanzierung nicht die Ursachen einer Staatsschuldenkrise beseitigt. Deshalb sind Vorkehrungen dagegen zu treffen, dass Finanzierungshilfe in Anspruch genommen wird, die Anpassung aber ausbleibt.

bb) Transferzahlungen. – Erweist sich eine Anpassung in dem erforderlichen Ausmaß letztlich als nicht mehr durchhaltbar und können eingeräumte Kredite und Anleihen von Problemländern, die bei hoher Staatsverschuldung immer wieder fällig werden, nicht zurückgezahlt werden, dann besteht ein Ausweg darin, dass wirtschaftlich starke Länder – ähnlich wie beim horizontalen Länderfinanzausgleich in der Bundesrepublik – an wirtschaftlich schwächere Länder Unterstützungszahlungen leisten. Im Unterschied zur Bundesrepublik stellt die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion aber keinen Bundesstaat dar; sie ist nur ein Staatenverbund, d.h. ein Verbund souveräner Staaten. Die Vorstellung von einer „**Transferunion**“ mit andauernden Transferzahlungen dürfte der Bevölkerung der Geldgeberländer auch kaum zu vermitteln sein; sie könnte Nationalismen schüren und so die politische Akzeptanz der Europäischen Währungsunion gefährden. Sie widerspricht dazu dem Prinzip der Eigenverantwortlichkeit der Regierungen für die öffentlichen Finanzen, wie es im EG-Vertrag mit der „no bailing out“-Klausel auch verankert ist.

Eine indirekte Form eines (realen) Vermögenstransfers vom Gläubiger- zum Schuldnerland kann sich als Folge einer sog. **finanziellen Repression** („Financial Repression“) ergeben. Eine finanzielle Repression erfolgt, wenn der Realzinssatz (Nominalzinssatz minus erwartete Inflationsrate) negativ wird, entweder weil der Nominalzinssatz entsprechend niedrig oder die (erwartete) Inflationsrate entsprechend hoch ist. Bei dieser Konstellation, die durch eine expansiv ausgerichtete Geldpolitik herbeigeführt werden kann, sinkt der Realwert von Forderungen des Gläubigers und von Verbindlichkeiten des Schuldners in gleichem Maße. Betrachtet man die finanzielle Repression vor dem Hintergrund internationaler Kreditbeziehungen, z.B. zwischen den Mitgliedern einer Währungsunion, dann erscheint es – entsprechende Größenordnungen vorausgesetzt – problematisch, dass der reale Vermögenstransfer vom Gläubigerland zum Schuldnerland im Gläubigerland keiner parlamentarischen Kontrolle unterliegt.

cc) Schuldenrestrukturierung. – Maßnahmen zur **Schuldenrestrukturierung** wie eine

Verlängerung der Tilgungsfristen, eine Verringerung bzw. Stundung von Zinszahlungen oder ein teilweiser Erlass von Tilgungszahlungen erleichtern einem hoch verschuldeten Land den Schuldendienst. Andererseits stellen sie für die Gläubiger, z.B. Banken, wegen hoher Abschreibungen auf Vermögenswerte eine starke finanzielle Belastung dar. Diese trifft auch die Banken des Schuldnerlandes. Wegen der Eigenkapitalverluste ist mit der Notwendigkeit von Stützungsmaßnahmen, insbesondere für den Bankensektor, zu rechnen, z.B. in Form einer Rekapitalisierung. Finanzielle Hilfe dürfte aber auch deshalb erforderlich sein, weil eine Schuldenrestrukturierung säumigen Schuldnerländern eine spätere Kreditaufnahme bzw. Begebung von Anleihen erschwert.

Die Gefahr ist nicht von der Hand zu weisen, dass der Druck bei Schuldnerländern nach einem Schuldenerlass nachlässt, erforderliche fiskalische Sparmaßnahmen oder strukturelle Reformen zur Flexibilisierung ihrer Güter- und Arbeitsmärkte vorzunehmen. Unter diesem Aspekt könnte man eine Schuldenrestrukturierung unter Konditionalität in Aussicht stellen, d.h. sie an die Vornahme als unerlässlich angesehener Anpassungsmaßnahmen binden.

Trotz der damit verbundenen Probleme bietet eine Schuldenrestrukturierung bei drohender Zahlungsunfähigkeit den einzigen Weg aus einer Staatsschuldenkrise, wenn sich eine Anpassung allein als nicht mehr durchhaltbar erweist und man die Möglichkeiten unter bb) und dd) vermeiden will. Außerdem macht schon die Möglichkeit einer Schuldenrestrukturierung potentiellen Kreditgebern deutlich, dass sie bei finanziellen Engagements, z.B. in riskanten Staatsanleihen, auch mit einem „bail in“, d.h. mit Verlusten, rechnen müssen. Hierdurch werden sie zu einer angemesseneren Bewertung der Ausfallrisiken von Staaten veranlasst als bei Erwartung eines „bail out“. Von Ländern mit übermäßigen Budgetdefiziten und steigender Staatsverschuldung werden sie demzufolge früher als bei einer „bail out“-Erwartung spürbare Risikoprämien verlangen. Die hiermit einhergehende Ausspreizung der nationalen Zinssätze stellt für das Schuldnerland (wie schon erwähnt) eine automatische Sanktionierung über den Markt dar. Anzunehmen ist, dass die hiermit verbundenen höheren Zinsaufwendungen für Problemländer disziplinierend auf deren Fiskalpolitik einwirken. So besteht die Chance, dass mit der Haushaltskonsolidierung nicht zu spät begonnen wird. Die Aussichten hierfür verbessern sich, wenn die Schuldenrestrukturierung nicht ungeordnet, sondern im Rahmen einer vorhersehbaren Prozedur erfolgt und hierzu vorab eine **Insolvenzordnung für Staaten** vereinbart wird. Auf Grundelemente einer solchen Insolvenzordnung für Staaten wird im folgenden Exkurs eingegangen. Ihre Implementierung würde die „no bail out“-Klausel glaubwürdiger machen, und ihre bloße Existenz, die die Möglichkeit einer Insolvenz von Staaten realistisch erscheinen lässt, dürfte Moral Hazard abschwächen und könnte auch dazu führen, dass sie tatsächlich gar nicht so oft praktiziert werden muss.

Wird über eine Insolvenzordnung von Staaten verhandelt, dann ist bei angespannter Lage der öffentlichen Finanzlage damit zu rechnen, dass schon die Diskussion hierüber bei Problemländern mit hoher Staatsverschuldung und hohen Budgetdefiziten eine weitere Verschlechterung ihrer Finanzierungsbedingungen bewirkt. Kreditgeber werden nämlich dann das „bail in“-Risiko höher einschätzen und zum Ausgleich höhere Risikoprämien und damit höhere Zinsen verlangen. Will man plötzliche Anspannungen auf Kapitalmärkten vermeiden, dann empfiehlt es sich, eine Insolvenzordnung möglichst in einer Phase in die Wege zu leiten, in der die Marktteilnehmer die Insolvenzrisiken von Staaten als relativ gering einschätzen. Allerdings ist dann auch der Handlungsdruck geringer.

dd) Austritt aus der Währungsunion. – Ein im EG-Vertrag nicht vorgesehener, aber denkbarer **Austritt** aus dem Euroverbund wäre für solche EWWU-Mitglieder zu erwägen, die ihr Staatsschuldenproblem nicht in den Griff bekommen sowie sich in absehbarer Zeit nicht in der

Lage sehen, ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit nachhaltig zu verbessern und deshalb andauernd Leistungsbilanzdefizite aufweisen. Ihnen fehlt als EWWU-Mitglied zur erforderlichen Zahlungsbilanzkorrektur das Wechselkursinstrument. Nach Wiedereinführung der alten nationalen Währung müssten sie diese gegenüber dem Euro abwerten, d.h. den auf einen Euro bezogenen Wechselkurs ihrer Währung gegenüber dem Einstiegskurs in die Währungsunion erhöhen. Einmal abgesehen von den ganz erheblichen mit einer Renationalisierung der Währung verbundenen Transaktionskosten droht eine abwertungsbedingte Inflationierung sowie die Gefahr erneuter Schockwellen für das Finanzsystem mit steigenden Risikoprämien für Staatsanleihen anderer Problemländer. Ferner wäre zu bedenken, dass die in Euro fixierten Schulden in Inlandswährung nach einer Abwertung gegenüber dem Einstiegskurs in dem betreffenden Land ansteigen würden. Deshalb dürfte der Austritt aus dem Euroverbund, der nicht dauerhaft sein muss, von einer Schuldenrestrukturierung begleitet sein. Überdies dürfte bereits ein mit gewisser Wahrscheinlichkeit als möglich angesehener Austritt aus dem Euroverbund in dem betreffenden Land dazu führen, dass vermehrt Barabzüge bei den heimischen Banken erfolgen und eine Kapitalflucht einsetzt. Auf die zu erwartenden Begleiterscheinungen eines Austritts aus dem Euroverbund muss sich die Wirtschaftspolitik so weit wie möglich einstellen, z.B. durch Bereitstellung von Finanzierungsfazilitäten für Banken und u.U. auch durch Kapitalkontrollen.

Vorkehrungen könnten sicherstellen, dass aus dem Euroverbund ausscheidende Mitglieder ihren Status als EU-Mitglied schnell wiedererlangen, wenn sie ihn aus rechtlichen Gründen kurzfristig aufgeben müssten. Sie würden dann auch – wie alle EU-Mitglieder – dem Erweiterten Rat der EZB angehören (siehe Unterabschnitt IV.1b) bb)) und könnten – wie derzeit Dänemark – später am Wechselkursmechanismus II (siehe Unterabschnitt IV.1a) bb)) teilnehmen.

### **3. Exkurs: Grundzüge einer Insolvenzordnung für Staaten**

#### **a) Vorbemerkungen**

Mit einer **Insolvenzordnung für Staaten**<sup>36</sup> soll ein geordnetes, transparentes und vorhersehbares Verfahren für den Fall geschaffen werden, dass Staaten insolvent werden, d.h. ihre Schuldenlast nicht mehr tragfähig ist. Außerdem soll durch eine geregelte Insolvenz sichergestellt werden, dass alle Gläubiger bei einer Schuldenrestrukturierung prinzipiell gleichmäßig belastet werden. Hierbei ergibt sich ein Problem daraus, dass Gläubiger zwar an der Lösung einer Staatsschuldenkrise interessiert sind, ihnen aber an einer bevorzugten Gläubigerposition ihrer Forderungen liegt und sie möglichst wenig von den finanziellen Lasten der Schuldenrestrukturierung tragen möchten. Sie streben also eine **Trittbrettfahrerrolle** an. Mit diesem Problem ist umso mehr zu rechnen, je größer die Zahl und je heterogener und anonymere die Zusammensetzung der Gläubiger ist. In der Realität wird dem Trittbrettfahrerverhalten dadurch entgegengewirkt, dass sich zur Restrukturierung öffentlicher Schulden staatliche Gläubiger im sog. Pariser Club und international tätige Banken im sog. Londoner Club als jeweiliges Verhandlungsgremium zusammengefunden haben.

bbb) Im Fall von Anleihengläubigern erschweren die im Allgemeinen recht große Zahl, ihre Heterogenität und ihre Anonymität eine einvernehmliche Lösung. Deshalb enthalten Anleihebedingungen für Staatsanleihen häufig vertragliche Vorkehrungen für eine möglicherweise erforderlich werdende Schuldenrestrukturierung. Derartige **Umschuldungsklauseln** (Collective Action Clauses, kurz: CAC) weisen typischerweise zwei

Kernelemente auf :

- Erstens wird geregelt, mit welcher qualifizierten Gläubigermehrheit (z. B. 75 v. H. des Nennwerts) Gläubigerrechte durch Änderungen der Zahlungsbedingungen des Schuldners beschränkt werden, z. B. durch Beschlüsse der Gläubigerversammlung (bzw. ihres Vertreters) über eine Ermäßigung des Zinssatzes, eine Stundung des Schuldendienstes oder einen Erlass von Schulden.
- Zweitens wird geregelt, welche qualifizierte Gläubigerminderheit (z. B. 25 v. H des Nennwerts) ausreicht, damit Entscheidungen über Kündigungen und Klageerhebung allein durch die Gläubigerversammlung (bzw. ihres Vertreters) getroffen werden können.

Mit der zweiten Regelung wird bezweckt, einzelne Gläubiger daran zu hindern, Umschuldungsbeschlüssen der Gläubigermehrheit zur Schuldenrestrukturierung durch individuell eingeklagte Vollstreckungsmaßnahmen zuvorzukommen. Es ist vorgesehen, dass Euro-Staaten von ihnen begebene Anleihen bis zum Jahr 2022 mit Umschuldungsklauseln ausstatten.

### **b) Insolvenzordnung für Staaten**

Nach dem zitierten Vorschlag des IWF geht der Anstoß zum Insolvenzverfahren vom Schuldnerland aus, und seine Aktivierung erfolgt nach Billigung durch den Fonds. Bei einer Insolvenzordnung auf europäischer Ebene könnten diese Rolle EU-Institutionen wie die Europäische Kommission und die Europäische Zentralbank zusammen mit dem IWF übernehmen. Um die Ingangsetzung des Verfahrens zu entpolitisieren, wäre aber auch zu erwägen, eine unabhängige Schiedsinstanz mit der Feststellung der Insolvenz zu betrauen, zumal viele Staaten als Gläubiger Beteiligte des Verfahrens sind<sup>37</sup>

Am Anfang des aktivierten Verfahrens steht ein Stillhalteabkommen. Es beinhaltet ein **Zahlungsmoratorium** für Zins- und Tilgungsverpflichtungen für begrenzte Zeit. In dieser Phase sollen Schuldenrestrukturierungsverhandlungen zwischen Gläubigern und Schuldnern stattfinden. Dabei geht es vor allem um Maßnahmen folgender Art:

- eine Prolongierung kurzfristiger Verbindlichkeiten oder Umschuldung in längerfristige Verbindlichkeiten,
- eine Stundung oder Ermäßigung der Zinszahlungen,
- einen Umtausch von Forderungen aus gewährten Krediten unter ihrem Nennwert in Beteiligungen, also um die Vornahme sog. „debt-equity-swaps“, d.h. die Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital, und
- den teilweisen Erlass von Tilgungszahlungen.

Was eine Senkung des Kapitalwerts der Verbindlichkeiten (z.B. durch Verlängerung der Tilgungsfristen oder Senkung der Zinssätze) oder einen teilweisen direkten Erlass von Verbindlichkeiten anbelangt, so ist im Rahmen der Schuldenrestrukturierungsverhandlungen festzulegen, welchen prozentualen Abschlag die Gläubiger auf ihre Forderungen („hair cut“) hinnehmen müssen. Zur Beschleunigung der Verhandlungen wäre zu überlegen, die oben erwähnten Umschuldungsklauseln nicht nur für Anleihen, sondern auch für andere Formen der Kreditgewährung einzuführen. Im Rahmen der Verhandlungen wäre weiter zu erwägen, ob potentielle Kreditgeber, die bereit sind, dem säumigen Schuldnerland zusätzliche Kredite zu



gewähren, für die entsprechenden Forderungen einen bevorzugten Gläubigerstatus erhalten. Man kann den Gläubigern bei einer Umschuldung auch dadurch entgegenkommen, dass man ihnen die Möglichkeit bietet, ihre restrukturierten Forderungen teilweise in Wertpapiere mit hoher Bonität umzutauschen. Ein Anreiz dieser Art wäre auch erforderlich, wenn die Umschuldung freiwillig erfolgen soll. Die Frage ist, ob bei einer derartigen „weichen Umschuldung“ die Schuldenlast des zahlungsunfähigen Landes genügend sinkt. Immerhin könnte man hierdurch aber Zeit für eine weitergehende Lösung, wie eine geordnete Umschuldung, gewinnen. Unter diesem Aspekt wäre auch der Vorschlag zu erwägen, bei Neuemissionen in den Anleihebedingungen eine automatische Laufzeitverlängerung (z.B. um drei Jahre) vorzusehen<sup>38</sup>.

### **Zusammenfassung**

1. Die Staatsschuldenkrise im Euroraum entstand in Griechenland. Neben den übermäßigen Budgetdefiziten und der hohen Staatsverschuldung besteht ein weiteres Problem Griechenlands in mangelnder internationaler Wettbewerbsfähigkeit.
2. Als eine Ausbreitung der Griechenlandkrise auf andere Problemländer im Euroraum (wie Irland, Portugal, Spanien und Italien) und eine erneute Bankenkrise drohten, wurde von der EU im Mai 2010 ein bis Mitte 2013 befristeter Rettungsschirm für Kredite an krisengefährdete Euroländer Euro beschlossen. Wichtiger Bestandteil des Rettungsschirms war die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF).
3. Die EFSF wurde durch einen permanenten Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) abgelöst. An Auflagen gebunden, vergibt der ESM Darlehen, unterstützt eine Rekapitalisierung von Banken, kauft in Ausnahmefällen Staatsanleihen outright auf Primär- und Sekundärmärkten und räumt im Rahmen des erweiterten Zugangs Kreditlinien ein.
3. Ergänzt werden die EFSF/ESM-Einrichtungen durch einen Fiskalpakt mit dem Ziel, Budgetdefizite strikt zu begrenzen.
4. Griechenland erhielt umfangreiche finanzielle Unterstützung im Rahmen dreier Rettungspakete. Das erste enthielt bilaterale Kreditzusagen, das zweite bestand aus Krediten im Rahmen des EFSF und einen Schuldenerlass durch private Anleihegläubiger, wobei Umschuldungsklauseln zwangsweise aktiviert wurden. Zusätzlich erfolgte später eine Schuldenrestrukturierung für Kredite aus den beiden Hilfspaketen (im Wege einer Zinsreduzierung und Zinsstundung sowie Verlängerung von Kreditfristen). Das dritte Rettungspaket bestand aus Darlehen des ESM.
5. Die EZB beschloss eine Reihe von Sondermaßnahmen und tätigte im Rahmen eines (vorübergehend) eingeführten Programms outright-Ankäufe von Staatsanleihen aus Problemländern sowie ab März 2015 von Wertpapieren aus dem privaten und öffentlichen Sektor des Euroraums..
6. Die Europäische Bankenunion basiert auf drei Säulen:
  - einer Europäischen Bankenaufsicht (unter Verantwortung der EZB) mit dem Einheitlichen .

*Aufsichtsmechanismus,*

- *einer Europäischen Bankenabwicklung mit einem Einheitlichen Abwicklungsmechanismus, bestehend aus einer Einheitlichen Abwicklungsbehörde und einem einheitlichen Abwicklungsfonds,*
- *sowie einer einheitlichen Einlagensicherung (bisher in Form einer Richtlinie für die Harmonisierung der europäischen Einlagensicherung).*

*7. Fraglich ist, ob finanzielle Unterstützungszusagen mit den Intentionen der im EG- Vertrag (Artikel 103 (1)) verankerten „no bail out-Klausel vereinbar sind. Diese Klausel sollte Moral Hazard entgegenwirken (hier: Fehlverhalten bei der Gewährung von Bankkrediten und Käufen von Staatsanleihen sowie bezüglich der Budgetdisziplin von Regierungen). Bei Zuspitzung von Krisen wird der Gefahr von Kettenreaktionen und den damit verbundenen hohen und nicht mehr überschaubaren Risiken gegenüber dem Moral Hazard-Argument i. Allg. das größere Gewicht beigemessen.*

*8. Ein geordnetes, transparentes und vorhersehbares Verfahren der Schuldenrestrukturierung zur Erleichterung des Schuldendienstes in Form einer Insolvenzordnung für Staaten stärkt die Glaubwürdigkeit von „no bailing out“-Klauseln und wirkt so Moral Hazard entgegen. Dieses könnte bewirken, dass die Insolvenzordnung tatsächlich gar nicht so häufig angewendet werden muss.*

## **b) Weitere Änderungen (Aktualisierungen):**

ad I, S. 2, Fußnote 5:

<sup>5</sup> Zur Begründung ... siehe im Einzelnen H.-J. JARCHOW, *Grundriss der Geldtheorie, 12., neu bearb., u. erw. Aufl. Stuttgart 2010. S. 271 ff.*

ad I, S. 3, Fußnote 7 und 9:

<sup>7</sup> Siehe JARCHOW, *Grundriss der Geldtheorie, a.a.O., S. 197 ff.*

<sup>9</sup> Siehe JARCHOW, *Grundriss der Geldtheorie, a.a.O., S. 210 ff.*

ad I, S. 7, 2. Zeile von oben:

... einen positiven Anstieg.

*Aufschlussreich sind in diesem Zusammenhang auch die speziellen englischen Erfahrungen nach Einführung der Zentralbankunabhängigkeit der Bank von England im Mai 1997. So zeigte sich nach Ankündigung dieser wichtigen institutionellen Änderung der englischen Notenbankverfassung, dass die durch die „Breakeven-Inflationsrate“<sup>39</sup> gemessenen*

*Erwartungen bezüglich der zukünftigen Inflationsrate schlagartig nach unten korrigiert wurden<sup>40</sup>.*

Dass Geldschöpfung ...

---

ad I, S. 8, Abb. I.3:

*Rechts vom „intermediate lag“ muss es heißen: outside lag.*

---

ad I, S. 15, 6. Zeile von oben:

... alternativer Finanzanlagen *und Vermögensgrößen* (und damit ...

---

ad I, S. 21, 8. Zeile von oben:

... des Preisniveaus beziehen. *Die Unterschiede zwischen diesen beiden Varianten sollen anhand folgenden Beispiels erläutert werden<sup>55</sup>: Angenommen sei, dass die Preise – ausgehend von einem Preisniveau von 100 im Zeitpunkt  $t_0$  – über zwei Perioden (Jahre) mit einer Rate von 2. v.H. steigen sollen. Dieses impliziert ein Preisniveau von 102 im Zeitpunkt  $t_1$  und von 104 (genauer 104,04) im Zeitpunkt  $t_2$ .*

*Wenn sich nun in der ersten Periode eine Zielabweichung einstellt, weil sich die Preise nicht verändern, das Preisniveau also auch im Zeitpunkt  $t_1$  noch bei 100 liegt, dann erfordert eine Preisniveausteuerung, dass die Zielgröße für die Inflationsrate in der zweiten Periode auf 4 v.H. angehoben werden muss, um das angestrebte Preisniveau von 104 im Zeitpunkt  $t_2$  zu erreichen. Nur so gelingt es, das Preisniveau wieder auf den angestrebten Zielpfad zurückzuführen. Im Fall der Inflationsratensteuerung erfolgt demgegenüber keine Korrektur, d.h. die Zielgröße für die Inflationsrate bleibt in der zweiten Periode unverändert bei 2 v.H., so dass im Zeitpunkt  $t_2$  nur ein Preisniveau von 102 realisiert wird. Offenbar ermöglicht eine Preisniveausteuerung wegen der Korrektur von Zielabweichungen eine genauere Prognose der Preisentwicklung. Diesem Vorteil steht aber der Nachteil gegenüber, dass die Zentralbank ihre Zielgröße für die Inflationsrate – anders als bei der Inflationsratensteuerung – wiederholt ändert, weil Zielabweichungen auftreten. Das wiederum könnte die Marktteilnehmer irritieren, die bei der Analyse von Preisentwicklungen eher in Inflationsraten als in Preisniveaus denken, und darunter könnte die Glaubwürdigkeit der Zielankündigungen der Zentralbank leiden.*

*Von einer Phase der schwedischen Geldpolitik in den dreißiger Jahren einmal abgesehen, fand in der geldpolitischen Praxis bisher nur die (bezüglich der Preisniveaustabilität weniger strenge) Variante einer Inflationssteuerung Anwendung<sup>56</sup>. Insofern gibt es kaum praktische Erfahrungen mit der Preisniveausteuerung, was in Hinblick auf ihre mögliche Einführung ein weiterer Nachteil ist.*

Da die Inflationsrate mit unsicheren ...

---

ad I, S. 21, Fußnote 55:

... (1997), S. 17 f. – *Zur Preisniveausteuerung (im Unterschied zur Inflationsratensteuerung)*  
vgl. auch DEUTSCHE BUNDESBANK, Monatsbericht Januar 2010, S. 31 ff.

---

ad I, S. 21, Fußnote 56:

<sup>56</sup> Vgl. ebenda, S. 32.

---

ad I, S. 23, Fußnote 64:

<sup>20</sup> Siehe hierzu die Gleichung (25) ... bei JARCHOW, *Grundriss der Geldtheorie, a.a.O., S. 260 f.*

---

ad I, S. 26, 8. Zeile von oben:

... zu erhöhen ist. Diese *als „TAYLOR-Prinzip“ bekannte Folgerung* ist also mit der ...

---

ad I, S. 28, 1. Zeile von unten:

... gut nachbilden können<sup>83</sup>.

*Allerdings zeigte sich für die USA, dass dort der tatsächliche kurzfristige Geldmarktzins („Federal Funds Rate“) in den Jahren 2002 bis 2005 merklich unter dem TAYLOR-Zins lag<sup>41</sup>. Dieses stützt die Vermutung, dass die Zinsen in den USA als Folge der expansiven amerikanischen Geldpolitik „zu lange zu niedrig“ waren.*

---

ad II, S. 53, Fußnote 82:

<sup>20</sup> Siehe zu diesen Funktionen, ...ausgeübt *wurden*, genauer ...

---

ad III, S. 79, 9. Zeile von unten:

.. bei unbesicherten Geldmarktgeschäften.

*Der Geldgeber muss Geschäfte im besicherten Geldhandel auch nicht mit Eigenkapital unterlegen, wenn er diese im elektronischen Handel tätigt, dabei mit einem elektronischen Handelssystem wie Euro GC Pooling (GC: General Collateral)<sup>42</sup> abschließt und als Vertragspartner ein bankenaufsichtlich anerkannter zentraler Kontrahent wie die Eurex Clearing AG auftritt<sup>43</sup>. Dass die Clearingstelle ihre Verpflichtungen als Vertragspartner nicht einhält, ist auf Grund verschiedener Sicherungsvorkehrungen äußerst unwahrscheinlich. Als weiterer Vorteil im besicherten Handel mit Euro GC Pooling erscheint auch die Anonymität der Geschäftsabschlüsse.*

Da das Eigentum ...

---

ad III, S. 80, 4. Zeile von oben:

... .. bezeichnet wird. Bei der Umkehrung *eines derartigen "wertpapiergetriebenen" Repogeschäfts* am Fälligkeitstag muss ...

---

ad III, S. 80, 11 Zeile von oben:

... für den Geldhandel typischen "*geldgetriebenen*" Repos ...

---

ad III, S. 80, 16. Zeile von oben:

mit gleicher Frsichtigkeit<sup>20</sup>. *Er fällt um so niedriger aus, je höher die Qualität der Sicherheiten ist.* Die **Laufzeitenstruktur** ...

---

ad III , S. 90, Gleichung (2):

Auf der rechten Seite muss es im Zähler beim zweiten Bruch oben  $i_2^*$  statt  $i_2$  heißen.

---

ad III , S. 90, Fußnote 53 und 54:

<sup>53</sup> Siehe hierzu JARCHOW, *Grundriss der Geldtheorie, a.a.O., S. 124 ff.*

<sup>54</sup> *Vgl. dazu ebenda, S. 128, Fußnote 106.*

---

ad III , S. 91, 11. Zeile von unten:

... einzuschätzen ist als bei länger laufendem Termingeld. *Da Übernachtkredite im Vergleich zu längerfristigen Termingeldern (wie z.B. dem Dreimonatsgeld) eine ziemlich sichere Anlage darstellen, spielt der EONIA-Swapsatz bei der Einschätzung des längerfristigen Geldmarktrisikos als Referenzzinssatz eine Rolle (ähnlich wie der Zinssatz von Bundesanleihen bei Staatsanleihen ausländischer Regierungen). Weitet sich z.B. der Spread (die Spanne) zwischen dem Zinssatz für Dreimonatsgelder, repräsentiert durch den EURIBOR, und dem EONIA-Swapsatz für EONIA-Swaps mit der gleichen Laufzeit aus, dann signalisiert dieses erhöhte Risikoerwartungen für längerfristige Geldmarktanlagen<sup>44</sup>. So erhöhte sich dieser Spread - ebenso wie der EURIBOR/Eurepo-Spread - während der internationalen Finanzkrise nach Zusammenbruch der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers Mitte September 2008 wie auch nach der Verschärfung der Staatsschuldenkrise zum Jahresende 2011. Zur Verbesserung der Markttransparenz ...*

---

ad III , S. 91, Fußnote 56:

<sup>56</sup> Siehe hierzu JARCHOW, *Grundriss der Geldtheorie, a.a.O., S. 131 ff.*

---

ad III, S. 103, 5. Zeile von unten:

**e) Integrationsfortschritte**

*aa) Geldmarktsegmente.* – Ein Zusammenwachsen der ...

---

ad III, S. 105, 1. Zeile von oben:

*bb) TARGET.* – *aaa) TARGET* ist eine ...

---

ad III, S. 105, 10. Zeile von unten:

... bilden, dem TARGET 2 angeschlossen.

*bbb) Zur Veranschaulichung der Funktionsweise von TARGET 2 sei ein Beispiel betrachtet: Zur Illustration sei angenommen, dass eine irische Unternehmung Werkzeugmaschinen bei einer deutschen Unternehmung kauft und den Kaufpreis von ihrem Girokonto bei einer irischen Geschäftsbank auf das Girokonto des Verkäufers bei einer deutschen Geschäftsbank überweist. Die über TARGET 2 abgewickelte Überweisung lässt sich auf mehrere Schritte aufteilen:*

- *Die irische Geschäftsbank belastet das Girokonto des irischen Käufers und überträgt Zentralbankgeld an die irische Zentralbank, d.h. vermindert ihre Zentralbankeinlagen (Bilanzverkürzung bei der irischen Geschäftsbank).*
- *Als Ausgleichsposten für die Verminderung der Zentralbankeinlagen der irischen Geschäftsbank entsteht eine Verbindlichkeit der überweisenden irischen Zentralbank gegenüber der empfangenen deutschen Zentralbank, d.h. der Bundesbank (Passivtausch bei der irischen Zentralbank).*
- *Die Bundesbank schreibt den Überweisungsbetrag der Geschäftsbank des Verkäufers gut, d.h. die Zentralbankeinlagen der Geschäftsbank steigen, und als Ausgleichsposten entsteht eine Forderung der Bundesbank gegenüber der irischen Zentralbank (Bilanzverlängerung bei der Bundesbank).*
- *Die deutsche Geschäftsbank erhält Zentralbankgeld und schreibt den Überweisungsbetrag dem deutschen Verkäufer auf seinem Girokonto gut (Bilanzverlängerung bei der deutschen Geschäftsbank).*

*Die sinkenden Zentralbankeinlagen der irischen Geschäftsbank und die steigenden Zentralbankeinlagen der deutschen Geschäftsbank bedeuten, dass die monetäre Basis in Irland sinkt und in Deutschland steigt. Diese Veränderungen werden allerdings kompensiert, wenn die irische Geschäftsbank den Abfluss an Zentralbankgeld durch zusätzliche Zentralbankkredite ausgleicht und die deutsche Geschäftsbank den Zufluss an Zentralbankgeld für eine Rückführung ihres Zentralbankobligos verwendet. Beide Vorgänge (insbesondere der erste) spielten während der Finanzkrisen eine wichtige Rolle.*

*ccc) Wie das oben dargestellte Beispiel zeigt, entstehen im Zuge grenzüberschreitender Überweisungen bei den an TARGET 2 teilnehmenden nationalen Zentralbanken Forderungen*

bzw. Verbindlichkeiten gegenüber anderen teilnehmenden nationalen Zentralbanken. Normalerweise gleichen sich die aus einer Vielzahl von grenzüberschreitenden Überweisungen über den Tag anfallenden Forderungen und Verbindlichkeiten bei einer nationalen Zentralbank nicht aus, so dass am Ende eines Geschäftstages ein Saldo entsteht. Nach einem Abkommen im Eurosystem<sup>45</sup> werden die verbleibenden **TARGET 2-Salden** an die EZB übertragen und in (zusätzliche) Forderungen bzw. Verbindlichkeiten gegenüber der EZB umgewandelt<sup>46</sup>. Ihre Verzinsung erfolgt zum Hauptrefinanzierungssatz. Aus der Akkumulierung der TARGET 2-Salden ergibt sich bei den nationalen Zentralbanken ein Bestand an Forderungen bzw. Verbindlichkeiten aus TARGET 2 gegenüber der EZB (kurz: TARGET-Position).

Auffällig ist, dass die TARGET-Positionen seit Ausbruch der Finanzkrisen Mitte 2007 einen steilen Anstieg verzeichnen<sup>47</sup>. Vor der Krise wurden grenzüberschreitende Zahlungsausgänge, z.B. für Käufe von Gütern und Vermögensobjekten im Ausland oder durch Liquidierung von Vermögensobjekten im Inland durch Ausländer i. Allg. durch Zahlungseingänge aus dem kurzfristigen Kapitalverkehr mit Banken, insbesondere in Form von Geldmarktkrediten, weitgehend ausgeglichen, so dass sich nur geringe positive oder negative TARGET-Salden ergaben und die TARGET-Positionen dementsprechend niedrig waren. Wie im Zusammenhang mit der Finanz- und Staatsschuldenkrise genauer ausgeführt wird, führten die krisenhaften Entwicklungen aber zu erheblichen Geldmarktverspannungen, so dass der kurzfristige Kreditverkehr der Geschäftsbanken als Finanzierungsquelle grenzüberschreitender (Netto-) Zahlungsausgänge weitgehend versiegte. An seine Stelle trat nun das Eurosystem, indem es nicht nur (wie vorher) Zentralbankgeld für den Bargeldumlauf und die Mindestreservehaltung zur Verfügung stellte, sondern auch den Bedarf an Zentralbankgeld finanzierte, der sich bei grenzüberschreitenden Überweisungen über TARGET 2 bei den überweisenden Geschäftsbanken ergibt. Hierbei handelt es sich genauer um Geschäftsbanken aus Ländern, bei denen die grenzüberschreitenden Zahlungsausgänge die entsprechenden Zahlungseingänge übertreffen (wie durchweg im Fall der Peripherieländer). Die Finanzierung solcher Zahlungsbilanzungleichgewichte wurde dadurch erleichtert, dass das Eurosystem Geschäftsbanken Zentralbankgeld unbegrenzt, zu einem niedrigen Zinssatz und für längere Fristen zur Verfügung stellte und dabei die Anforderungen an die zu hinterlegenden Sicherheiten sukzessive herabsetzte.

ddd) Der steile Anstieg der TARGET 2-Positionen hat eine breite, teilweise kontrovers geführte Diskussion ausgelöst<sup>48</sup>, nicht zuletzt in Hinblick auf die damit verbundenen möglichen Risiken für die Bundesbank (und den deutschen Steuerzahler). Solange die Währungsunion in der bisherigen Zusammensetzung Bestand hat, stellen die hohen TARGET-Positionen kein eigenständiges Risiko dar. Sie reflektieren lediglich die starke Ausweitung risikobehafteter Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems insbesondere mit Geschäftsbanken aus Peripherieländern, die damit ihren Bedarf aus grenzüberschreitenden (Netto-) Zahlungsausgängen finanzieren. Verluste ergeben sich dann, wenn eine Geschäftsbank, die Geschäftspartner des Eurosystems ist, ausfällt und die Verwertung der von ihr gestellten Sicherheiten nicht ihre Verbindlichkeiten gegenüber dem Eurosystem deckt. In diesem Fall wird die Bundesbank gemäß ihrem Kapitalanteil an der EZB an den Verlusten beteiligt. Ihre Beteiligung hieran ist aber unabhängig von der Höhe ihrer TARGET 2-Forderungen. Für den Fall, dass ein Mitglied aus der Währungsunion austritt, bemisst sich das dann aus TARGET 2 entstehende Risiko an den TARGET 2-Verbindlichkeiten des entsprechenden Mitglieds gegenüber der EZB. Erweisen sich die entsprechenden Forderungen der EZB ganz oder teilweise als uneinbringlich, dann führen die Abschreibungen hierauf bei der EZB u.U. zu einem Verlust. Eine Beteiligung der Bundesbank an möglichen Verlusten (wiederum unabhängig von ihren TARGET 2-Forderungen) würde über eine Verminderung ihrer TARGET 2 Forderungen erfolgen

und sich dadurch für sie gewinnmindernd auswirken<sup>49</sup>. Die TARGET 2-Forderungen der Bundesbank werden nur dann zu einer eigenständigen Risikoposition, wenn die Währungsunion auseinanderbricht. Die sich hieraus für die Bundesbank (und deutschen Steuerzahler) ergebenden Verluste sind schwer abzuschätzen.

---

ad III , S. 106, 1. Zeile von unten:

... die Errichtung des Zahlungsverkehrssystems TARGET.

*5. Im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Überweisungen über TARGET 2 und umfangreichen Refinanzierungskrediten des Eurosystems an die überweisenden Geschäftsbanken ergaben sich gegenüber der EZB hohe Forderungen von Zentralbanken (vor allem der Deutschen Bundesbank) bzw. hohe Verbindlichkeiten von Zentralbanken (insbesondere der italienischen, spanischen, irischen und griechischen Zentralbank).*

---

ad III , S. 114, Fußnote 87:

<sup>5</sup> Siehe hierzu JARCHOW, *Grundriss der Geldtheorie, a.a.O., S. 124 ff.*

---

ad III , S. 116, 20. Zeile von unten:

#### **d) Finanzkrise, Geldmarktklemme und EZB-Politik**

HINWEIS: Dieser Abschnitt wird in das neue Kapitel V ( **Internationale Finanzkrise, Staatsschuldenkrise im Euroraum und EZB –Politik, ad S. 165.**) integriert.

---

ad IV , S. 117, 8. Zeile von unten:

... zwölfmonatige Geschäfte *sowie Geschäfte mit Sonderlaufzeit von einer Mindestreserveerfüllungsperiode durchgeführt. Dabei wurde die im Dezember durchgeführte Transaktion erstmalig zinsindexiert ausgeschrieben, d.h. den Banken wurde bei Fälligkeit ein Zinssatz berechnet, der dem durchschnittlichen Leitzins (Mindestbietungssatz bzw. Festsatz) während der Laufzeit entsprach.* Mit der verstärkten Bereitstellung...

---

ad IV , S. 118, 16. Zeile von oben:

... folgenden Kapitel (Unterabschnitt *3f) bb*) im Einzelnen ...

---

<sup>new</sup>ad IV , S. 118, 16. Zeile von unten:



...in Absatz 3 eingegangen.

*cc) Exitstrategie.* – Die von der EZB als Reaktion auf Finanzmarkturbulenzen ... begrenzte Beträge an Zentralbankgeld zur Verfügung stellen. *Bestände an Wertpapieren, die (wie gedeckte Schuldverschreibungen und Staatsanleihen) für geldpolitische Zwecke gekauft wurden, werden wieder abgebaut, indem sie auf dem offenen Markt vor Fälligkeit verkauft oder – falls beabsichtigt – erst bei Fälligkeit eingelöst werden. Schließlich kann der Mindestreservesatz erhöht werden, und es können Liquidität absorbierende sog. strukturelle Maßnahmen wie die Emission von EZB-Schuldverschreibungen durchgeführt werden. Obwohl die Exitstrategie somit von der grundsätzlichen Verfahrensweise nicht allzu schwierig erscheint, dürfte die tatsächliche Rückführung der Versorgung mit Zentralbankgeld durch ihren außerordentlich hohen Umfang und die relativ langen Fristen ihrer Bereitstellung erschwert werden. Zudem könnte sich die EZB gegenüber Zinserhöhungen zögerlich verhalten, weil sie hierdurch die Tragfähigkeit der wachsenden Staatsverschuldung im Euroraum bedroht sieht. Zu bedenken ist dabei jedoch, dass erst ein Wiederanstieg des Zinsniveaus den Spielraum schafft, der für eine später u.U. erforderliche expansive Geldpolitik erforderlich ist.*

*Der Ausstieg der EZB aus der Politik reichlichen und billigen Geldes erfolgt auf drei Instrumentenebenen. Zunächst würde vermutlich der Nettoerwerb von Wertpapieren im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) ► und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) beendet werden. ◀ Parallel dazu oder danach würden die Zinssätze für Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagenfazilität angehoben. Bezüglich der dritten Instrumentenebene, die die Art der Refinanzierungsgeschäfte betrifft, wäre zu entscheiden, ob und ggf. wann Sondermaßnahmen wie die Vollzuteilung der Mengentender zum Festzinssatz und die als Sondermaßnahmen eingeführten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte eingestellt werden.*

ad IV, 121, 9. Zeile von unten:

... und den **28 nationalen Zentralbanken** der **28** der Mengentender zum Festzinssatz

Maltas und Zyperns (zum 1.1.2008), der Slowakei (zum 1.1.2009), *Estlands (zum 1.1.2011), Lettlands (zum 1.1.2014) sowie Litauens (zum 1.1.2015) aus 19* Mitgliedern ...

ad IV, S. 121, Fußnote 3:

...(z.Zt. Belgien, Deutschland, *Estland*, Finnland, ...,Italien, *Lettland, Litauen*, Luxemburg,..., Zypern) und EU-Mitgliedern, die ihr noch nicht angehören ( z.Zt. Bulgarien, Dänemark, Großbritannien, *Kroatien*, Polen,...,Ungarn).

ad IV, S. 123, Fußnote 11:

<sup>11</sup>*Dänemark gehört dem WKM II...um den Leitkurs vereinbart worden ist.*

ad IV , S. 129, 13. Zeile von oben:

... des EZB-Rats beigetragen<sup>21</sup>.

*Nach dem Beitritt Litauens zum Eurosystem als 19. Mitglied am 1.1.2015 tritt die Rotationsregelung in Kraft, und zwar nach einem vom EZB-Rat für das kommende Jahr veröffentlichtem Zeitplan.*

*Das Rotationsverfahren begrenzt die ...*

---

ad IV , S. 131, 17. Zeile von unten:

... zuletzt daraus, dass die Zentralbank *Problemen begegnet, wenn sie den nominalen Zinssatz unter ein Niveau von Null senken möchte<sup>25</sup>, um deflationären Entwicklungen entgegenzuwirken.* Eine positive Inflationsrate ...

<sup>25</sup> Bei negativer Nominalverzinsung *erhöht das Publikum die Bargeldhaltung, um ...*

---

<sup>new</sup>ad IV , S. 132, 9. Zeile von unten:

... Projektionen *von ► Dezember 2020 wird die erwartete Inflationsrate 2020 bei 0,2 v.H., 2021 bei 1,0 v.H., 2022 bei 1,1 v.H. und 2023 bei 1,4 v.H. ◀ liegen.* Bei den Projektionen ...

---

ad IV , S. 136, 1. Zeile von unten:

... angeführten Optionen. *Dabei erscheint ein frühzeitiges Gegensteuern („leaning against the wind“) im Sinne der dritten Variante um so eher möglich, je besser sich gefährliche Vermögensblasen vorhersagen lassen, z.B. auf Grund einer übermäßigen Geldschöpfung bzw. Kreditvergabe.*

### Zusammenfassung

---

ad IV , S. 138, 1. Zeile von oben:

### 3. Geldpolitisches Instrumentarium<sup>x</sup>

<sup>x</sup>*Zur Anwendung des geldpolitischen Instrumentariums im Zuge der Staatsschuldenkrise im Euroraum siehe auch die Aktualisierungen, Unterabschnitt V 2e).*

---

<sup>new</sup>ad IV , S. 143, 14. Zeile von unten:

... der großen Finanzkrise *im Oktober 2008 zum Mengentender* mit Festzinssatz zurück, wobei sie ... zuteilte<sup>43</sup>. *Da sich der internationalen Finanzkrise eine Staatsschuldenkrise mit bis heute anhaltenden Folgen anschloss<sup>x</sup>, wurde dieses zunächst als befristet betrachtete*

*Verfahren beibehalten und wird auch wegen der Coronavirus-Pandemie auf nicht absehbare Zeit weitergeführt.*

Bei Hauptrefinanzierungsgeschäften ...

<sup>x</sup> Siehe dazu Abschnitt V.2 der Aktualisierungen.

<sup>new</sup>ad IV, S. 145, 10. Zeile von oben:

*.. auch die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte während der internationalen Finanzkrise und der sich anschließenden Staatsschuldenkrise im Euroraum durchweg vom Zinstender auf einen Mengentender bei voller Zuteilung umgestellt. Zunächst nur als befristete Maßnahme vorgesehen, wurde dieses Verfahren im Zuge der Krisenbekämpfung bis heute beibehalten. Dabei wurden auch Operationen mit über die Regellaufzeit hinausgehenden Fristen durchgeführt.*

*Im Juni 2014 beschloss der EZB-Rat als Sondermaßnahme die Durchführung sog. gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte ("Targeted Longer-Term Refinancing Operations", kurz: TLTROs, deutsch: GLRG), mit denen "gezielt" die Kreditvergabe der Banken an den nichtfinanziellen privaten Sektor unterstützt werden sollte. Die TLTROs wurden über eine Reihe von Mengentendern zwischen September 2014 bis Juni 2016 bei grundsätzlicher Fälligkeit im September 2018 abgewickelt, und zwar zu einem über die Laufzeit des jeweiligen Geschäfts festen Zinssatz, der dem bei Geschäftsabschluss geltenden Hauptrefinanzierungssatz (plus einer Marge von 10 Basispunkten, d.h. 0,1 v.H.) entsprach.*

*Im März 2016 fasste der EZB-Rat den Beschluss, im Juni 2016 mit einer zweiten Serie von vier längerfristiger Refinanzierungsgeschäften (TLTRO-II) zu beginnen und im vierteljährlichen Abstand bis März 2017 fortzusetzen. Die Geschäfte hatten eine Laufzeit von vier Jahren, wobei eine Rückzahlung nach zwei Jahren möglich war. Der feste Zinssatz entsprach dabei grundsätzlich dem jeweils geltenden Hauptrefinanzierungssatz, wurde aber bei Überschreiten der Nettokreditvergabe der Banken über einen bestimmten Schwellenwert mit steigender Höhe der Nettokreditvergabe und in Abhängigkeit hiervon ermäßigt, und zwar bis zu dem bei Abschluss des TLTRO-II geltenden Zinssatz für die Einlagefazilität.*

*Zur Sicherung günstiger Kreditvergabebedingungen der Geschäftsbanken beschloss der EZB-Rat Anfang März 2019 angesichts einer schwächeren Konjunktur- und Inflationsentwicklung, eine dritte Reihe von sieben gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (TLTRO-III) im Zeitraum von September 2019 bis März 2021 in vierteljährlichen Abstand durchzuführen. ► Ferner beschloss die EZB im Dezember 2020 im Zusammenhang mit der Coronakrise die Durchführung von drei weiteren TLTROs. ◀ Wie bei den TLTRO-II wird der Zinssatz für TLTRO-III sukzessive ermäßigt, wenn die Nettokreditvergabe der Banken einen bestimmten Schwellenwert überschreitet. Nach den Beschlüssen des EZB-Rats von Mitte September 2019 gelten für die TLTRO-III im Einzelnen folgende Modalitäten: Ihre Laufzeit beträgt drei Jahre, wobei eine freiwillige Rückzahlung nach zwei Jahren möglich ist. Der von den Banken zu entrichtende Zinssatz entspricht grundsätzlich dem durchschnittlichen Hauptrefinanzierungssatz während der Laufzeit des jeweiligen TLTRO-III. Die Untergrenze für den ermäßigten Zinssatz bildet der durchschnittliche Zinssatz für die Einlagefazilität während der Laufzeit des jeweiligen TLTRO-III.*

*► Im Zuge der Bekämpfung der Coronaviruskrise 2020 beschloss der EZB-Rat im April 2020, den Zinssatz für TLTROs für den Zeitraum von Juni 2020 bis Juni 2021 auf 50 Basispunkte unter den Durchschnitt der Hauptrefinanzierungssätze während dieses Zeitraums zu senken.*

*Außerdem beschloss er im Rahmen von Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäften ("Pandemic Emergency Longer Term Refinancing Operations"; kurz: PELTROs) eine neue Serie nicht gezielter längerfristiger Refinanzierungsoperationen. Sie umfassen sieben Geschäfte mit unterschiedlicher Laufzeit und werden wieder als Mengentender mit Vollzuteilung abgewickelt. Sie begannen im Mai 2020. Im Dezember 2020 beschloss der EZB-Rat, im Jahr 2021 vier weitere PELTROs durchzuführen. Der Zinssatz bei den PELTROs liegt 25 Basispunkte unter dem Durchschnitt der Hauptrefinanzierungssätze während dieses Zeitraums. ◀*

---

ad IV , S. 145, 19. Zeile von oben:

... in Zusammenhang mit der *durch die internationale Finanzkrise und die Staatsschuldenkrise ausgelösten Geldmarktklemme* zu sehen und ...

---

ad IV , S. 145, 18. Zeile von unten:

... **Term Auction Facility** eingerichtet hatte. *Im Rahmen dieser Fazilität wird Zentralbankgeld für bestimmte Fristen versteigert. Die im Rahmen der Term Auction Facility vom Eurosystem vorgenommenen ...*

---

ad IV , S. 150, 2. Zeile von oben:

... keine permanente Einrichtung dar. *Sie wurden auch nach Verbesserung der Liquiditätsbedingungen Ende Januar 2010 eingestellt, können .. aber auch danach ...*

---

ad IV, S. 151, 15. Zeile von unten:

... von Wertpapieren ( *sog. outright-Geschäfte*), mit denen das Eurosystem ...durchgeführt. *Von besonderer Bedeutung hierfür sind die als Sondermaßnahmen der EZB durchgeführten Outright-Ankäufe von Wertpapieren, auf die ausführlich im folgenden Unterabschnitt f) und in den entsprechenden Aktualisierungen eingegangen wird.*

*bb) Emission von Schuldverschreibungen.–*

---

ad IV , S. 153, 17. Zeile von oben:

... Er lag meistens *75 oder 100 Basispunkte (bzw. 0,75 oder einen Prozentpunkt)* über dem Zinssatz...; derzeit beträgt der Abstand 25 Basispunkte. Die Inanspruchnahme ...

---

ad IV , S. 153, 5. Zeile von unten:

... Er lag meistens *75 oder 100 Basispunkte* unter dem ... *Derzeit beträgt der Abstand 50 Basispunkte bei einem negativen Einlagensatz.* Die Geschäftsbanken ...

---

<sup>new</sup> ad IV, S. 154, 1. Zeile von oben:

#### f) Outright-Ankäufe von Wertpapieren

Als Antwort auf die sich nach dem Konkurs von Lehmann Brothers ... das Kreditangebot der Geschäftsbanken (Text von S. 154, 2. Zeile von oben bis S. 154, 1 Zeile von unten).

das Kreditangebot der Geschäftsbanken.

*Soll die mit derartigen auch als quantitative Lockerung ("quantitative easing") bezeichneten Maßnahmen verbundene Expansion der monetären Basis unterbunden werden, dann muss man sie neutralisieren. Das ist z.B. bei der sog. „**Operation Twist**“ in Form eines gleichzeitigen Kaufs langfristiger Staatspapiere und Verkaufs kurzfristiger Staatspapiere zwangsläufig der Fall. Auf diese bereits 1961 praktizierten Operationen griff das Federal Reserve auch in jüngerer Zeit wieder zurück.*

Steht der Zufluss an Zentralbankgeld Kreditbedingungen der Unternehmungen (Text bis S. 158, 3. Zeile von oben ).

*Nachdem das angestrebte Volumen an angekauften gedeckten Schuldverschreibungen von nominal 60 Mrd EUR erreicht wurde, hat das Eurosystem das erste Ankaufsprogramm für gedeckte Schuldverschreibungen ("Covered Bond Purchase Programme" – kurz: CBPP) – wie beabsichtigt – Ende Juni 2010 beendet.*

*ccc) Im Zusammenhang mit der Staatsschuldenkrise im Euroraum und den dadurch ausgelösten Anspannungen auf den Finanzmärkten wurde im Oktober 2011 ein zweites Programm zum Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen (CBPP2) durch die EZB beschlossen. Damit sollten insbesondere die Refinanzierungsbedingungen von Banken und Unternehmungen erleichtert sowie die Kreditvergabe der Banken an ihre Kunden angeregt werden. Das gesamte vorgesehene Ankaufsvolumen belief sich auf einen geplanten Nennwert von 40 Mrd. EUR. Die Ankäufe begannen im November 2011 und wurden wie geplant Ende Oktober abgeschlossen, und zwar mit einem Gesamtankaufsvolumen von rd. 16 Mrd. EUR. Das geplante Nominalvolumen wurde also nicht voll ausgeschöpft. Im Übrigen entsprachen die Einzelheiten des neuen Programms weitgehend den Modalitäten des ersten Programms<sup>50</sup>.*

*Ein drittes Programm zum Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen (CBPP3) wurde Anfang September 2014 vom EZB-Rat beschlossen und im folgenden Monat wurde dann mit den ersten Ankäufen begonnen. Sie wurden in Hinblick auf ihre Liquiditätswirkungen – wie die beiden Vorgängerprogramme (CBPP und CBPP2) . – nicht durch entsprechende Feinsteuerungsmaßnahmen (z.B. eine Hereinnahme von Termineinlagen) sterilisiert. Näheres zu CBPP3 siehe auch die Aktualisierungen unter V.2e) dd) bbb).*

*cc) Ankäufe von Kreditverbriefungen.– Nachdem die Zinspolitik der EZB mit einem im September 2014 auf 0,05 v.H. gesenkten Hauptrefinanzierungssatz praktisch die Nullgrenze erreicht hatte, beschritt die EZB in ihrer Offenmarktpolitik mit einem bisher unerprobten Mitteleinsatz neue Wege. So tätigte sie im November 2014 erstmalig Ankäufe von Kreditverbriefungen, sog. Asset-Backed Securities (ABS). Hierbei handelt es sich um strukturierte Wertpapiere, also um Finanzinstrumente, wie sie an der Entstehung und Ausbreitung der internationalen Finanzkrise 2007/2008 maßgeblich beteiligt waren. Genauer geht es bei den EZB-Ankäufen um auf Euro lautende Forderungen an den nichtfinanziellen privaten Bereich des Euroraums, die von Finanzinstituten gebündelt und verbrieft werden. Die Liquiditätswirkungen der ABS-Ankäufe werden – wie bei einer "quantitativen Lockerung"*

– nicht sterilisiert. Dadurch dass Banken ABS an die EZB verkaufen, verschaffen sie sich liquide Mittel und setzen aufsichtsrechtlich gebundenes Eigenkapital frei. Auf diese Weise entsteht ein Spielraum für zusätzliche Kredite. Dieses entspricht dem erklärten Ziel des Ankaufsprogramms für ABS (ABSPP).

dd) Programm für Wertpapiermärkte. – Das Programm für Wertpapiermärkte ("Securities Markets Programme" – kurz: SMP) ermöglichte den Ankauf von öffentlichen Anleihen aus Problemländern (wie Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien) und ist vor dem Hintergrund der in den Unterabschnitten 2a) und 2b) ausführlicher beschriebenen und sich im Mai 2010 zuspitzenden Staatsschuldenkrise im Euroraum zu sehen. Die Zuspitzung bestand darin, dass Märkte für Staatsanleihen wegen mangelnder Marktliquidität (Handelbarkeit)<sup>51</sup> austrockneten und so in ihrer Funktionsfähigkeit bedroht waren. Die EZB sah hierdurch auch den geldpolitischen Transmissionsmechanismus gestört.

Entsprechend dem im Mai 2010 beschlossenen Programm für Wertpapiermärkte<sup>52</sup> können die nationalen Zentralbanken des Eurosystems<sup>53</sup> und die EZB endgültig (outright) auf Sekundärmärkten für öffentliche und private Schuldverschreibungen im Euroraum intervenieren. Die konkrete Bedeutung dieses vorübergehend eingeführten Programms liegt darin, dass es dem Eurosystem ermöglicht, Staatsanleihen von Problemländern aus dem Euroraum endgültig auf dem offenen Markt zu kaufen. Von dieser Möglichkeit hat das Eurosystem durch Ankäufe von Staatsanleihen der Problemländer auch Gebrauch gemacht, wobei die Liquiditätseffekte der SMP-Operationen durch entsprechende Liquidität absorbierende Maßnahmen (wie die wöchentliche Hereinnahme von Termineinlagen als Schnelltender) erklärtermaßen zunächst sterilisiert wurden. Mit den Outright-Ankäufen von Staatsanleihen war also keine quantitative Lockerung („quantitative easing“) beabsichtigt; es handelte sich bei diesen Operationen vielmehr um eine sog. Kreditlockerung („credit easing“), mit der die Handelbarkeit von Staatsanleihen auf angespannten Märkten gefördert werden sollte.

ee) Outright- Geschäfte der EZB.– aaa) Mit den Beschlüssen von Anfang September 2012 über die Modalitäten von geldpolitischen Outright-Geschäften („Outright Monetary Transactions“ kurz: OMTs) in Form von Ankäufen von Staatsanleihen auf Sekundärmärkten wurde das SMP beendet. Mit den geldpolitischen Outright-Geschäften sollte erreicht werden, dass die durch den Leitzins der EZB beeinflussten Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft bei ihren Kreditinstituten innerhalb des Euroraums nicht zu unterschiedlich ausfallen und damit die Einheitlichkeit der Geldpolitik weitgehend gewahrt bleibt<sup>54</sup>. Das Ziel, einem Auseinanderentwickeln der Finanzierungsbedingungen im Euroraum im Sinne einer einheitlichen Geldpolitik entgegenzuwirken, ist insofern nicht unproblematisch, als länderspezifische Zinsaufschläge nicht notwendigerweise irrationale Übertreibungen widerspiegeln, sondern auf marktbestimmte Risikoprämien zurückgehen, die durch ökonomische Faktoren (wie unterschiedliche Risiken bei der Kreditgewährung der Banken sowie übermäßige Budgetdefizite und sehr hohe Staatsschulden) erklärbar sind.

bbb) Die Durchführung von endgültigen Offenmarktankäufen von Wertpapieren wurde erst im Januar 2015 beschlossen, und zwar im Rahmen eines gegenüber den OMTs abgewandelten, neuen Programms. Dieses „erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten“ ("Expanded Asset Purchase Program"; kurz: APP) schließt das oben unter bb) ccc) behandelte Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) und das unter cc) behandelte Programm zum Ankauf von Kreditverbriefungen (ABSPP) ein und beinhaltet zusätzlich im Januar 2015 beschlossene Ankäufe von Wertpapieren aus dem öffentlichen Sektor im Euroraum

("Public Sector Purchases Program"; kurz: PSPP) sowie Ankäufe von Unternehmensanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet ("Corporate Sector Purchase Program"; kurz: CSPP). Damit enthält das zu den strukturellen Operationen der EZB zählende erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) Programme zum Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen, Kreditverbriefungen, Wertpapieren aus dem öffentlichen Sektor und Unternehmensanleihen. Da die Liquiditätswirkungen der entsprechenden EZB-Käufe nicht sterilisiert werden, handelt es sich bei diesen Operationen um Maßnahmen einer quantitativen Lockerung.

Das monatliche Gesamtvolumen der Ankäufe im Rahmen von APP betrug zunächst 60 Mrd. und wurde zwischenzeitlich auf 80 Mrd. Euro ausgeweitet. Danach reduzierte die EZB den monatlichen Nettoerwerb von Vermögenswerten wieder auf 60 Mrd. EUR und ermäßigte ihn mit Wirkung ab Januar 2018 auf 30 Mrd. EUR. Nachdem die Ankäufe von Vermögenswerten im Dezember 2018 schließlich eingestellt wurden, beschloss der EZB-Rat im September 2019 angesichts einer konjunkturellen Abkühlung, die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen von APP ab 1. November 2019 wieder aufzunehmen, und zwar im Umfang von 20 Mrd. EUR/Monat. ► Im Zuge der Bekämpfung der Coronavirus-Krise wurde dieser Betrag bis Ende 2020 um 120 Mrd. EUR aufgestockt. Insbesondere wurde im März 2020 von der EZB ein neues Pandemie-Notfallankaufsprogramm ("Pandemic Emergency Purchase Programm"; kurz: PEPP) eingeführt. Sein Gesamtvolumen betrug zunächst 750 Mrd. EUR, wurde dann aber im Juni 2020 auf 1350 Mrd. EUR und im Dezember 2020 um weitere 500 Mrd. EUR auf 1850 Mrd. EUR erhöht. Nettoankäufe werden solange vorgenommen, bis die Coronakrise überwunden ist. Die Tilgungsbeiträge der Emittenten werden von der EZB (wie beim APP) in vollem Umfang reinvestiert. ◀

ff) Wertpapierankäufe im Rahmen des Anfa-Abkommens.- Nationale Zentralbanken können Wertpapiere wie Staatspapiere auch auf eigene Rechnung kaufen. Im Gegenzug erhöhen sie dabei die Geldmenge. Die Spielräume für die Ankäufe sind im sog. Anfa-Abkommen ("Agreement on net-financial assets"; kurz: Anfa) zwischen der EZB und nationalen Zentralbanken geregelt. Dieses zunächst nicht veröffentlichte Abkommen wurde nach Kritik Anfang Februar durch die EZB offen gelegt. Derartige Wertpapierkäufe erscheinen dann problematisch, wenn sie ein vertretbares Ausmaß (z.B. für Anlagen des Eigenkapitals, Wagnisrückstellungen und Pensionsverpflichtungen) überschreiten und nationale Zentralbanken damit in den Verdacht geraten, den Staat durch Käufe von Staatsobligationen bei der Finanzierung von Budgetdefiziten zu unterstützen. Wertpapierankäufe im Rahmen des Anfa-Abkommens in relativ hohem Umfang wurden u.a. von der irischen, italienischen und französischen Zentralbank getätigt.

### **g) Mindestreserven**

---

ad IV , S. 157, 8. Zeile von oben:

... aufweisen<sup>55</sup> und ...

---

ad IV , S. 158, Fußnote 79:

<sup>5</sup> Formal betrachtet resultiert ...steht. Siehe hierzu z.B JARCHOW, *Grundriss der Geldtheorie, a.a.O., S. 93 ff.*

---

ad IV. S. 159, 13. Zeile von unten:

... Verbindlichkeiten angewendet. *Um Anspannungen auf den Finanzmärkten im Zuge der Staatsschuldenkrise im Euroraum entgegenzuwirken, beschloss der EZB-Rat im Dezember 2011, den Mindestreservesatz mit Wirkung ab Januar 2012 vorübergehend auf 1 v.H. zu senken. Mit dieser Maßnahme, die bis heute gilt, wollte man die Banken zu einer Intensivierung ihres Geldmarktengagements anregen. Ein Anreiz hierzu besteht insofern, weil die Haltung zusätzlicher Liquiditätsreserven in Form von EZB-Einlagen gegenüber höher verzinslichen Mindestreserven eine Zinseinbuße bedeutet, die sich durch eine Geldmarktanlage vermeiden ließe.*

Für die Berechnung des Mindestreserve-Solls ...

---

ad IV, S. 161, 6. Zeile von oben:

... auf 5 Prozentpunkte erhöht.

### **h) Notfall-Liquiditätshilfe**

**Notfall-Liquiditätshilfe** ("Emergency Liquidity Assistance" – kurz: ELA) ist kein Instrument des Eurosystems; zuständig für ihre Gewährung sind einzelne Zentralbanken des Eurosystems. Der EZB-Rat kann jedoch mit Zweidrittelmehrheit die Gewährung von ELA-Krediten untersagen.

ELA-Mittel werden in Krisensituationen von der zuständigen Zentralbank an einzelne Banken ihres Landes bereitgestellt, wenn diese zwar illiquide, aber solvent sind und sich kein Zentralbankgeld im Rahmen der geldpolitischen EZB-Operationen beschaffen können, z.B. mangels EZB-tauglicher Sicherheiten. Die Kredite sind zu besichern; die zuständige Zentralbank entscheidet darüber, welche Sicherheiten sie akzeptiert. Als Kreditgeber der letzten Instanz („lender of last resort“) trägt sie auch das Kreditrisiko und mögliche Kosten. Die Bereitstellung von Notfall-Liquiditätshilfe soll nur vorübergehend und ausnahmsweise erfolgen. Sie soll die Liquidität der unterstützten Geschäftsbank sichern und drohende Ansteckungseffekte auf andere Finanzinstitute sowie Störungen des Zahlungsverkehrs verhindern.

ELA-Mittel, die zu einer Geldschöpfung außerhalb des Eurosystems führen und bei Insolvenz der betreffenden Zentralbank zu einem Risiko des Eurosystems werden, sind verschiedentlich in Anspruch genommen worden. So wurden neben griechischen auch irischen und zyprischen Banken wiederholt von ihren Zentralbanken ELA-Kredite gewährt, wenn diesen eine Refinanzierung im Rahmen des Eurosystems mangels hierfür geeigneter Sicherheiten nicht möglich war. Abgesehen davon, dass es problematisch erscheint, dass griechische Banken ELA-Kredite in beträchtlichem Umfang zum Ankauf kurzfristiger Staatstitel (T-Bills) verwendeten und hierin eine indirekte Form der monetären Staatsfinanzierung gesehen werden kann, erscheint es fraglich, ob diese Art der Mittelverwendung den Einsatz von Notfall-Liquiditätshilfe rechtfertigt. Bei den ELA-Krediten an zyprische Banken erscheint es



*bedenklich, dass auch die zyprische Laiki einen hohen ELA-Kredit (9 Mrd. EUR) erhielt, obwohl sie insolvenzgefährdet war und tatsächlich auch bald danach abgewickelt wurde.*

## **i) EZB-Politik und Transmissionsprozess**

---

ad IV , S.161, Fußnote 88:

<sup>88</sup> Eingehende Darstellungen zum ...zur Geldtheorie. Siehe dazu z.B. JARCHOW, *Grundriss der Geldtheorie, a.a.O.*

---

ad IV, S. 163, 5. Zeile von unten:

... Letztere bedeuten, dass Wertpapiere endgültig (*outright*), *d.h. ohne Rückkaufsvereinbarung* vom Eurosystem angekauft werden.

---

ad IV , S. 163, 7. Zeile von oben:

1. Das EZB-Instrumentarium... und der Einlagefazilität.
2. Das zentrale Instrument ... abgewickelt.
3. *Wegen der Zuspitzung der internationalen Finanzkrise im Jahre 2008 und der in Griechenland 2010 einsetzenden Staatsschuldenkrise im Euroraum führte die EZB Sondermaßnahmen durch. Neben der Vollzuteilung von Mengentendern zum Festzinssatz gehörten dazu insbesondere gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit bis zu vier Jahren, mit denen „gezielt“ die Nettokreditvergabe der Banken stimuliert werden sollte.*
4. *► Zusätzliche Sondermaßnahmen wurden wegen des wirtschaftlichen Einbruchs auf Grund der Coronavirus-Pandemie 2020 ergriffen. Dazu gehört insbesondere eine kräftige Ausweitung der Nettoankäufe von Wertpapieren durch die EZB und die Durchführung zusätzlicher längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte. ◀*
5. Feinsteuerungsmaßnahmen ...durchgeführt.
6. Durch strukturelle Operationen...oder verkauft werden. *Von besonderer Bedeutung für derartige Outright-Geschäfte sind die als Sondermaßnahmen durchgeführten, unter 9. genannten Ankäufe von Wertpapieren.*
7. Von Ausnahmefällen abgesehen, ...NZBen.
8. Mit der Spitzenrefinanzierungsfazilität ... nach oben und unten.

9. *Outright-Ankäufe von Wertpapieren wurden als weitere Sondermaßnahmen im erweiterten Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) zusammengefasst und beinhalten Ankäufe von gedeckten Schuldverschreibungen (wie Pfandbriefe), von Kreditverbriefungen (ASB), von Wertpapieren aus dem öffentlichen Sektor und privaten Sektor. ► Zusätzlich wurde im Zuge der Bekämpfung der Coronaviruskrise ein Pandemie-Notfallankaufsprogramm in erheblichem Umfang eingerichtet. ◀*

10. Mindestreserven erhöhen ...maßgeblichen Monatsende.

11. *Notfall-Liquiditätshilfe ist kein Instrument des Eurosystems; zuständig für ihre Gewährung sind einzelne Zentralbanken des Eurosystems. Sie vergeben in Krisensituationen Kredite an Banken ihres Landes, die sich über das Eurosystem nicht mehr refinanzieren können.*

12. Die Geldpolitik des Eurosystems ...bzw. Inflationsrate.

---

## Fußnoten:

<sup>1</sup> M. K. BRUNNERMEIER, *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007 – 2008*. „The Journal of Economic Perspectives“, Vol. 23(2009), S. 92 f.

<sup>2</sup> Vgl. hierzu genauer H.-W. SINN, *Kasino Kapitalismus. Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist*. Berlin 2010. S. 150 ff.

<sup>3</sup> Wie SINN, a.a.O., S. 142, schreibt, braucht der insolvente Hypothekenschuldner gegenüber der Bank nur zu erklären, dass er den Kredit nicht tilgen kann und auf das Eigentum an der Immobilie verzichtet.

<sup>4</sup> Siehe ebenda, S. 143.

<sup>5</sup> Vgl. BRUNNERMEIER, a. a. O., S. 92 f.

<sup>6</sup> Quelle:

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=de&pcode=tsieb080&plugin=1>  
und

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=de&pcode=tsieb090&plugin=1>  
(Zugriffszeitpunkt: 29.06.2010.).

<sup>7</sup> Durch die Änderungen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes wurden die Regelungen für eine solide Finanzpolitik geschwächt. Einzelheiten siehe JARCHOW, RÜHMANN, *Monetäre Außenwirtschaft, II, a.a.O., Unterabschnitt XI. 2c)* und DEUTSCHE BUNDESBANK, *Die Änderungen am Stabilitäts- und Wachstumspakt. April 2005, S. 15 ff.*

<sup>8</sup> Siehe <http://www.imf.org/external/np/exr/faq/greecefaqs.htm#q1> (Zugriffszeitpunkt: 29.06. 2010).

<sup>9</sup> Siehe Quellen unter Fußnote i und

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=de&pcode=teimf050&plugin=1>  
(Zugriffszeitpunkt: 29.06.2010).

<sup>10</sup> Allerdings wurde der EFSF im Januar 2012 von der Ratingagentur STANDARD & POOR'S auf AA+ herabgestuft. MOODY'S entzog Ende November 2012 der EFSF und dem ESM die Bestnote.

<sup>11</sup> Dadurch wird ein Rating unter AAA bei einer Reihe von Euroländern ausgeglichen.

<sup>12</sup> Siehe hierzu die Angaben des Bundesfinanzministeriums unter

[http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung\\_des\\_Euro/2013-08-30-deutscher-beitrag-zur-bewaeltigung-der-schuldenkrise.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung_des_Euro/2013-08-30-deutscher-beitrag-zur-bewaeltigung-der-schuldenkrise.html) (Zugriffszeitpunkt: 14.02.2013).

<sup>13</sup> Nach einer zweiten Option wird ein Koinvestmentfonds gegründet, der Euro-Staatsanleihen von Problemländern aufkauft und in den Investoren (z.B. Banken, Versicherungen oder Staatsfonds) einzahlt. Auch bei diesem Modell wird das Ausfallrisiko für die Investoren durch die EFSF bzw. den ESM teilweise abgesichert.

<sup>14</sup> Dazu gehört, dass die Entscheidung über eine Schuldenrestrukturierung und ihre Ausgestaltung bei dem betreffenden Schuldnerland liegt, dieses aber vom Fonds zu einer kooperativen Vorgehensweise mit den Gläubigern ermuntert wird.

<sup>15</sup> Siehe hierzu auch JARCHOW, RÜHMANN, *Monetäre Außenwirtschaft, II, a.a.O., S. 267 f., 274.*

---

<sup>16</sup> Siehe hierzu BUNDESZENTRALE FÜR POLITISCHE BILDUNG, Vertrag ..., a.a.O., S.89.

<sup>17</sup> Diese Folgerung gilt auch für die von der EU-Kommission im November 2011 vorgeschlagenen **Eurobonds**. Solche Anleihen sollen mit einem einheitlichen Zinssatz gemeinsam von den Euroländern emittiert werden, wobei diese – je nach Ausgestaltung – gesamtschuldnerisch haften (bei den ersten beiden Varianten) oder nur anteilig und nicht für den Zahlungsausfall eines anderen Eurolandes (bei der dritten Variante).

<sup>18</sup> Der Zinssatz entspricht dabei (wie schon beim letzten Sechsmonatstender) dem durchschnittlichen Zinssatz (Mindestbietungssatz bzw. Festzinssatz) der während der Laufzeit des Geschäfts durchgeführten Hauptrefinanzierungsgeschäfte.

<sup>19</sup> Kurz zuvor hatte die Ratingagentur STANDARD & POORS die Kreditwürdigkeit Griechenlands auf BB– herabgestuft.

<sup>20</sup> Der zunächst erhobene Aufschlag von 0,1 Prozentpunkten auf den Hauptrefinanzierungssatz wurde Anfang 2015 aufgehoben.

<sup>21</sup> Siehe hierzu die Aktualisierungen ad IV, S. 154, 1. Zeile von oben.

<sup>22</sup> Unabhängig davon, ob die Offenmarktankäufe sterilisiert werden (z.B. durch Hereinnahme von Termineinlagen) oder nicht, wird die EZB-Bilanz in gleichem Ausmaß betroffen, und zwar in Form einer Bilanzverlängerung.

<sup>23</sup> Vgl. dazu Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 2016, S. 13.

<sup>24</sup> Bruttoerwerb, d.h. insgesamt angelegter Betrag, abzüglich der wieder angelegten Tilgungsbeiträge.

<sup>25</sup> Weitere Einzelheiten siehe Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Mai 2020, S. 33.

<sup>26</sup> Nach Art. 127 (6) des Vertrages von Lissabon (Nachfolger des Vertrages von Amsterdam) kann der Europäische Rat „besondere Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute ... der Europäischen Zentralbank übertragen“ (Bundeszentrale für politische Bildung, Vertrag von Lissabon. Bonn 2010, S. 115).

<sup>27</sup> Siehe DEUTSCHE BUNDESBANK, JULI 2013, S. 25.

<sup>28</sup> Diese Richtlinie („Bank Recovery and Resolution Directive“, kurz BRRD) ist dem weiter unten behandelten Einheitlichen Abwicklungsmechanismus vorgeschaltet. Beide werden in DEUTSCHE BUNDESBANK, Monatsbericht Juni 2014, S. 31 ff., im Detail beschrieben.

<sup>29</sup> Vertreter der EZB und der Kommission sind zur Teilnahme an den Sitzungen auf Plenar- und Exekutivebene ohne Stimmrecht berechtigt.

<sup>30</sup> Das Plenum des Abwicklungsgremium ist nur dann für Abwicklungsentscheidungen verantwortlich, wenn die Inanspruchnahme des Abwicklungsfonds bestimmte Schwellenwerte überschreitet.

<sup>31</sup> Auf Vorschlag der Kommission kann der Rat Einwände erheben, wenn an einer Abwicklungsmaßnahme kein öffentliches Interesse besteht (und eine Liquidation innerhalb eines normalen Insolvenzverfahrens nach nationalem Recht ausreichend erscheint) oder zustimmen bzw. ablehnen, wenn die Kommission eine Änderung des im Abwicklungskonzept vorgesehenen Einsatzes von Fondsmitteln um 5 v.H. oder mehr vornimmt. Die Kommission selbst hat in diesen beiden Fällen keine Entscheidungsbefugnis.

<sup>32</sup> Das ist gegenwärtig nicht der Fall, da Staatspapieren aus dem Euroraum aufsichtsrechtlich ein Risikogewicht von Null zugeordnet wird.

<sup>33</sup> Die EU-Kommission kann Mitgliedstaaten mit einem besonders konzentrierten Bankensektor einen geringeren Prozentsatz erlauben, der aber nicht 0,5 v.H. der gesicherten Einlagen unterschreiten darf.

<sup>34</sup> EDIS-Mittel werden – wie auch in den anderen Stufen – nur zur Verfügung gestellt, wenn die Einlagensicherungsrichtlinie umgesetzt wurde.

<sup>35</sup> So erhöht sich bei Banken das Ausfallrisiko von Immobilienkrediten, wenn ein großzügiges Insolvenzrecht Hypothekenschuldner weitgehend vor einer Verwertung der beliehenen Immobilien beschützt.

<sup>36</sup> Ein entsprechender Vorschlag wurde vom INTERNATIONALEN WÄHRUNGSFONDS (IWF) im Jahr 2001 in einer Rede der damaligen Ersten Stellvertretenden Direktorin A. KRUEGER unterbreitet. Siehe <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.HTM> (Zugriffszeitpunkt: 29.06. 2010.). – Der Vorschlag wurde aber nicht realisiert, insbesondere wegen mangelnder Unterstützung durch die USA.

<sup>37</sup> Ein entsprechender Vorschlag wurde von C. PAULUS gemacht. Siehe DEUTSCHE BUNDESBANK, Auszüge aus Presseartikeln Nr. 24 (2010), S. 9.

<sup>38</sup> Siehe zu diesem Vorschlag genauer DEUTSCHE BUNDESBANK, Monatsbericht Juli 2016, S. 49 f.

<sup>39</sup> Die Breakeven-Inflationbsrate wird als Spanne zwischen den Renditen herkömmlicher (nominaler) und inflationsindexierter Anleihen berechnet.

<sup>40</sup> Siehe F. S. MISHKIN, Will Monetary Policy Become More of a Science? In: The Science and Practice of Monetary Policy Today. (Ed. by V. WIEGAND). Heidelberg 2010. S. 89.

<sup>41</sup> Siehe J.B. TAYLOR, Getting Back on Track: Macroeconomic Policy Lessons from the Financial Crisis. „Federal Reserve Bank of St. Louis Review“, Vound eine Luil 92, No. 3(2010), S. 167, Fig. 2.

---

<sup>42</sup> GC Pooling ist ein Produkt der Eurex Repo, einer Tochter der Eurex. Siehe hierzu S. 92 f.

<sup>43</sup> DEUTSCHE BUNDESBANK, Finanzstabilitätsbericht 2009. November 2009, S. 98, 100.

<sup>44</sup> Gleiches gilt für den spread zwischen dem LIBOR und dem entsprechenden overnight-Swapsatz.

<sup>45</sup> Siehe DEUTSCHE BUNDESBANK, Monatsbericht März 2011, S. 34.

<sup>46</sup> In der Zahlungsbilanzstatistik stellt eine Zunahme der TARGET 2-Forderungen einen Nettokapitalexport und eine Zunahme der TARGET 2-Verbindlichkeiten einen Nettokapitalimport dar.

<sup>47</sup> Dabei erhöhte sich insbesondere der Bestand an TARGET 2-Forderungen der Deutschen Bundesbank ganz erheblich, während bei peripheren Euroländern, wie Italien, Spanien, Irland und Griechenland, die TARGET 2-Verbindlichkeiten stark zunahmen.

<sup>48</sup> Siehe dazu H.-W. SINN, T. WOLLMERSHÄUSER, Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB. (ifo Working Papers No. 105). München 2011 und die dort angegebene Literatur.

<sup>49</sup> Siehe DEUTSCHE BUNDESBANK, Geschäftsbericht 2011, S.54.

<sup>50</sup> Allerdings wurde das Mindestrating für die infrage kommenden gedeckten Schuldverschreibungen auf BBB (von AA) herabgesetzt. Einzelheiten siehe genauer DEUTSCHE BUNDESBANK, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 47 (2011), S.32.

<sup>51</sup> Genauer ist unter **Marktliquidität** zu verstehen, dass auch größere Volumina an Wertpapieren bei niedrigen Transaktionskosten fortwährend handelbar sind, ohne dass dabei starke Kurssprünge auftreten. Die Marktliquidität ist umso größer, je höher die Zahl der Marktteilnehmer ist, je umfangreicher angebotene und nachgefragte Mengen sind und je enger die Geld/Brief- Spannen (Kauf/Verkauf-Spannen) notiert werden.

<sup>52</sup> Siehe hierzu Amtsblatt der Europäischen Union, L 124/8 vom 20.5.2010.

<sup>53</sup> Die NZBen intervenieren dabei in den Grenzen ihrer prozentualen Anteile im Schlüssel für die Zeichnung des EZB-Kapitals.

<sup>54</sup> Vgl. EUROPÄISCHE ZENTRALBANK, Monatsbericht September 2012, S. 7.

<sup>55</sup> Inzwischen wurden die Rating-Anforderungen für alle ab dem 1. März 2010 bzw. dem 1. März 2011 begebenen gedeckten Schuldverschreibungen geändert. Siehe hierzu genauer EUROPEAN CENTRAL BANK. Press Release (20.11.2009).