

GASTKOMMENTAR

„Das Gericht könnte die Stabilität gefährden“

Wenn die Verfassungsrichter die Euro-Klage zulassen, untergraben sie die Glaubwürdigkeit der EZB. Das Risiko ist enorm.

Francesco Giavazzi, Richard Portes, Beatrice Weder di Mauro, Charles Wyplosz

Seit Dienstag verhandelt das Bundesverfassungsgericht über die Klage gegen das Programm zum Aufkauf von Staatsanleihen (OMT) der Europäischen Zentralbank (EZB). Das Gericht beschäftigt sich mit der Frage, ob die EZB ihr Mandat überschritten hat und dem deutschen Steuerzahler übermäßige Risiken aufbürdet. Das hohe Gericht wäre gut beraten, die Klage abzuweisen, will es nicht selbst zum höchsten Risiko für die Stabilität der Euro-Zone und deren Steuerzahler werden. Wir stellen hier ökonomische Gründe für diese Einschätzung dar, da das Bundesverfassungsgericht selbst nur einige Wirtschaftswissenschaftler anhören kann.

Das OMT-Programm sollte einen Teufelskreis durchbrechen, bei dem zunehmende Zinsaufschläge auf Staatsanleihen die Finanzierungskosten für die Realwirtschaft der Problemländer der Euro-Zone immer weiter steigerten. Es fällt eindeutig in das Mandat der EZB, die Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft so zu steuern, dass Preisstabilität gewährleistet bleibt. Nun argumentiert die Bundesbank in ihrer Stellungnahme, dass Zinsunterschiede zwischen Ländern kein Indiz eines gestörten Transmissionsprozesses seien, da sie unterschiedliche Fundamentalfaktoren der Länder widerspiegeln. Allerdings berücksichtigt die Bundesbank nicht, dass es weniger um die absolute Höhe der Marktzinssätze als um deren Änderung in Reaktion auf eine Leitzins-Änderung geht.

Die EZB hat in der eskalierenden Phase der Krise von 2010 bis 2012 langsam die Kontrolle über die monetären Systeme verloren. Trotz sin-

kender Leitzinsen und unkonventioneller Maßnahmen wurden die monetären Bedingungen in den Problemländern restriktiver. Schon der erste Schritt des „Transmissionsprozesses“, die Weitergabe von Zinssenkungen der EZB durch das Bankensystem, war somit gestört.

Zudem wurden die Marktzinssätze in den Problemländern zunehmend nicht nur von Fundamentaldaten, sondern von Prämien für das Währungsrisiko bestimmt. Währungsrisikoprämien spiegeln einerseits die Erwartungen eines Euroaustritts wider, andererseits beeinflussen sie selbst diese Erwartungen wiederum. Eine Zunahme der Währungsrisikoprämie kann einen Teufelskreis auslösen, indem höhere Zinsen die Rezession vertiefen, Insolvenzen in Unternehmen und im Bankensektor auslösen, die wiederum die Austrittswahrscheinlichkeit erhöhen. Ein ungeordneter Austritt von einem oder mehreren Ländern aus der Euro-Zone wäre mit hohen Deflationsrisiken verbunden und würde eindeutig dem Mandat der EZB, die Preisstabilität zu sichern, entgegenlaufen.

Durch Ankündigung des OMT-Programms wurde die Spirale von Währungsrisikoprämien und Zinsaufschlägen auf Staatsanleihen gestoppt und ein positiver Effekt auf die Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft ausgelöst. Und das, ohne dass die EZB bisher eine einzige Staatsanleihe gekauft hätte. Das ist ein seltener Fall eines „free lunches“, bei dem die glaubwürdige Ankündigung einer Intervention genügt, um das spekulative Gleichgewicht auszuschalten.

Die Magie des OMT beruht auf einer erfolgreichen Kommunikation an die Adresse der Märkte, dass die EZB bereitsteht „alles Erforderliche zu tun ...“, um die Integrität der Euro-Zone zu erhalten. Die Wirkungsweise ist dieselbe wie bei der Einlagensicherung. Die Einlagensicherung sorgt

dafür, dass es nicht zu einem Ansturm auf die Banken kommt, bei dem selbst solvente Institute untergehen würden. Um einen Paniklauf der Einleger sicher zu verhindern, muss die Garantie unbeschränkt sein, denn jeder Einleger muss sich sicher sein, dass er sein Sparguthaben jederzeit und vollständig zurückfordern kann. Auf dem Höhepunkt der Finanzkrise 2008 haben viele europäische Regierungen – darunter die deutsche – eine solche Garantie der Ersparnisse abgegeben. Diese Ankündigung genügte, es kam nicht zur Anlegerflucht.

Natürlich sollte die EZB nicht bewusst Kreditrisiken eingehen, indem sie Wertpapiere schlechter Qualität kauft. Deshalb ist es richtig und entscheidend, dass als Voraussetzung für eine OMT-Intervention das betroffene Land eine Verpflichtung auf Haushaltsdisziplin und Reformen eingetht, die in einem ESM-Programm festgelegt und regelmäßig überprüft werden. Wie bei der Einlagengarantie muss es beim OMT der EZB aber nicht zum eigentlichen Ankauf kommen.

Tatsächlich haben sich die Märkte nach Ankündigung des OMT stabilisiert, ohne dass die EZB interveniert hätte. Doch es handelt sich um ein fragiles Erwartungsgleichgewicht, das entscheidend vom unbegrenzten Engagement abhängt. Sollte das Verfassungsgericht Einschränkungen am Versprechen der EZB vornehmen, würde es die Glaubwürdigkeit des OMT zerstören. Die Märkte würden wohl schnell die Zinsaufschläge auf nicht tragbare Höhen treiben und die EZB hätte keine billigen Gegenmaßnahmen mehr zur Verfügung. Es wäre doch ironisch, wenn das deutsche Gericht letztlich die Magie des OMT zerstörte und die EZB dazu zwänge, tatsächlich Staatsanleihen anzukaufen.

Das Bundesverfassungsgericht sollte sich gar nicht auf die Diskussion über den Transmissionsprozess, die



Beatrice Weder di Mauro.

Fundamentalfaktoren und Erwartungen in der Bestimmung von Risikoaufschlägen, die multiplen Gleichgewichte bei Anlegerflucht etcetera einlassen. Diese Themen sind selbst für spezialisierte Ökonomen nicht einfach zu beurteilen und können nicht sinnvoll durch Gerichtsbeschluss entschieden werden. Eine rein rechtliche Sicht auf die Fragen droht zudem die Unabhängigkeit der EZB zu beschädigen. Die Unabhängigkeit der Notenbank wird in Deutschland zu Recht sehr hoch gehalten und es wäre widersinnig, wenn das höchste deutsche Gericht sie unterlaufen würde. Man stelle sich vor, wie Karlsruhe reagierte, wenn andere hohe Gerichte sich in die Entscheidungen der EZB einmischten.

Die Euro-Zone ist noch immer anfällig. Sowohl auf der Ebene der Länder wie auch auf der europäischen Ebene bleibt noch viel zu tun, um einen robusten Ordnungsrahmen zu schaffen. In der Zwischenzeit können Spekulationen über ein Aufbrechen der Euro-Zone schnell aufflammen.

Zurzeit werden sie vom OMT erfolgreich unterbunden: Die Märkte glauben, dass die EZB für die Einheit der Euro-Zone einsteht. Dieses Versprechen steht im Kern des EZB-Mandats, da sie bei einem Bruch in der Euro-Zone die Kontrolle über die Preisstabilität sicher verlieren würde. Darüber hinaus wäre ein Zusammenbruch mit enormen Kosten sowohl für die Gläubiger – wie auch für die Schuldnerländer – und nicht zuletzt für den deutschen Steuerzahler verbunden. Wir müssen also hoffen, dass das Verfassungsgericht sieht, dass es nicht weise wäre, die Glaubwürdigkeit der EZB zu beschädigen.

Die Autoren sind Professoren der Volkswirtschaft an der Bocconi Universität in Mailand, London Business School, Johannes Gutenberg-Universität Mainz und am Graduate Institut Geneva.