

Harald Uhlig

Outright Monetary Transactions und Target2

Ich werde mich auf die „Outright Monetary Transactions“, kurz OMT, beschränken, und mit einigen Bemerkungen zu „Target2“ abschließen.

Geldpolitische Entscheidungen haben fiskalische Konsequenzen. Wenn die EZB den Zins ändert, so ändern sich die Kosten der Staatsfinanzierung. Ein Beispiel für Deutschland. Bei einer Staatsverschuldung von 2000 Mrd. Euro verursacht eine Zinserhöhung um 1% eine Erhöhung der Staatsausgaben um 20 Mrd. Euro. Die Zinserhöhung hat zudem Einfluss auf die Wirtschaft, wodurch sich Steuereinnahmen und Staatsausgaben ändern. Schließlich, und als meist kleinste Komponente, verändert sich der Bundesbank-Gewinn. Geldpolitik liefert daher notwendigerweise den „Bundestag ... finanzwirksamen Mechanismen aus ..., die ... zu ... haushaltsbedeutsamen Belastungen ohne vorherige ... Zustimmung führen“¹. Geldpolitik besteht üblicherweise im Wesentlichen in dem An- und Verkauf von Staatspapieren, um damit die Zinsen auf den Geld- und Kreditmärkten zu beeinflussen.

Die interessante Frage ist daher nicht, ob die OMT fiskalische Konsequenzen haben oder ob dabei Staatspapiere gekauft werden. Es ist zudem wenig relevant, ob die Papiere auf dem Primärmarkt oder auf dem Sekundärmarkt gekauft werden, es sei denn, die EZB kauft strikt zu Marktpreisen und lässt zusammen mit anderen Institutionen einen wesentlichen Anteil der gleichen Papiere bis zur Auszahlung im offenen Markt mit freiem Wettbewerb. Wenig relevant ist auch, ob Gewinne und Verluste gleich oder erst später den Finanzministerien zugewiesen werden.

Interessant ist dagegen die Frage, ob es sich bei den OMT um Geldpolitik im Ermessensrahmen einer unabhängigen Zentralbank und im Sinne des Maastricht-Vertrags handelt, oder aber um Staatsfinanzierung, verkleidet als Geldpolitik. Ich werde erst beide Standpunkte einnehmen, einen dritten hinzufügen, und dann mit einer Einschätzung abschließen.

OMT als Geldpolitik

Der AEU-Vertrag, Artikel 127, verpflichtet die EZB auf das Primärziel der Preisstabilität, sowie auf eine Reihe von Sekundärzielen, unter anderem die Stabilität des Finanzsystems. Die EZB führt etliche Begründungen für die OMT auf. Die Begründungen muss man daher so verste-

hen, dass die EZB bei hohen Staatsschuldenzinsen und Euro-Austrittsbefürchtungen in einigen Ländern Schwierigkeiten hat, diese Ziele mithilfe üblicher geldpolitischer Maßnahmen zu erreichen, sowie dass die OMT einen notwendigen Eingriff zur Korrektur darstellen.

Eine Erleichterung der Kreditbedingungen durch die EZB mag wünschenswert sein. Allerdings sind dabei relative Preisbewegungen normal und sinnvoll. Es ist daher nicht notwendig, dass ähnliche Kreditbedingungen im gesamten Euroraum zur Erreichung des Zieles der Preisstabilität herrschen.

Die Inflationserwartungen sind derzeit niedrig und stabil. Dies zeigt sich sowohl in professionellen Vorhersagen als auch in den niedrigen Zinsen auf sichere Langfristanleihen. Sollte die EZB Verluste nach OMT-Eingriffen erleiden, so werden diese entweder für unwahrscheinlich gehalten, oder es wird erwartet, dass die EZB ein Durchschlagen auf die Inflation durch die Stornierung zukünftiger Gewinne oder durch Rekapitalisierung vermeiden wird.

Da also das primäre Ziel der Preisstabilität erreicht ist, mag die EZB argumentieren, dass das sekundäre Ziel der Finanzmarktstabilität dadurch erreicht wird, dass sie gegebenenfalls Wertpapiere einzelner Staaten kauft, und die damit verbundene Staatsfinanzierung in Kauf nimmt.

Sollte es unter den Einschränkungen der OMT zu einer brenzligen Situation und drohendem Staatsbankrott kommen, so sind die Transmissionsmechanismen nach dieser Logik eher mehr als weniger gestört und die Finanzmarktstabilität ist eher mehr als weniger gefährdet. Es liegt dann in der Logik der OMT als geldpolitischer Maßnahme, dass dann die OMT-Einschränkungen aufgehoben werden.

OMT als Staatsfinanzierung

Die EZB zielt bei den OMT auf eine Senkung der Zinsen betroffener Staaten. Damit wird diesen Staaten ein günstigerer Kredit gewährt, als auf freien Märkten durchgesetzt werden könnte. Eine Senkung der Zinsen macht es dem betroffenen Staat leichter, einen Staatsbankrott oder einen Eurozonen-Austritt zu vermeiden. Die Finanzierung dieser Maßnahme erfolgt dann entweder durch Inflation, also eine Besteuerung der Geldhaltung, eine Verminderung zukünftiger Gewinne der Zentralbanken oder eine Rekapitalisierung der EZB. In allen Fällen ergibt sich eine Besteuerung der Eurozone insgesamt und ein Transfer zu dem betroffenen Staat.

¹ BVerG, Urt. V. 7.9.2011 – 2 BvR 987/10 u.a. – Abs-Nr. 125.

OMT als Koordinierung auf ein „gutes“ Gleichgewicht

Es gibt ein durchaus plausibles Szenario, wie eine Besteuerung der Eurozone vermieden wird, obwohl die Zinsen des betroffenen Staates gesenkt werden. Da die Staaten ihren Schuldenstand zum Teil durch Herausgabe neuer Schulden bezahlen, kann es auf freien Finanzmärkten in der Zukunft zu mehreren Szenarien oder „Gleichgewichten“ aufgrund von sich selbst-erfüllenden Erwartungen kommen. Sollten die neuen Käufer sich aufgrund von Bankrottbefürchtungen weigern, die neuen Anleihen zu kaufen, so bleibt dem Staat gegebenenfalls nichts anderes übrig, als einen Bankrott auf die ausstehenden Schulden zu erklären. Dies bestätigt umgekehrt die Bankrottbefürchtungen. Sollten die Käufer dagegen kaufen, so kann der Staat gegebenenfalls seine alten Schulden sowie wahrscheinlich seine neuen Schulden abbezahlen.

Die OMT können als Garantie verstanden werden, in Zukunft immer das zweite dieser beiden Szenarien herbeizuführen, sollten die entsprechenden Bedingungen gegeben sein. Die Finanzmärkte antizipieren dies heute, die Zinsen sinken, aber entsprechen dennoch den Auszahlungswahrscheinlichkeiten. Der potenzielle Eingriff der EZB kann dabei grundsätzlich so kalibriert werden, dass der Rest der Eurozone im Erwartungswert dabei weder besteuert noch bereichert wird. Es wäre dann aber wünschenswert, dass die EZB einen stringenter Markttest einführt, etwa indem 20% der Anleihen gleicher Laufzeit vormarkiert und dann auf keinen Fall von der EZB angenommen werden dürfen, sondern auf offenen Märkten in freiem Wettbewerb bis zur Auszahlung gehandelt werden.

Einschätzung

Marktsignale sind wichtig zur Einschätzung geldpolitischer Maßnahmen. Im Nachhinein wird bedauert, dass die Zinsen für alle Staaten im Euroraum vor 2007 nahezu gleich waren. Unterschiedliche Zinsen aber kommen aufgrund unterschiedlicher Einschätzungen von Auszahlungswahrscheinlichkeiten zustande, inklusive der Austrittswahrscheinlichkeiten aus der Eurozone. Ein Austritt liegt im Ermessen des einzelnen Staates. Wenn Bank- und Staatsinsolvenzen durch EZB-Eingriff vermieden werden, fehlen notwendige Marktsignale, oder sie werden verzerrt. Es ist daher schwierig, die hohen Zinsen in einigen Mitgliedstaaten als Störung des monetären Transmissionsmechanismus zu verstehen.

Die EZB-Begründungen, warum die Preisstabilität im Euroraum insgesamt nicht aufrechterhalten werden kann, wenn Kreditkonditionen je nach Land unterschiedlich sind, sind nicht schlüssig. Relative Preise im Euroraum sollen sich bewegen können, Banken und Firmen sollen ihre privatwirtschaftlichen Erfolge und Misserfolge verantworten. Die EZB soll lediglich das Preisniveau insgesamt stabil halten.

Es ist wenig schlüssig, dass sie zur Beseitigung der ungünstigen Kreditkonditionen zu OMT greifen muss. Eine Bereinigung des Bankensystems, Vereinfachung der transnationalen Kreditvergabe sowie Hilfen an zahlungsschwache Staaten und marode Banken über den ESM sind der bessere Weg. Schließlich ist es plausibel, dass die Konditionalität sowie die Beschränkung auf Anleihen kurzer Laufzeit aufgehoben wird, sollte es zu entsprechend brenzlichen Situationen kommen.

Die zwei plausiblen Argumente für die OMT als Geldpolitik sind zum einen die Beseitigung eines Koordinierungsproblems bei multiplen Gleichgewichten und zum anderen die Bewahrung des sekundären Ziels der Finanzstabilität, da das primäre Ziel der Preisstabilität nach Markteinschätzung eingehalten ist. Dennoch ist es schwer, das offensichtliche Element der Staatsfinanzierung zu übersehen, das dabei zumindest in Kauf genommen wird.

Es ist daher grenzwertig, die OMT noch als geldpolitische Maßnahme im Sinne des Maastricht-Vertrags zu rechtfertigen.

Zu Target2

Wo Rauch ist, ist Feuer, aber das Feuer ist die Ursache. Das Feuer ist die prekäre Situation der Banken im südlichen Teil der Eurozone und die Beschlüsse der EZB, diesen Banken Liquidität gegen möglicherweise fragwürdige Sicherheiten zur Verfügung zu stellen. Die Target2-Ungleichgewichte folgen daraus.

Ein extremes Beispiel: Eine Bank in Spanien verschafft sich 100 Euro Zentralbankgeld, indem sie ein von der EZB akzeptiertes Wertpapier bei der spanischen Zentralbank beleiht. Sie überweist diese 100 Euro an eine deutsche Bank, d.h. die Bundesbank richtet der deutschen Bank ein Guthaben von 100 Euro ein. Formal schuldet nun die spanische Zentralbank via der EZB der Bundesbank 100 Euro: es entsteht ein Target2-Ungleichgewicht. Das Ungleichgewicht ließe sich heilen, indem die spanische Zentralbank das Wertpapier der Bundesbank übereignet.

Angenommen, dieses Wertpapier stellt sich als wertlos und die spanische Bank als bankrott heraus. Es entsteht ein Verlust im System der europäischen Zentralbanken von 100 Euro, der nach dem Kapitalschlüssel aufgeteilt wird. Dabei ist gleichgültig, ob das Wertpapier im Besitz der spanischen Zentralbank oder der Bundesbank ist. Sollte die Eurozone auseinanderbrechen, so mag die Frage des Besitzes dieses Wertpapiers eine Rolle spielen. Logisch wäre das nicht, aber dies sind dann Fragen internationalen Vertragsrechtes.