

Dirk Meyer / Arne Hansen

Transmission Protection Instrument der EZB – neues Instrument oder „more of the same“?

Am 15. Juni 2022 traf sich der EZB-Rat zu einer außerordentlichen, nur Stunden zuvor angekündigten Ad-hoc-Sitzung. Es herrschte Nervosität im Frankfurter EZB-Tower angesichts einer wachsenden Unsicherheit über die inflationäre Entwicklung in der Eurozone und eines starken Anstiegs der Risikoaufschläge für Anleihen hochverschuldeter Euroländer, allen voran Italien. Lag die Zinsdifferenz zu den als sicher geltenden Bundesanleihen bis Ende des vorigen Jahres noch bei gut einem Prozentpunkt, so stieg der Aufschlag (Spread) für italienische 10-jährige Staatsanleihen gegenüber einer entsprechend sicheren Bundesanleihe sprunghaft auf 2,5 Prozentpunkte an. Es wurden Erinnerungen an die Eurokrise 2010/11 wach. Hierauf beschloss der EZB-Rat, „die zuständigen Ausschüsse des Eurosystems zusammen mit den EZB-Dienststellen damit zu beauftragen, die Gestaltung eines neuen Instruments zur Bekämpfung der Fragmentierung, das der EZB-Rat prüfen wird, zügiger abzuschließen.“¹⁾ Auf seiner turnusmäßigen Sitzung am 21. Juli 2022 fasst der EZB-Rat schließlich den Beschluss für das „Instrument zur Absicherung der Transmission“.

Interessant sind einige Einzelheiten in diesem Prozess. Geplant war dieses Instrument seit längerer Zeit, doch erst nach dem schnellen und starken Anstieg der Spreads wurden die Arbeiten hieran forciert. Es handelt sich demnach – wenn gleich offiziell nicht so benannt – um ein Kriseninstrument der EZB. Hierfür spricht auch, dass es aktiviert werden kann, „um ungerechtfertigten, ungeordneten Marktdynamiken entgegenzuwirken, die eine ernsthafte Bedrohung für die Transmission der Geldpolitik im Euroraum dar-

stellt.“²⁾ Hier kommt zugleich ihre Interpretation des Krisensymptoms „Spread“ zum Ausdruck. Die EZB trennt zwischen einer Transmissionsstörung der Geldpolitik und eines strukturell adäquaten Risikoaufschlages und meint implizit, diese Unterscheidung sicher treffen zu können. Bemerkenswert ist auch der Wandel in ihrer Begrifflichkeit. Legt doch die anfänglich als Bekämpfung der Fragmentierung (15. Juni 2022) benannte Absicht die generelle Einebnung divergierender Risikoprämien nahe, klingt die Absicherung der Transmission (21. Juli 2022) bereits wesentlich neutraler. Der Begriff einer (De-)Fragmentierung wird in dem Kontext nicht mehr bemüht – eventuell eine Antizipation im Hinblick auf mögliche Rechtseinsprüche. Schließlich wurden Details des Beschlusses erst direkt nach der zugehörigen Pressekonferenz veröffentlicht, wodurch gegebenenfalls unangenehme Nachfragen erspart blieben. Der Wortlaut des Beschlusses ist bislang öffentlich nicht zugänglich und wurde auch auf Nachfrage der Autoren nicht von der EZB zur Verfügung gestellt.

Das Trilemma der EZB als Ausgangspunkt

Nach dem Eingeständnis von EZB-Präsidentin Christine Lagarde, die Inflation falsch eingeschätzt zu haben, steht die EZB vor einem Trilemma: Sie muss der Inflation entgegensteuern, den Kreditzugang der hochverschuldeten Eurostaaten offenhalten und zugleich das Verbot der monetären Staatsfinanzierung einhalten. Gemäß Art. 127 Abs. 1 AEUV ist sie vorrangig der Geldwertstabilität verpflichtet. Hierzu müsste sie beispielsweise den

Leitzins spürbar erhöhen, was insbesondere den Kreditzugang der hochverschuldeten Mitgliedstaaten erheblich verteuert und langfristig gefährdet. So betragen die Staatsschuldenquoten für Griechenland 193 Prozent des BIP, Italien 151, Portugal 127, Spanien 118 und Frankreich 113 (Stand: 31. Dezember 2021). Als ökonomisches Schwergewicht stellt Italien mit Staatsschulden von circa 2700 Milliarden Euro einen die gesamte Eurozone existenziell gefährdenden Problemfall dar. Zwar ist die durchschnittliche Restlaufzeit der ausstehenden Anleihen mit gut sieben Jahren relativ lang, was ein akutes Liquiditätsproblem eher ausschließt. Nach Berechnungen auf der Basis von Daten der EZB wird das Land aber neben einer geplanten Neuverschuldung von 115 Milliarden Euro dieses Jahr etwa 340 Milliarden Euro refinanzieren müssen – alles zu gestiegenen Kreditzinsen.³⁾ Hinzu kommen zusätzliche Zinskosten aus inflationsindexierten Anleihen im Volumen von 233 Milliarden Euro (circa 9 Prozent der italienischen Staatsschuld), die bei hoher Geldentwertung im Zinskupon entsprechend anziehen werden.⁴⁾

Ein weiteres Problem entsteht im italienischen Bankensektor, denn 422 Milliarden Euro (15,6 Prozent) der Staatsanleihen sind im Bestand italienischer Geschäftsbanken, die bei entsprechenden Kursverlusten Wertberichtigungen vornehmen müssten und dadurch in Schieflage geraten könnten.⁵⁾ Zudem könnte ihr Bestand an notleidenden Krediten aufgrund der sich verschlechternden wirtschaftlichen Lage zunehmen.

„Transmissionsschutz“ heißt das Zauberwort, mit dem die EZB ihr selbst mit-

verursachtes Trilemma aus der Sicherung der Geldwertstabilität, dem Offenhalten des Kreditzugangs aller Eurostaaten und dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung lösen will. Mit dem Einsatz ihres Instruments zur Absicherung der Transmission (Transmission Protection Instrument, TPI) manipuliert die Zentralbank die Risikoprämien für Staatsschulden entgegen den Marktkräften nach unten – faktisch eine Zinssubvention. Dahinter steckt die Befürchtung, die Spreads seien übertrieben, spekulativ und würden die tatsächlichen Gegebenheiten nicht angemessen wiedergeben. Diese Argumente sind wohl bekannt aus zentralwirtschaftlichen Lenkungssystemen, in denen die Planer vorgeben, über ein besseres Wissen als die Marktteilnehmer zu verfügen.

Zauberwort Transmissionsschutz

Doch wie will man strukturelle Ursachen (beispielsweise Schuldenstand, Defizitquote, BIP-Wachstum) von einem Marktüberschwang oder gar einer Marktstörung als einen Hinweis für Irrationalität und Ineffizienz unterscheiden? Hier eindeutige Kriterien zu finden, ist schwierig bis unmöglich, „was auch die Überprüfbarkeit einer Verhältnismäßigkeit von TPI-Einsätzen infragestellen dürfte.“⁶⁾ Und kann ein diskriminierender Markteingriff durch selektive Staatsanleihekäufe die zugrunde liegenden Probleme lösen? Allenfalls kann die EZB die Fragmentierungssymptome temporär lindern.

Zudem „ist die Verabreichung von ‚Zentralbankmedizin‘ zur Behandlung der Fragmentierungssymptome nicht frei von Nebenwirkungen.“⁷⁾ So mindert sie die Notwendigkeit von schmerzhaften Reformen und enthebt letztendlich die politisch Verantwortlichen von ihrer vorrangigen Aufgabe, für solide Staatsfinanzen zu sorgen. Die Freistellung von Marktsanktionen für dieses Verhalten gleicht einer Belohnung für Partialinsuffizienzen. Ein Deckel für Risikoprämien erhöht das Angebot an staatlichen Schuldverschreibungen – erleichtert also den Staatskredit – und stellt eine Obergrenze beziehungsweise Garantie für maximale Kursverluste aufseiten der

Gläubiger dar – gleichsam eine kostenlose Versicherung gegen Risiken.

Interessant ist hierbei die vage Aussage der EZB zur Aktivierung des TPI: Der Umfang der (nicht von vornherein beschränkten) Ankäufe im Rahmen des TPI hänge demnach von der Schwere der Risiken für die geldpolitische Transmission ab. Doch ab welcher Renditedifferenz will die EZB das Instrument aktivieren? Welche Höhe hat dieser Deckel für Risikoprämien? Um eine risikolose Spekulation der Marktakteure zu verhindern, darf die Notenbank ex ante keine konkreten, quantifizierbaren Eingriffskriterien öffentlich festlegen. Allerdings gibt es empirisch zumindest Anhaltspunkte aus den Staatsschuldenkrisen 2010/11. Dort erreichten die Risikoaufschläge für Griechenland (April 2010), Irland (November 2010) und Portugal (April 2011) ein krisenhaftes Niveau. Diese Erfahrungen zeigen, dass ein Land ab einem Zinsaufschlag von etwa 450 Basispunkten auf eine sichere 10-jährige deutsche (Bundes-)Anleihe den Marktzugang verlieren kann (skyrocket).⁸⁾ Anders ausgedrückt: Es droht Insolvenz. Obwohl heute die Rahmenbedingungen etwas anders sind, würde das eine Zinssperre von aktuell circa 5,8 Prozent implizieren, ohne dass ein gewisser Sicherheitsabstand einkalkuliert wäre.

Bedingungen für eine Aktivierung des TPI

Da dies einem Höchstpreis für Staatskredite gleichkommt und etwaige Kursverluste der Marktteilnehmer begrenzt, entsteht ein scheinbarer Sicherheitsgewinn für alle – auf Kosten einer monetären Staatsfinanzierung. Denn de facto kann jetzt gegen die EZB spekuliert werden, ohne die Gefahr einer Staateninsolvenz mit Kursverlusten für die Anleihehalter. Damit hat die EZB allerdings ihr Mandat zur Sicherung der Euro-Geldwertstabilität (Art. 127 AEUV) in eine vertragswidrige Selbstermächtigung zur Aufrechterhaltung des Kreises der Euro-Mitgliedstaaten eingetauscht. Für die Risikoaufschläge innerhalb der Eurozone wird eine vorläufige Begrenzung gesetzt, für die Interventionsspirale hingegen eher nicht.



Prof. Dirk Meyer

Institut für Volkswirtschaftslehre,
Helmut-Schmidt-Universität, Hamburg



Dr. Arne Hansen

Institut für Volkswirtschaftslehre,
Helmut-Schmidt-Universität, Hamburg

Zusammen mit der ersten Leitzinserhöhung seit 11 Jahren hat der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) am 21. Juli 2022 seinen geldpolitischen Instrumentenkoffer um das Transmission Protection Instrument (TPI) erweitert. Aus Sicht der Autoren Meyer/Hansen setzt die Europäische Zentralbank damit eine neuerliche Wegmarke hin zu einer Wirtschaftsordnung, die den Geist der Maastrichter Verträge konterkariert und in eine fiskalische sowie monetäre Transferunion wandelt. Die Autoren analysieren, inwiefern das TPI überhaupt geeignet sein könnte, das Trilemma der EZB aus Sicherung der Geldwertstabilität, Offenhaltung des Kreditzugangs aller Eurostaaten sowie Einhaltung des Verbots einer monetären Staatsfinanzierung zu lösen. Sie kommen zu dem Schluss, dass das TPI die Herkulesaufgabe der EZB zusätzlich verkompliziert und konstruktionsbedingt der Euro-Währungsstabilität sogar schaden könnte. (Red.)

Um die Konditionalität des Instrumenteneinsatzes zu wahren, wird der „EZB-Rat [...] eine kumulierte Liste von Kriterien prüfen, um zu beurteilen, ob die Länder, in denen das Eurosystem Ankäufe im Rahmen des TPI durchführen könnte, eine solide und tragfähige Finanz- und Wirtschaftspolitik verfolgen.“⁹⁾ Der Kriterienkatalog umfasst folgend Bereiche:

– Einhaltung des finanzpolitischen Regelwerks der EU (kein Verfahren im Rahmen eines übermäßigen Defizits; wirksame Maßnahmen aufgrund einer Empfehlung

des EU-Rates gemäß Art. 126 Abs. 7 AEUV):

Die EU-Fiskalregeln sind zurzeit ausgesetzt. Zudem gibt es die sogenannte Notfallklausel einer Wirtschaftskrise. Darüber hinaus ist eine Diskussion hinsichtlich einer Reform der Schuldenregeln (weitere Aufweichung; Abschaffung) im Prozess.

– Fehlen schwerwiegender makroökonomischer Ungleichgewichte (kein Verfahren bei einem übermäßigen Ungleichgewicht; Beachtung der vom Rat der EU gemäß Art. 121 Abs. 4 AEUV empfohlenen Korrekturmaßnahmen):

Als übermäßige Ungleichgewichte gelten insbesondere erhebliche Handelsbilanzüberschüsse beziehungsweise -defizite. Die Empfehlungen der EU-Kommission hierzu bleiben vielfach vage und sind interpretationsoffen.

– Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen (hier Prüfung, ob die Entwicklung der öffentlichen Verschuldung tragfähig ist; hierzu Heranziehung von Schuldentragfähigkeitsanalysen der EU-Kommission, des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), des Internationalen Währungsfonds (IWF) und anderer Institutionen sowie interner Analyse der EZB):

Hinsichtlich von Schuldentragfähigkeitsanalysen gibt es keine allgemein anerkannten Kriterien. Zudem ist der EZB-Rat bei seiner Entscheidung nicht an die Beschlüsse dieser Organisationen gebunden, sondern entscheidet nach interner Abwägung.

– Solide und tragfähige Wirtschaftspolitik (Beachtung der jeweiligen nationalen Aufbau- und Resilienzpläne (ARPs) und der länderspezifischen Empfehlungen im Rahmen des Europäischen Semesters):

Die Einhaltung der ARPs ist obligatorisch für den Erhalt der verlorenen Zuschüsse und der günstigen EU-Kredite aus der Aufbau- und Resilienzfazilität (ARF). Zudem sind die Auflagen hier generell sehr allgemein gehalten und können beziehungsweise werden kaum von der EU-Kommission kontrolliert.¹⁰ Ähnliches gilt

für die nationalen Vorgaben des Europäischen Semesters zur Wirtschaftskoordination. Sie werden im Regelfall von den Mitgliedstaaten nur zur Kenntnis genommen, ohne dass sie bei der Verabschiedung der Haushaltspläne und der Maßnahmen der Wirtschaftspolitik nähere Berücksichtigung finden.

Eine Verknüpfung des TPI an die Bedingungen eines fiskalischen Überwachungsverfahrens, wie es beim OMT mit einem streng definierten Auflagenprogramm des ESM vorgesehen ist, findet hier nicht statt.¹¹ Im Ergebnis liegt keine Konditionalität im Sinne harter Bedingungen beziehungsweise zu erfüllender, objektiv nachprüfbarer Auflagen vor. Faktisch kann das TPI jederzeit, kurzfristig und ohne die Beachtung von unverhandelbaren Konditionen im autonomen Ermessen des EZB-Rates aktiviert werden. Auch der Erwerb von Wertpapieren des privaten Sektors kann unter dem TPI in Betracht gezogen werden. Laut EZB-Präsidentin Lagarde gibt es zudem bestimmte Komponenten des TPI, „die am besten nicht veröffentlicht, nicht bekannt gegeben und nicht kommentiert werden sollten“.¹² Wohl auch wegen dieser „Black Box“ sehen einige Beobachter im TPI eher den Charakter eines „whatever we want“ statt des bekannten „whatever it takes“.¹³

Verdeckte monetäre Staatsfinanzierung

Anlässlich der PSPP-Staatsanleihekäufe hat das BVerfG (Urteil 2 BvR 859/15) eine Liste von sieben Prüfkriterien untersucht, die eine mögliche Umgehung des Verbotes der monetären Staatsfinanzierung anzeigen können (Rn. 216):

– es muss eine hinreichende Unsicherheit für die Marktteilnehmer bezüglich des Ankaufvolumens und der Konditionen bestehen;

– das Volumen der Ankäufe ist im Voraus begrenzt;

– die vom Eurosystem getätigten Käufe werden nur in aggregierter Form bekannt gegeben;

– eine Obergrenze von 33 Prozent wird eingehalten;

– Ankäufe werden gemäß dem EZB-Kapitalschlüssel getätigt;

– im Rahmen des PSPP dürfen nur Anleihen von Körperschaften erworben werden, die aufgrund eines Mindestratings Zugang zum Anleihemarkt besitzen und

– Ankäufe müssen begrenzt oder eingestellt werden und erworbene Schuldtitel wieder dem Markt zugeführt werden, wenn eine Fortsetzung der Intervention zur Erreichung des Inflationsziels nicht mehr erforderlich ist.

Als die beiden entscheidenden Kriterien „auf der Grundlage einer wertenden Gesamtbetrachtung“ (Rn. 215) hebt das BVerfG die Ankaufobergrenze von 33 Prozent und die Verteilung der Ankäufe gemäß dem Kapitalschlüssel hervor (Rn. 217). Damit würde eine preisbeeinflussende Marktmacht (Rn. 201 f.) und eine fiskalpolitisch-selektive Bevorzugung von Mitgliedstaaten verhindert (Rn. 203).¹⁴ Zudem garantiert ein Volumen der Staatsanleihekäufe je Land unterhalb der Sperrminorität von 33 Prozent, dass die EZB im Falle einer Umschuldung nicht in den Zwang gerät, diese verhindern zu müssen. Damit entgeht sie dem Vorwurf, gegebenenfalls eine monetäre Staatsverschuldung zuzulassen.

Die Wirksamkeit des TPI setzt aber gerade voraus, dass die Ankäufe nicht von vornherein beschränkt sind (Kriterium 2)¹⁵, was zugleich die Möglichkeit eines Verstoßes gegen die Obergrenze 33 Prozent (Kriterium 4) und den EZB-Kapitalschlüssel (Kriterium 5) offenlassen muss. Hinsichtlich etwaiger Sicherheitsanforderungen (Kriterium 6) ist nichts öffentlich bekannt, jedoch legt deren Nichtbeachtung gemäß dem PEPP-Programm Ähnliches auch hier nahe. Ein Ende der Käufe wird zwar „bei einer dauerhaften Verbesserung der geldpolitischen Transmission oder auf Grundlage der Feststellung, dass die anhaltenden Spannungen auf länderspezifische Fundamentalfaktoren zurückzuführen sind“, angekündigt.¹⁶ Allerdings wurde die Möglichkeit einer Marktzufüh-



zung der TPI-Ankäufe vor Endfälligkeit bisher nicht kommuniziert (Kriterium 7).

Zwar gilt das PSPP-Programm als ein Regelinstrument im eher permanenten – zumindest langfristigen – Einsatz. Dem hingegen ist das TPI ein Kriseninstrument für den akuten Notfall, sodass die Übertragung dieser Kriterien möglicherweise nicht ohne Weiteres geboten erscheint. Dennoch legt die Nichteinhaltung wesentlicher Bedingungen einen Verstoß gegen das Verbot der monetären Staatsverschuldung zumindest nahe. Insbesondere auch deshalb, da mit dem Einsatz des TPI jegliche Staatsinsolvenz vermieden werden kann. Die EZB übernimmt als Notenbank der Währungsunion nicht nur die Funktion eines „Lender of last Resort“ für einzelne Staaten, sondern ermöglicht damit außerdem einen verlässlichen Dauerzugriff auf national initiierte Emissionen von Zentralbankgeld. Dies ist eine Dysfunktion, die in der Vergangenheit langfristig zum Scheitern einer Währungsunion führte.¹⁷⁾

Notwendigkeit der Sterilisierung

Um ihre Kursänderung in Richtung einer restriktiveren Geldpolitik nicht selbst zu konterkarieren, möchte die EZB ihre Ankäufe unter dem Dach des TPI dergestalt steuern, dass diese „keine dauerhaften Auswirkungen auf die Gesamtbilanz des Eurosystems und damit auf den geldpolitischen Kurs haben“.¹⁸⁾ Eine entsprechende Lösung sähe so aus, dass das für TPI-Ankäufe ausgegebene Zentralbankgeld durch Gegengeschäfte neutralisiert wird. Für diese Sterilisierungen könnte die EZB den Geschäftsbanken attraktive Konditionen anbieten, damit diese das zusätzliche Geld wieder bei der EZB parken.

Ganz ähnlich wurde die durch das erste EZB-Anleihekaufprogramm SMP zwischen 2010 und 2012 bereitgestellte Liquidität (rund 220 Milliarden Euro) mittels wöchentlicher Hereinnahme von Termineinlagen abgeschöpft. In Anbetracht der kurzen Laufzeit müsste allerdings eine regelmäßige Neuauflage erfolgen, um zusätzlichen Inflationsdruck abzuwenden. Bei avisierten Restlaufzeiten der

TPI-Ankäufe zwischen einem und zehn Jahren könnte sich dieses notwendige Prozedere über einen entsprechend langen Zeitraum erstrecken. Geschäftsbanken könnten sich darüber hinaus veranlassen sehen, die zu besonders attraktiven Negativzinsen gewährten TLTRO-Kredite der EZB zu verwenden, um damit eine nunmehr positive Bonus-Verzinsung der EZB als Windfall-Profit zu realisieren. Da die EZB attraktive Zinsen auf die Einlagen gewähren müsste, sinkt zudem der an den jeweiligen Fiskus der Eurostaaten abzuführende EZB-Gewinn – das monetäre Puzzleteil einer Transferunion. Er-

steigen, zumal eine Mindestreserve nicht freiwillig im Rahmen des unternehmensspezifischen Risikomanagements gehalten wird. Erschwerend hinzu käme die Ungenauigkeit dieses Instruments, da das Mindestreserve-Volumen mit den Bilanzen der Geschäftsbanken „atmet“, wodurch eine genaue Kalibrierung der Sterilisierungsmaßnahmen verhindert wird.

Denkbar wären auch die in den vergangenen Jahren von der amerikanischen Notenbank Federal Reserve ausgiebig genutzten Reverse-Repo-Geschäfte. Hierbei nehmen die Geschäftsbanken Wertpapie-

„Durch ihre Handelbarkeit böten EZB-Bonds den Geschäftsbanken eine attraktive Flexibilität.“

schwerend käme hinzu, dass die nicht handelbaren Termineinlagen über ihre Laufzeit bei der EZB eingefroren wären, was die Flexibilität der Geschäftsbanken zumindest einschränkt.

Gäbe es andere Möglichkeiten, die eigentlich unwillkommene zusätzliche Liquidität zu absorbieren? Die EZB könnte aus ihrem Portfolio Wertpapiere verkaufen, deren Verzinsung geringer ist, also beispielsweise deutsche Staatsanleihen. Da die unter den als geldpolitisch deklarierten Programmen PSPP und PEPP erworbenen Staatstitel größtenteils durch die nationalen Zentralbanken angekauft wurden, wäre ein Verkauf infolge einer Anweisung durch die EZB zumindest denkbar.¹⁹⁾ Auf diesem Wege könnte man zwar die Renditedifferenzen gleichzeitig von oben und unten einhegen. Allerdings wären die anfallenden Kursverluste deutscher Wertschriften zu etwa 90 Prozent von der Bundesbank und mithin vom deutschen Steuerzahler zu tragen. Deutschland würde für Verluste eintreten, um andernorts eine unsolide Haushaltspolitik zu subventionieren.

Alternativ dazu könnte die bei der EZB von den Geschäftsbanken zu hinterlegende Mindestreserve angehoben werden. Die Krisenanfälligkeit des Finanzsektors dürfte dadurch jedoch sogar

re von der Zentralbank als Sicherheit auf, um im Gegenzug dort verzinste Einlagen zu deponieren. Für die Dauer der zumeist kurzlaufenden Transaktionen unterläge die Zentralbank allerdings einem gewissen Kontrahentenrisiko bezüglich der planmäßig auf die Wertpapiere anfallenden und durch die Geschäftsbanken weitzureichenden Kuponzahlungen.

Stattdessen könnte die EZB eigene, relativ niedrig verzinste Schuldverschreibungen emittieren, um die Geldmenge entsprechend auszugleichen. Derartige EZB-Bonds sind in den Regularien bereits vorgesehen, ebenfalls unter Passiva-Position P4 der konsolidierten Bilanz des Eurosystems als „Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen“.²⁰⁾ Die Details einer möglichen Einführung wurden vor einigen Jahren in EZB-Kreisen konkret erörtert. Durch ihre Handelbarkeit böten EZB-Bonds den Geschäftsbanken eine attraktive Flexibilität. Da die Wertschriften zudem nicht von der Bonität der Einzelstaaten geprägt würden, wären sie ein bedeutender Schritt hin zur Kapitalmarktunion und könnten den Euro als internationale Reservewährung etablieren. Analog zu Termineinlagen und Reverse-Repo-Geschäften wären allerdings die auf EZB-Bonds zu zahlenden Zinsen durch die Mitgliedstaaten zu finanzieren. Ferner dürften

alle Staatsanleihen der Eurozone – also auch deutsche – gegenüber der durch EZB-Bonds entstehenden neuen Benchmark mit einem Risikoaufschlag versehen werden. Das TPI könnte dann zwar die Spannbreite der Kreditkosten komprimieren, aber die einhergehende Sterilisierung würde das Niveau der Kreditkosten für die Mitgliedstaaten erhöhen – der Volksmund spricht wohl vom Versuch, den Teufel mit dem Beelzebub auszutreiben.

Ein neuer EU-Ordnungsrahmen

Das vom EZB-Rat beschlossene TPI-Kriseninstrument ist der vorläufig letzte Baustein einer Entwicklung, die die Wirtschaftsverfassung des Maastrichter Vertrages ins Gegenteil verkehrt. Das Nicht-Beistandsgebot (Art. 125 AEUV) und das Verbot der monetären Staatsfinanzierung (Art. 123 AEUV) standen als Garantien für eigenverantwortete, solide Staatsfinanzen und die Stabilität des Euro-Geldwertes. Mit den Staatsschuldenkrisen ab 2010 wurden auf fiskalischer Seite Rettungsschirme (EFSM, EFSF, ESM) aus der Not heraus errichtet, um sie erst ein Jahr später über ihre Einbindung durch Art. 136 Abs. 3 AEUV zu legalisieren. Sie gewähren Kredite der Mitgliedstaaten gemäß dem Prinzip „Hilfen gegen Auflagen“, wodurch das No-Bailout-Prinzip faktisch – für den Notfall konditioniert – ausgehebelt wurde. Die nächsten Schritte waren die Kurzarbeiterhilfe SURE (100 Milliarden Euro) und das Pandemie-Programm NGEU (circa 823 Milliarden Euro) auf der Basis der Katastrophenschutzrechtsklausel (Art. 122 Abs. 2 AEUV). Es sind neue kreditfinanzierte EU-Notfallhilfen unter Gemeinschaftshaftung der Mitgliedstaaten, die jedoch nur sehr locker an Bedingungen knüpfen und deren Verwendung kaum kontrolliert wird.

Ähnlich strukturierte und anlassbezogene Kreditfazilitäten sind aktuell der Wiederaufbauplan „RebuildUkraine“ und „REPowerEU“ zum Umbau des EU-Energie-sektors. Einen weiteren Schritt geht das Schlussdokument der Konferenz zur Zukunft Europas vom Mai 2022. Es enthält

den Vorschlag zur „gemeinsamen Kreditaufnahme auf EU-Ebene mit dem Ziel, günstigere Bedingungen für die Kreditaufnahme zu schaffen“²¹⁾ – als Regelfinanzierung und nicht an Bedingungen geknüpft.

Parallel hierzu und ebenfalls zur Unterstützung hochverschuldeter Staaten praktizierte die EZB eine Politik der quantitativen Lockerung. Am Anfang stand der OMT-Beschluss („Whatever it takes“, 2012), Anleihen eines Staates im Notfall unbegrenzt aufzukaufen. Ein solches – bislang nie aktiviertes – Programm setzt die Inanspruchnahme eines fiskalischen Rettungsschirmes voraus, ist also an Auflagen geknüpft (Art. 136 Abs. 3 AEUV). Neben diesem monetären Kriseninstrument stehen die (Staats-)Anleiheankaufprogramme PSPP (2015) und PEPP (2020) im Vordergrund, mit denen die EZB ihre Bilanz im Umfang von circa 4,3 Billionen Euro (30. Juni 2022) ausgeweitet hat. Diese sind an Regeln gebunden, die eine monetäre Staatsfinanzierung verhindern sollen. Während das PSPP-Programm hier sehr strikt formuliert, wird diese Bindung im PEPP-Programm schon flexibilisiert.

In der Vergangenheit wurde die Flexibilität von der EZB bereits zugunsten der Hochschuldenstaaten (Italien, Spanien) genutzt, indem diese Ankäufe oberhalb des EZB-Kapitalschlüssels lagen. Für Griechenland sind hier jegliche Sicherheitsstandards aufgehoben. Aktuell betont die EZB die Flexibilität des PEPP-Programms besonders hinsichtlich der Wiederanlage von fällig werdenden Staatsanleihen. Aktuell wurden im Juni und Juli des laufenden Jahres bereits Mittel aus fällig werdenden PEPP-Anleihen Deutschlands (minus 14,3 Milliarden Euro), der Niederlande (minus 3,4) sowie Frankreichs (minus 1,2) umgeleitet in Neuankäufe vorwiegend italienischer (plus 9,8), spanischer (plus 5,9) und griechischer (plus 1,1) Wertschriften.²²⁾ Würde die EZB diese Schlagzahl ein Kalenderjahr lang beibehalten, entspräche das beispielsweise einer Umschichtung in italienische Staatsanleihen von gut 3 Prozent des italienischen BIP beziehungsweise rund 60 Prozent des italienischen

Staatsdefizits. Für dieses Vorgehen werden die Länder der Eurozone – laut internen EZB-Quellen – basierend auf Ausmaß und Geschwindigkeit ihrer Spread-Anstiege monatlich in drei Gruppen eingeteilt: Geber, Empfänger und Neutrale.²³⁾

Zumindest dürfte der öffentliche Eindruck eines Verstoßes gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung (Art. 123 AEUV) sowie gegen das Nicht-Beistandsgebot (Art. 125 AEUV) dadurch eher verstärkt als entkräftet werden. Ferner wird die eigentlich für geldpolitische Maßnahmen erforderliche Symmetrie sukzessive erodiert. Bemerkenswert ist zudem die EZB-Begründung für eine – bemessen an den Länderanteilen des EZB-Kapitals – asymmetrische PEPP-Wiederanlage als „erste Verteidigungslinie, um pandemiebedingten Risiken für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken“.²⁴⁾ Einige Fachleute sehen jedoch die Motivation für die jüngste Umleitung in italienische Anleihen eher „vor dem Hintergrund der Regierungskrise in Italien“ als in pandemiebedingten Risiken.²⁵⁾ Um den Druck von den Spread-Differenzen zu nehmen, könnten in einem weiteren Schritt zukünftig gegebenenfalls auch EU-Schuld-papiere angekauft werden, was die fiskalischen und monetären Rettungshilfen vereinen würde.

Whatever we want

Es entsteht eine Fiskalunion mit Transfer-elementen, jedoch ohne Souveränitätsübertragung der Staaten, die sich der EZB als „Kreditgeber der letzten Instanz“ bedienen – neudeutsch: fiscal dominance. Die Währungsunion mutiert zu einer Geldannahmegemeinschaft mit national gesteuerter Geldemission als Ausdruck einer Spaltung der Eurozone. Das Ergebnis ist ein neuer Ordnungsrahmen, der diametral zum Geist von Maastricht die Haftung für nationale Schulden vergemeinschaftet und statt der Stabilität des Euro (Art. 127 AEUV) die Dauerhaftigkeit der Euro-Mitgliedschaft sichert.

Das aktuell vom EZB-Rat beschlossene TPI soll eine „ungerechtfertigte“ Fragmentie-



rung der Märkte in der Eurozone abwenden und stellt zu diesem Zweck eine Zins-subsidierung für reformunwillige, de facto überschuldete Eurostaaten in Aussicht. Obschon die Europäische Zentralbank ihr Instrumentarium dadurch formal erweitert, folgt der TPI-Beschluss in gewisser Weise doch einer Rezeptur gemäß dem Motto „more of the same“ – als ein weiterer Ausbau von Transferelementen und unter Kurshaltung auf die gefährlichen Fahrwasser einer monetären Staatsfinanzierung, um möglichst alle Euro-Mitgliedstaaten weiterhin „an Bord“ halten zu können.

In Anbetracht der Kriterien für die Aktivierung des Transmission Protection Instrument und ihrer (mangelnden) Nachprüfbarkeit kommt das Instrument konstruktionsbedingt als eine Art Black Box daher, dessen Anwendung nach autonomer Entscheidung durch den EZB-Rat erfolgt. Für die Reputation der EZB und damit das Vertrauen in den Erhalt der Euro-Geldwertstabilität könnte es sich indes als Bärendienst erweisen, falls die aus dem OMT-Kontext bekannte EZB-Gangart „whatever it takes“ in der öffentlichen Wahrnehmung nunmehr vom Eindruck eines „whatever we want“ flankiert würde.

Fußnoten

- 1) Europäische Zentralbank (2022a).
- 2) Europäische Zentralbank (2022b) in der Übersetzung der Deutschen Bundesbank. Die EZB hat diesen Text nur auf Englisch bereitgestellt.
- 3) Vgl. Cünnen u.a. (2022).
- 4) Vgl. Frühauf (2022). Die Zinsausgaben für den Bundeshaushalt steigen von 4,0 Mrd. Euro (2021) über 16,3 Mrd. Euro (2022) auf voraussichtlich 30 Mrd. Euro im nächsten Jahr. Allein für den Anstieg des Zinskupons für die inflationsindexierte Anleihen von derzeit lediglich 75,7 Mrd. Euro sind im Haushaltsplan des Bundes 2023 7,6 Mrd. Euro angesetzt. 2021 waren es ca. 1 Mrd. Euro, dieses Jahr sind es 4,6 Mrd. Euro.
- 5) Vgl. Schubert (2022). Dem steht ein haftendes Eigenkapital der italienischen Geschäftsbanken von 338 Mrd. Euro gegenüber. Allerdings unterliegen nur 28 Prozent der im Handelsbuch gelisteten Staatsanleihen schwankenden Marktpreisen. Der überwiegende Teil ist zu historischen Kaufwerten im Anlagebuch „risikofrei“ und damit ohne Wertberichtigungsbedarf gebucht, soweit man einen Schuldenschnitt ausschließt.
- 6) Vgl. Schnabel (2022).
- 7) So der ehemalige Bundesbank-Vorstand Andreas Dombret (2013) anlässlich einer Rede auf dem 23. Europäischen Bankenkongress. Hervorhebung im Original.
- 8) Vgl. Meyer (2022a), S. 285f.
- 9) Vgl. Europäische Zentralbank (2022b). Der EZB-Beschluss ist im Wortlaut öffentlich nicht zugänglich.
- 10) Siehe hierzu ausführlich Meyer (2022b).

- 11) Positiv gewendet macht sich die EZB damit aber auch nicht als Fiscal Agent zum Erfüllungsgehilfen für die fiskalische Beaufsichtigung von Staaten. Die vom Bundesverfassungsgericht zum OMT-Urteil thematisierte Trennung von Geld- und Fiskalpolitik kann dadurch eher berücksichtigt werden.
- 12) Vgl. European Central Bank (2022a), Übersetzung d. Verf.
- 13) Siehe Brzeski (2022).
- 14) Vgl. Hansen u. Meyer (2020), S. 39ff.
- 15) Vgl. Europäische Zentralbank (2022b).
- 16) Europäische Zentralbank (2022b).
- 17) Historische Beispiele geben die Lateinische Münzunion (1865), die Skandinavische Münzunion (1872), die Kronenzone (1918) sowie die Rubelzone (1991). Vgl. hierzu ausführlich Meyer (2012), S. 20ff.
- 18) Europäische Zentralbank (2022b). Siehe hierzu auch Meyer u. Hansen (2022b).
- 19) Siehe Art. 14.3 Protokoll Nr. 4 (ESZB-Satzung).
- 20) Vgl. dazu ausführlich Hansen u. Meyer (2021a sowie 2021b).
- 21) Europäische Union (2022), S. 65. Vgl. ausführlicher zu diesen Vorschlägen Meyer u. Hansen (2022a), S. 12.
- 22) Vgl. Asgari (2022).
- 23) Eigene Berechnungen basierend auf Daten der AMECO Datenbank der Europäischen Kommission, https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-research-and-databases/economic-databases/macro-economic-database-ameco_en (Abrufdatum 12.8.2022)
- 24) Siehe Europäische Zentralbank (2022b).
- 25) Siehe Siedenbiedel (2022).

Literaturverzeichnis

- Asgari, Nikou (2022), ECB injects billions of euros into weaker eurozone debt markets, Financial Times Online, 7.8.2022, <https://www.ft.com/content/b53f2254-9409-432a-9755-62c621e3f552> (Abrufdatum 11.8.2022).
- Brzeski, Carsten (2022), More news from the ECB press conference after first rate hike since 2011, ING THINK Economic and Financial Analysis, 21.7.2022, <https://think.ing.com/articles/more-news-from-the-ecb-press-conference-after-first-rate-hike-since-2011> (Abrufdatum 30.6.2022).
- Canepa, Francesco u. Koranyi, Balazs (2022), Exclusive ECB to channel cash from north to south in bid to cap spreads – sources, Reuters, 30.6.2022, <https://www.reuters.com/markets/europe/exclusive-ecb-channel-cash-north-south-bid-cap-spreads-sources-2022-06-30/> (Abrufdatum 12.8.2022).
- Cünnen, Andrea u.a. (2022), Die Rückkehr der Euro-Krise: „Die Zinsanstiege sind dramatisch“, in: Handelsblatt online, 30.6.2022, <https://www.handelsblatt.com/finanzen/inflation-die-rueckkehr-der-euro-krise-die-zinsanstiege-sind-dramatisch/28447392.html> (Abrufdatum 26.7.2022).
- Dombret, Andreas (2013), Wege zur Überwindung der Fragmentierung der europäischen Finanzmärkte, Rede auf dem 23. Europäischen Bankenkongress, Frankfurt/Main, 22.11.2013, <https://www.bundesbank.de/de/presse/reden/wege-zur-ueberwindung-der-fragmentierung-der-europaeischen-finanzmaerkte-710750> (Abrufdatum 21.7.2022).
- Europäische Zentralbank (2022a), Erklärung nach der Ad-hoc-Sitzung des EZB-Rats, Pressemitteilung vom 15.6.2022, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220615-2aa3900e0a.de.html> (Abrufdatum 25.7.2022).
- Europäische Zentralbank (2022b), Das Instrument zur Absicherung der Transmission, Pressemitteilung v. 21.7.2022, Übersetzung: Deutsche Bundesbank <https://www.bundesbank.de/resource/blob/894896/cf3428a27399d34ab79be79a60993ed4/m/L/2022-07-21-tpi-download.pdf> (Abrufdatum 25.7.2022).
- European Central Bank (2022a), Monetary policy statement (with Q&A) v. 21.7.2022, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2022/html/ecb.is-220721-51ef267c68.en.html> (Abrufdatum 26.7.2022).
- European Central Bank (2022b), The Transmission Protection Instrument, Pressemitteilung v. 21.7.2022, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721-973e6e7273.de.html> (Abrufdatum 21.7.2022).

- Frühauf, Markus (2022), Die Fieberkurve der Marktsorgen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Frankfurt, 20.7.2022, S. 23.
- Hansen, Arne u. Meyer, Dirk (2020), Das PSPP-Staatsanleiheprogramm – Empirische Daten und Regelwerk stellen das Urteil des BVerfG teilweise infrage, in: ifo Schnelldienst, 73. Jg. (2020), H. 10, S. 37–46, <https://www.ifo.de/publikationen/2020/aufsatz-zeitschrift/das-pspp-staatsanleiheprogramm-empirische-daten-und>
- Hansen, Arne u. Meyer, Dirk (2021a), EZB-Schuldverschreibungen – Neue Verwendung für ein altes Instrument?, in: Wirtschaftsdienst, 101. Jg. (2021), H. 9, S. 732–739, DOI: 10.1007/s10273-021-3008-0, <https://rdcu.be/cycqD>.
- Hansen, Arne u. Meyer, Dirk (2021b), Inflationsabwehr durch EZB-Schuldverschreibungen?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 74. Jg. (2021), H. 15, S. 772–777, <https://www.kreditwesen.de/kreditwesen/themenschwerpunkte/aufsätze/inflationsabwehr-ecb-schuldverschreibungen-id73606.html>.
- Meyer, Dirk (2012), EURO-Krise – Austritt als Lösung?, Reihe Wirtschaft aktuell, Bd. 1, LIT Verlag, Münster 2012.
- Meyer, Dirk (2022a), Europäische Union und Währungsunion in der Dauerkrise II – Szenarien für die Zukunft des Euro, 2., erweiterte Auflage, Springer Fachmedien Wiesbaden, Wiesbaden 2022, ISBN 978-3-658-35712-2 und ISBN 978-3-658-35713-9 (eBook), <https://doi.org/10.1007/978-3-658-35713-9>.
- Meyer, Dirk (2022b), Schriftliche Stellungnahme zur Anhörung durch den Ausschuss für die Angelegenheiten der Europäischen Union des Deutschen Bundestages am 20. Juni 2022 – Aufbau- und Resilienzpläne der EU-Mitgliedstaaten im Rahmen von Next-GenerationEU sowie Vorschläge der EU-Kommission für neue EU-Eigenmittel (BT-Drucksache 20(21)64), <https://www.bundestag.de/resource/blob/899416/4c7e3cb3d892391f927c065eb22e4b18/20-21-64-data.pdf> (Abrufdatum 25.7.2022).
- Meyer, Dirk u. Hansen, Arne (2022a), Das Trilemma der EZB und wachsender Kreditbedarf der Staaten: EZB-Schuldverschreibungen, ESZB-Staatenentschuldung und EU-Gemeinschaftsschulden als Lösung?, in: ifo Schnelldienst, 75. Jg. (2022), H. 6, S. 9–13, <https://www.ifo.de/publikationen/2022/aufsatz-zeitschrift/geld-und-fiskalpolitik-der-eu-unter-veraenderten>.
- Meyer, Dirk u. Hansen, Arne (2022b), Symptomtherapie kann Spaltung nicht verhindern, in: Börsen-Zeitung, Frankfurt am Main, 23.7.2022, S. 5.
- Schnabel, Isabel (2022), Interview mit Reuters v. 16.8.2022, <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2022/html/ecb.in220818-a2a774e937.en.html> (Abrufdatum 18.08.2022).
- Schubert, Christian (2022), Sorge um Italiens Banken, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Frankfurt, 15.6.2022, S. 22.
- Siedenbiedel, Christian (2022) Die EZB springt Italien von der Seite, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Frankfurt, 5.8.2022, S. 23.

Rechtsquellen

- Bundesverfassungsgericht, Urteil des Zweiten Senats vom 5. Mai 2020 - 2 BvR 859/15 -, Rn. 1-237 (PSPP-Staatsanleihekäufe-Urteil), http://www.bverfg.de/ers20200505_2bvr085915.html (Abrufdatum 5.5.2020).
- Europäische Union (2022), Konferenz zur Zukunft Europas – Bericht über das endgültige Ergebnis, <https://futureu.europa.eu/?locale=de> (Abrufdatum 17.5.2022).
- Konsolidierte Fassungen des Vertrags über die Europäische Union und des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union aufgrund des am 1.12.2009 in Kraft getretenen Vertrages von Lissabon (EUV und AEUV).
- Protokoll (Nr. 4) über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (ESZB-Satzung).