

EINE NEUE ROLLE FÜR DIE EUROPÄISCHE ZENTRALBANK? ANMERKUNGEN ZU EINEM SPEZIFISCH DEUTSCHEN KONFLIKT

Detlev Ehrig¹
Universität Bremen

Abstract

The recent European debt crisis has generated a growing importance of the ECB. The central bank was forced to take measures far beyond its traditional role to stabilize monetary markets and inflation. The European central bank has adopted a new function as lender of last resort, providing banks and governments with almost unlimited liquidity. The new and unconventional monetary policy has been **hotly** debated. In Germany the debate even reached the Constitutional Court.

The article will give a survey of the debate referring to the arguments of the ECB versus Deutsche Bundesbank. It is indeed questionable whether the ECB has a mandate for its new role in monetary and by the way also fiscal policy. Whatever the arguments are convincing, new steps towards fiscal arrangements and a deeper political cooperation are needed to stabilize the euro area.

Keywords: European Central Bank, Lender of last resort, Outright Monetary Transactions, quantitative easing, European fiscal union

JEL codes: E 52, E 58, F 55

1. Das Eurosystem und seine Grundfrage: Was ist eigentlich ein Währungsraum und wie funktioniert er?

Es gehört zu den nachhaltigen Erfahrungen seit Beginn der Europäischen Währungsunion, dass dem Eurosystem immer wieder seine konstruktiven Schwächen vorgehalten wurden. Ist es tatsächlich ein optimaler Währungsraum? Folgt man Mundell (1961), ist es vor allem die räumliche und sektorale Faktormobilität von Arbeit und Kapital, die für Optimalität sorgt. Erweiterungen des Mundellschen Grundmodells sprechen von hinreichend flexiblen Kapitalströmen auch beim Auftreten von asymmetrischen Schocks, von Finanzmarktintegration und von Offenheitsgraden im Handel und nicht zuletzt, angesichts der europaweiten Flüchtlingsproblematik, auch von Freiheiten im Personenverkehr. Wer Schengen infrage stelle, stelle zugleich die Europäische Währungsunion und den Euro infrage, heißt es seit kurzem.

Fragen wir weiter nach der Rolle einer Zentralbank in einem optimalen Währungsraum. Eine Zentralbank soll die Europäische Zentralbank sein. Wie aber könne sie das von sich behaupten, wenn es Streit um ihr Rollenverständnis gibt, ihr unterstellt wird, dass wesentliche Eigenschaften fehlen oder auf tönernen Füßen

¹ Dr. Detlev Ehrig, Seniorlecturer für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bremen.
Adresse: Universität Bremen, Fachbereich 7, Wilhelm-Herbststraße 5, D-28359 Bremen email: dehrig@uni-bremen.de

stunden? Nehmen wir die Fragen nach dem Recht zur ausschließlichen Geldemission, nach den beleihungsfähigen Sicherheiten in Zeiten von Liquiditätsengpässen und natürlich nicht zuletzt nach ihrer Fähigkeit als Gläubiger der letzten Instanz, als Garanten einer Geldversorgung in einer monetären Ökonomie. Was die kritische Debatte um die Grundfragen des Europäischen Währungssystems als Achillesferse seiner eigenen Verfasstheit von Beginn an thematisiert hat², ist nun mit Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 mit aller Schärfe ans Licht getreten: Eine tiefe Verunsicherung gegenüber den an einen (optimalen) Währungsraum und an die Rolle einer Zentralbank in Zeiten einer globalen Finanz- und Wirtschaftskrise.

Offenbar hat es in der Konstruktion der europäischen Zentralbank darüber hinaus auch keine ausreichende Verständigung darüber gegeben, wie eigentlich die Arbeitsteilung zwischen einer Zentralbank auf der einen Seite und der Finanzpolitik auf der anderen Seite sein soll.

Einer Zentralbank, zuständig für den Geldmarkt, steht im gewachsenen Rollenverständnis eine Fiskalpolitik gegenüber, zuständig für den Güter- und Arbeitsmarkt. Die Geldpolitik mischt sich nicht in Verhältnisse auf Güter- und Arbeitsmärkten ein, und dies nicht nur deshalb, weil es in der Tradition der Ordnungspolitik nicht zu ihren Aufgaben zählt, sondern weil sie wohl auch keinen nachweislichen Erfolg haben dürfte, wenn sie direkt auf das Geschehen auf diesen Märkten Einfluss nehmen würde. Genau so verhält es sich für die Fiskalpolitik. Sie auf Güter- und auf Arbeitsmärkte zu beschränken, ist ebenso gute Tradition wie wirtschaftliche Vernunft. Wir haben es also mit einer Dichotomie zwischen Geld- und Gütermarkt zu tun, auch wenn damit keineswegs die Frage nach einer möglichen Wechselbeziehung zwischen realem und monetärem Sektor beantwortet ist.

Mit dieser traditionellen Arbeitsteilung ist es vorerst vorbei. Die Finanzkrise hat eine ökonomisch vernünftige und historisch gewachsene Aufgabenteilung durcheinander gebracht. Mitten in der Krise ist es nun die Zentralbank, die auf mehreren Aktionsfeldern gefordert ist: auf dem Gebiet der Geldpolitik und auf dem Gebiet der Finanz- und der Einkommenspolitik, weil andere Akteure ihrer Arbeit nicht nachgekommen sind, vor allem nicht die fiskalpolitischen in den jeweiligen Nationalstaaten.

Neue Fragen entstehen: Welche Aufgaben hat eine Zentralbank in Normalzeiten und in Zeiten der Krise? Welche Rollenverständnisse haben Geld- und Einkommenspolitik und wie verhält es sich mit deren Wirkungskanälen? Was ist mit der ordnungspolitischen Vorstellung, die die Fiskalpolitik in die Arena des (partei)politischen Willensbildungsprozesses stellt und die Geldpolitik zu einer

² Auffallend ist allerdings, dass die Debatte um das Grundverständnis einer Zentralbank in einer Währungsunion von Beginn an deutsch geprägt wurde, nicht zuletzt vor dem Hintergrund der historisch bedeutsamen Rolle, die die Deutsche Bundesbank für den wirtschaftlichen Wiederaufbau in Deutschland spielte. An ihr sollte sich jede Zentralbank in der Nachfolge der Deutschen Bundesbank orientieren (vgl. für die deutsche Debatte Heinsohn und Steiger (2009)).

scheinbar politikneutralen Institution erhöht? Ist die Zentralbank in das Zentrum politischer Auseinandersetzungen gerückt? Ist das Ende einer fast 200 Jahre alten Geschichte der Zentralbanken gekommen? Oder sind es nur Ausnahmen von der Regel in Zeiten der Krise, die eine Rückkehr zur gewohnten Arbeitsteilung erwarten lassen? Oder allgemeiner gesprochen: Was sind eigentlich die Aufgaben einer Zentralbank in Zeiten der Krise?

Über diese Fragen wird nicht nur wirtschaftspolitisch gestritten, sondern auch juristisch. Es war die Deutsche Bundesbank, die sich an das Deutsche Bundesverfassungsgericht mit einer Normenkontrollklage wendete und beklagte, die EZB überschreite ihre Kompetenzen. Sie habe mit dem OMT, der Vollzuteilungspolitik und ihrer faktischen Funktion als lender of last resort die Grenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik überschritten. Sie betreibe eine monetäre Staatsfinanzierung. Im Jahr 2014 gab das Deutsche Bundesverfassungsgericht der Klage nach, gab aber die endgültige Entscheidung an den Europäischen Gerichtshof weiter. Im Juni 2015 wiederum entschied er gegen die Auffassung des Bundesverfassungsgerichts. Die Europäische Zentralbank handelt nach Auffassung des EuGH im Rahmen ihres Mandats für die Sicherstellung des Europäischen Währungssystems.

Die Debatte ist damit keineswegs beendet. Schließlich geht es noch immer um die Grundsatzfrage nach dem Rollenverständnis der Europäischen Zentralbank in Zeiten einer Krise. Seit Februar 2016 wird erneut nach Zurückweisung durch den Europäischen Gerichtshof vor dem Deutschen Bundesverfassungsgericht in einer zweiten Verhandlungsrunde über die Ankündigung notfalls unbegrenzter Anleihekäufe verhandelt. Eine eindeutige Entscheidung ist derzeit keineswegs sicher.

Werfen wir also im Folgenden einen kurzen Blick auf den Hintergrund des Streits, nämlich auf die Herausbildung der modernen Rolle von Zentralbanken – angefangen von Barings Pionierüberlegungen über Bagehots Verortungen des lender of last resort weiter zum Modell Bundesbank als Blaupause für eine europäische Zentralbank bis hin zum erbitterten aktuellen Streit um das Mandat einer Zentralbank. Fragen wir danach, wie es, ausgehend von ihrem historisch gewachsenen Rollenverständnis, dazu kommen konnte. Immer wieder geht es um die Frage einer Legitimation für das Handeln einer Zentralbank. Können wir uns aber überhaupt sicher sein, was den Nukleus ihrer Aufgaben bildet? Konkret: hat sie sich in der Krise übernommen oder hat sie Aufgaben übernommen, die in der Krise sonst niemand übernommen hat und somit für den Zusammenhalt einer Währungsunion gesorgt? Noch weiter gefragt: Ist die Zentralbank damit von einem vorübergehenden lender of last resort in Zeiten des bank runs und der Panik, wie es die geldtheoretischen Pioniere um Baring und Bagehot noch vermutet hatten, zu einer ständigen letzten Gläubigerinstanz geworden? Kann oder sollte es aus ihr ein Zurück geben, einen status quo ante nach der Krise?

2. Zentralbanken als Kunstwerk

Ralph George Hawtrey, Zeitgenosse und Freund von John Maynard Keynes, war es, der mit seiner 1932 erschienen Schrift „the art of central banking“ Zentralbanken in

die Nähe der Kunst rückte. Sie bestand darin, Zettel für hinterlegte Edelmetalle auszugeben. Von nun an wurden derartige Quittungen Zahlungsmittel. Sie gaben ihren Inhabern das Recht, von einer dazu verpflichteten Bank jederzeit die Herausgabe der entsprechenden Menge Münzgeld zu verlangen. Was sich als eine scheinbare Vereinfachung eines Tauschhandels ankündigte, stand zugleich aber auch immer im Begehren von politischen Machthabern: der Zugriff auf Finanzierungsmöglichkeiten für Staatsschulden. Ihm gleichzeitig zu widerstehen und nachzugeben, mache somit die Kunst des Zentralbankhandelns aus (Hawtrey 1932, S. 150 ff.). So war es auch bei der Bank von England, gern als Mutter aller Zentralbanken genannt (Weinert 2002, S. 333). Sie hatte als wichtigste Aufgabe, der Regierung Geld zu leihen. Später entstanden in Europa weitere Zentralbanken, vorrangig mit der Aufgabe, Staatsschulden zu finanzieren.

Auch wenn die hauptsächliche Aufgabe der frühen Zentralbanken in der Finanzierung der Staatsschulden zu sehen war, nahmen sie als private Instanzen weitere Bankgeschäfte wahr. Als private Einrichtungen gegründet und per Gesetz mit dem Privileg der Geldemission ausgestattet, schlug sie den Weg ein, ihre Münzreserven durch Noten der Zentralbanken zu ersetzen. Andere Zentralbanken folgten. Die Zentralbanken verwalteten im Rahmen ihrer Aufgabe als Bank der Banken Konten für andere Geschäftsbanken und wickelten Transaktionen zwischen den Banken ab. Durch die damit verbundene Funktion als Aufbewahrungsort (für andere Banken) verfügten die Zentralbanken über große Gold- bzw. Silberreserven, aber auch über ein gut ausgebautes Netzwerk von Banken. Sie wurde zur Bank der Banken. Es waren die rigiden Deckungsvorschriften für die Ausgabe von Noten, die den entstehenden Nationalbanken den Weg zu einem einzigen Zahlungsmittel als auch den Weg zu einer einzigen Zentralbank mit Notenausgabemonopol ebneten (North 2009, S. 157).

Was eine Zentralbank letztlich zur Hüterin einer Währung, innen wie außen, gemacht hat, ist ihr paternalistisches Verständnis als Schutz einer Geldwirtschaft. Diese Reputationszuschreibung ist das Ergebnis ihres Autonomisierungsprozesses im Zuge der Modernisierung des Zahlungsverkehrs, insbesondere im Zuge der Nutzung von Papiergeld als Zahlungsmittel. Enthoben vom politischen System, ist sie die Garantin einer ungehinderten Dynamik einer ökonomischen Moderne jenseits der Idylle des Naturaltausches. Dies war nicht immer so. Von der Bank von England, von der es bereits geheißen hat, sie sei die „Mutter der Zentralbanken“, wurde die Funktion einer Hüterin des Geldwertes nicht erwartet. Von einer Interventionskompetenz zur Preisniveaustabilisierung konnte keine Rede sein (Cairncross 1988, S. 45 f). Vielmehr hatte sie die eher technische Funktion der Notenausgabe als zentrale Aufgabe zu erfüllen. Was sie zum Mythos erhebt, sind vielmehr ihre Aufgaben, die ihr aus ihrer unbeschränkten Geldschöpfungsfunktion erwachsen.

Wenn eine Zentralbank Depositen anderer Geschäftsbanken hält, ist es nur noch ein kleiner Schritt zu der Funktion, ihnen in einer monetarisierten Welt auch als Kreditgeber für den Fall zur Seite zu stehen, wenn Geschäftsbanken ihrerseits nicht mehr in der Lage sind, über genügend Liquidität für ihre Zahlungsverpflichtungen gegenüber der Privatwirtschaft zu verfügen. Zentralbanken wurden auf diese Weise

zur letzten Refinanzierungsstelle (*lender of last resort*) in finanziellen Krisensituationen, d.h. sie stellten ihren Kunden in Zeiten finanzieller Nöte Liquidität in Form von Zentralbankgeld bereit. In seinen „Observations on the Establishment of the Bank of England“ hat Francis Baring bereits im Jahr 1797 klargestellt, dass es Vorsorgen für den Fall bedürfe, dass es zu einer Flucht aus schuldenfinanzierten realen und illiquiden Vermögenswerten in Geld komme. Für diesen Fall des bank run müsse es einen „dernier resort“ geben, eine Letztverantwortung des Kreditgebers (Baring 1797, S. 22). Fünf Jahre später nach Barings „Observations“ wies Henry Thornton 1802 darauf hin, dass eine monetäre Appellationsinstanz nach französischem Rechtsvorbild, ebenjener dernier resort (Kindleberger 2001, S. 207), dazu geschaffen sei, Ansteckungsgefahren bei Liquiditätskrisen von Geschäftsbanken zu verhindern. Wenn irgendeine Bank pleite gehe, könnte ein allgemeiner run auf andere Institute stattfinden (Thornton 1802, S. 180).

Die Idee von Baring war es, nicht irgendein Schatzamt, sondern Zentralbanken dazu zu befähigen, unbehindert Kredite bei guten Sicherheiten zu gewähren. Damit verschaffte er ihr jene besondere Stellung, die sie sie zu einer Bastion in den monetären Krisen machen sollte. Rund 70 Jahre später nach Thornton legte Walter Bagehot in seiner bahnbrechenden Schrift „Lombard Street“ noch einmal nach. Zentralbanken hätten die Funktion eines „lenders of last resort“, nicht etwa, um insolvente Schuldner vor ihrem notwendigen Bankrott angesichts ihrer Überschuldung zu retten, sondern illiquide, gleichwohl solvente Kreditnehmer vor einer Zahlungsklemme. Sie gelte es zu retten, „ganz nach den Ansprüchen des Publikums“. Gegen die Hinterlegung von guten Sicherheiten, allerdings „gegen sehr hohe Zinsen“, sei der lender of last resort bei gleichzeitiger kostspieliger Verpfändung von Sicherheiten dazu geeignet, auf „unvernünftige Furchtsamkeit“ zu reagieren und würde zugleich verhindern, „Ansprüche von solchen Personen zu genügen, die kein Geld notwendig brauchen“ (Bagehot 1874, S. 102). Die berühmte Bagehot-Regel war geboren (Humphrey 2010, S. 345).

Mit ihm, dem Regelwerk zur Ausübung der Funktion als lender of last resort, war die Zentralbank zur Hüterin der Währung geworden, geprägt von einem paternalistischen Verständnis.

Bleibt noch eine zu klärende Frage: die nach der Liquiditätsversorgung einer Zentralbank für die Ausübung ihrer Rolle als Kreditgeber der letzten Instanz. Als Gläubiger der letzten Instanz, so sollte man glauben, stehe der Zentralbank Liquidität in eigener Währung in beliebiger Höhe zur Verfügung. Auf der anderen Seite sind es wiederum beleihungsfähige Schuldtitel, die zur Liquiditätsversorgung bereit gestellt werden müssen. Stehen statt dessen als Rücklage für die Emission von Banknoten nur Gold und handelbare Wechsel zur Verfügung, oder lediglich die Eigenkapitalbasis einer Zentralbank, sind die Funktionen eines lenders of last resort in einer tiefgreifenden Liquiditätskrise schlichtweg nicht in beliebiger und manchmal auch notwendiger Höhe ausfüllbar. Bevor wir uns dieser heiklen Frage zuwenden, werfen wir noch einen vertiefenden Blick auf die recht verschlungenen Pfade einer Selbstvergewisserung von Zentralbankhandeln.

Gemessen an der englischen Nationalbank vollzog sich die Entwicklung der deutschen Zentralbank zu einer gegenüber der Politik autonomen Institution vergleichsweise spät (Weinert 2002, S. 338 ff.). Es waren äußere Einflüsse, die das deutsche Selbstverständnis einer Zentralbank prägten. Zum einen wurde im Zuge unerfüllter Reparationsforderungen nach dem Ersten Weltkrieg auf Druck der alliierten Siegermächte die Reichsbank nicht mehr unmittelbar der Reichsregierung unterstellt, sondern einem eigenständigen Reichsbankdirektorium. Die Alliierten waren es auch, die nach dem Zweiten Weltkrieg auf eine Zerschlagung des zentralistischen Notenbanksystems drängten und sich über den Umweg einer „Bank deutschen Länder“ schließlich im Jahr 1957 für ein Bundesbankgesetz einsetzten, das zum Modell für die Unabhängigkeit einer Zentralbank wurde. Mit dem neuen Gesetz über die Deutsche Bundesbank erhielt es nun die bis zu ihrer Eingliederung in das System der Europäischen Zentralbanken gültige Struktur. Der Bund hält das Grundkapital, die Landeszentralbanken werden zu Hauptverwaltungen der Deutschen Bundesbank. Ihre Säulen sind zum einen in der historischen Sonderentwicklung zu identifizieren, als die alliierten Siegermächte nach den Weltkriegen Deutschland eine unabhängige Zentralbank bescherten. Zum anderen sollte nach den Erfahrungen mit der reichsbankfinanzierten Kriegswirtschaft in jedem Fall eine Budgetfinanzierung durch die Zentralbank verhindert werden. Von nun an kann die Legitimation der Zentralbank an der Realisierung des Ziels der Geldwertstabilisierung gemessen werden, notfalls auch im Konfliktfall zwischen Zentralbank und Regierung. Die historisch begründete Scheu vor einer Politisierung einer Zentralbank, somit auch einer europäischen, hat somit spezifisch deutsche Gründe. Der Verzicht auf eine politische Auseinandersetzung um das Selbstverständnis der Bundesbank sicherte ihr seit ihrer Gründung jenes hohe Maß an Autonomie und Unangreifbarkeit, die ihr in der öffentlichen Wahrnehmung zu einem geradezu mythischen Status verhalf. Die Deutsche Bundesbank – geboren aus dem Trauma von Weltkriegen, politischer Instrumentalisierung und Inflation – gründet sich somit nicht nur auf einer ordnungspolitischen Logik der Geldsteuerung, sondern ebenso sozialpsychologisch auf den kollektiven Erfahrungen der Deutschen (Tietmeyer 1996, S. 32). Ihre Idee war somit geboren aus einem freiwilligen Akt der Selbstentmachtung der Politik, indem eine Institution innerhalb eines souveränen Staatsgefüges mit einer hoheitlichen Aufgabe betraut wird und für die Erfüllung dieses Auftrages den Status der Unabhängigkeit von Weisungen Dritter erhält.

So nimmt auch die Jaques Delors zugeschriebene Aussage nicht wunder, dass nicht alle Deutschen an Gott glauben mögen, aber alle Deutschen an die Bundesbank (zitiert nach Issing 2008, S. 19). Der Mythos der unbestechlichen, niemandem zu Dienste gefälligen Währung war geboren und mit ihm gleichzeitig als Vermächtnis in die Wiege einer gemeinsamen europäischen Währung gelegt.

3. Schaffung von Legitimität

Die Gründung einer Europäischen Währungsunion mit der gleichzeitigen Einführung einer gemeinsamen Währung war für Deutschland der gemeinsame Abschied von der D-Mark und einer spezifisch deutschen Zentralbanktradition nach einer fünfzigjährigen Geschichte. Er ist nicht denkbar gewesen ohne eine Tradierung ihrer grundlegenden Bestandteile – politische, personelle, institutionelle wie

finanzielle Unabhängigkeit, Primat der Währungspolitik mit ihrem Kern Preisstabilität und Verbot der monetären Finanzierung öffentlicher Aufgaben³ – in einer neuen, nunmehr europäischen Geldpolitik. Unmittelbare politische Indienststellungen bleiben ausgeschlossen. Nur soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB nach Artikel 105 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft, um zur Verwirklichung der Ziele der Gemeinschaft beizutragen. Es war klar, dass die Einführung einer Gemeinschaftswährung für Deutschland nur möglich sein konnte, weil sich das im Maastrichter Vertrag vereinbarte Statut der Europäischen Zentralbank eng an das Modell der Bundesbank anlehnte (Issing 2008, S. 20 und S. 51).

Während sich in Deutschland der Schwerpunkt der Diskussion über die Rolle der Zentralbank auf ihre Unabhängigkeit konzentrierte, wurde die internationale Debatte um die Bedeutung von Erwartungen und Glaubwürdigkeit der Geldpolitik geführt (Alesina; Summers 1993). Erwartungstreue und Glaubwürdigkeit bilden die Grundlage für die Fähigkeit der Zentralbank zur Erreichung ihrer Preisstabilitätsvorgaben.

Unabhängigkeit auf der einen Seite, Glaubwürdigkeit in ihrem stabilitätspolitischen Handeln auf der anderen Seite, bedingen von daher ein Eurosystem, das allein die Verantwortung für die Geldpolitik übernimmt. So gesehen ist es kein Wunder, wenn die Europäische Zentralbank das Herzstück bildet. Entscheidungsfindung und Rechtsetzung sind grundsätzlich zentralisiert. Nationale Zentralbanken sind ihr funktional untergeordnet, um sicherzustellen, „dass das Eurosystem mit Blick auf die Umsetzung der Ziele des EG-Vertrages als Einheit effizient agieren kann“ (EZB 1999, S. 61).

Die Konzeption einer Europäischen Zentralbank und mit ihr des Systems der Europäischen Zentralbanken, unabhängig von den Einflüssen der nationalen Politikakteure, lässt sich als eine intellektuelle Revolution (Geppert 2013, S. 69) interpretieren. Offenbar war es gelungen, insbesondere Frankreich und Großbritannien davon zu überzeugen, dass der Erfolg der Deutschen Bundesbank in der Vergangenheit ihrer Unabhängigkeit zu verdanken war. Die deutsche Bundesregierung gab mit der Europäisierung der Geldpolitik per Gesetz machtpolitische Kompetenzen ab, die sie allerdings faktisch ohnehin nicht für sich beanspruchen konnte, weil ihr eine politisch unabhängige Bundesbank gegenüberstand. Demgegenüber mussten andere Euroländer nun tatsächlich auf eigene Kompetenzen verzichten, zum einen gegenüber ihrer eigenen Zentralbank, zum anderen gegenüber einer neu geschaffenen supranationalen Organisation. Die gesetzlich garantierte Unabhängigkeit der Zentralbank von der Arena der politischen Auseinandersetzungen hat freilich ihren politischen Preis: der Handlungsrahmen muss eingegrenzt werden, innerhalb dessen Unabhängigkeit gilt, und dies bedeutet

³ „Als die Frage diskutiert wurde, inwieweit die EZB über die nötigen Instrumente verfüge, um die Gefahr einer Deflation zu bekämpfen, galt es klarzustellen, dass die EZB im Rahmen ihrer Geldpolitik am Sekundärmarkt grundsätzlich unbegrenzt Titel, auch solche des Staates, ankaufen kann“ (Issing 2008, S. 49).

die Festlegung auf die Geldpolitik des Euro-Währungsgebietes. Andere Politikfelder, namentlich die Finanzpolitik, wären somit trennscharf abzugrenzen vom Verantwortungsbereich einer Zentralbank.

Die Besonderheit der Europäisierung der Geldpolitik besteht im vollständigen Fehlen kollektiver Akteure, die sich in der Prinzipal-Agentbeziehung als Gegenpart erweisen könnten: Nationalstaatliche Regierungen, Ecofin-Rat, Europäische Kommission, Parlament oder politische Intermediäre, wie Verbände oder Organisationen, gar Gewerkschaften, bilden keine Prinzipale. So entsteht bei aller Rhetorik der EZB um die Einbettung der Verantwortung ihrer Entscheidungen in ein demokratisches Legitimationssystem jene Machtasymmetrie zwischen einer europäischen Geldpolitik und der (wirtschafts)politischen Öffentlichkeit, die es erst möglich macht, dass eine Zentralbank sich in Zeiten der Krise ungeahnte und auch ungeplante Handlungsspielräume nimmt, die sie dann auch auszunutzen vermag. Eine neue supranationale Organisation ist entstanden, die in Gestalt des Zentralbankpräsidiums alle Macht in ihren Händen hält. Ihre Aufgabe begreift sie, ganz in der Tradition der deutschen Bundesbank, ökonomisch konservativ in der Sicherstellung der Geldwertstabilität.⁴

4. Unkonventionelle Geldpolitik in der Krise

Die ersten Jahre nach Gründung der EZB verschafften ihr eine trügerische Ruhe. Sie wurde insbesondere dadurch begründet, dass eine Europäische Währungsunion ganz nach den Vorstellungen eines optimalen Währungsraums zunächst von homogenen Bedingungen auf Finanzmärkten ausging mit entsprechend niedrigen und homogenen Finanzierungskosten. Stabile, effiziente und hinreichend zinselastische Kapitalmärkte sorgten zunächst tatsächlich für einen reibungslosen Transmissionsprozess der Geldpolitik. Dieser hat sich aber in der Finanzkrise 2007/08 als beträchtlich heterogen erwiesen. Sinkende Zinsen, geringe Zinsunterschiede zwischen den Staatsanleihen und der Wegfall von Wechselkursrisiken begründeten zu Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion haushaltspolitische, makroökonomische und finanzielle Ungleichgewichte. Eine Unterbewertung von Risiken durch die Finanzmarktteilnehmer, nicht zuletzt in Bezug auf solide und tragfähige öffentliche Finanzen, tat ein Übriges. Die in Deutschland entstandenen Leistungsbilanzüberschüsse flossen ihrerseits in Form von Auslandskrediten deutscher Banken an die Schuldnerländer. Sie konnten dort höhere Renditen erwirtschaften als im eigenen Land. Rettungspakete nach Ausbruch der Krise waren so gesehen auch immer Hilfen für die in den Schuldnerländern engagierten eigenen Banken.

Bei Ausbruch der Krise war deutlich geworden, dass Ungleichgewichte zwischen den Marktteilnehmern auf Dauer nicht mehr tragbar waren. Eine Neubewertung von Risiken war dringend notwendig geworden. Der Sachverständigenrat beschrieb diesen Prozess als einen kaskadenartigen Verfall von Vermögenswerten (SVR

⁴ So findet sich die Forderung nach einer explizit konservativen Ausrichtung von Zentralbankpolitikern, gemessen an der herausgehobenen Stellung der monetären Inflationsbekämpfung, beispielsweise bei Rogoff (1985).

2008/09, TZ 173). Die Finanzmarktintegration geriet ins Stocken, da sich die Kapitalströme im Euroraum umkehrten. Aufgrund der destabilisierenden und sich selbst verstärkenden Wirkungszusammenhänge zwischen den sich verschlechternden öffentlichen Finanzen, der schweren wirtschaftlichen Rezession und den fragilen Bankbilanzen kam es in einigen Ländern zu einer negativen Rückkopplung zwischen haushaltspolitischen, realwirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen.

Ein glaubwürdiger und zugleich effizienter Sicherungsmechanismus existierte nicht. Realwirtschaft, Bankensektor und Staatsanleihemärkte sind über Wirkungskanäle miteinander verflochten. So führen verschlechterte makroökonomische Rahmenbedingungen zu einer geringeren Kreditvergabe mit der Folge von Ertrageinbrüchen im Bankensektor. Zugleich kommt es zu einer Zunahme an Risiken für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, die sich wiederum in höheren Renditen für Staatsanleihen widerspiegeln. In dieser Situation gestaltete es sich schwierig, die Negativspirale in einer Währungsunion zu durchbrechen, und das auch noch in einer Situation, in der zwar die Geldpolitik auf europäischer Ebene stattfindet, die übrige Wirtschaftspolitik hingegen weiter Sache der Mitgliedstaaten ist (EZB 2012, S. 70 f.). In dieses Krisenumfeld war der Beginn neuer, bislang nicht praktizierter Maßnahmen von Notenbanken und Regierungen eingebettet (SVR 2008, TZ 34 ff). Durch weitreichende Liquiditätshilfen und Zinssenkungen haben die nationalen Zentralbanken dafür gesorgt, dass die Banken auch unter den Bedingungen eines nicht mehr existierenden Interbankenmarktes ihren Zahlungsverpflichtungen nachkommen konnten. Die Aufgabe der Regierungen bestand darin, Lösungen für auftretende gravierende Solvenzprobleme der Banken zu finden, insbesondere durch die Zuführung von Eigenkapital.

Der Zusammenbruch von Lehman Brothers machte die Finanzkrise manifest. Rasch wurde auch im Privatsektor deutlich, dass gestiegene Arbeitskosten, Immobilienpreise und Leistungsbilanzdefizite in den Ländern mit hohen öffentlichen Verschuldungen auf Dauer nicht mehr tragfähig wurden. Die Finanzkrise erreichte die Realwirtschaft. (EZB 2012, S. 70 f.). Neue Wege und Instrumente der Europäischen Zentralbank, für die es bislang noch keine Lehrbuchvorbilder gegeben hatte, waren das Gebot der Stunde. Im Herbst 2008 stellte die Zentralbank ihr geldpolitisches Standardprogramm um durch Senkung von Mindestbietungssätze bei Zinstendern mit begrenzter Laufzeit auf 1%. Die Laufzeit der Tendergeschäfte wurde auf bis zu 36 Monate ausgeweitet bei einer Vollzuteilung bei Mengentendern. Die Ausweitung der Sicherheiten wurde zugelassen, es gab Ankaufprogramme für Pfandbriefe (covered bonds), das Securities Markets Programme (SMP) zum Ankauf von Staats- und privaten Anleihen über den Sekundärmarkt und schließlich als Ersatz für das SMP die Ankündigung spezieller Offenmarktgeschäfte zur Reduzierung der Zinsen für Staatstitel in Krisenstaaten in Form von Outright Monetary Transactions vom September 2012.

Es war die inzwischen zum geflügelten Wort gewandelte Aussage des EZB-Präsidenten vom Juli 2012, innerhalb des Mandats der EZB alles Erforderliche zu tun, um den Euro zu erhalten, „whatever it takes“, die gleichermaßen zur Bewährungs-

wie zur Belastungsprobe für die EZB geworden ist. Es bedurfte lediglich der OMT-Programmankündigung des unbegrenzten Ankaufs von Staatsschuldtiteln auf dem Sekundärmarkt mit einer Laufzeit von drei Jahren, um, wie inzwischen vorliegende Studien nachweisen, für einen Rückgang der Renditen von südeuropäischen Staatsanleihen zu sorgen (Casiraghi, M. u.a. 2013). Damit erreichte die Zentralbank genau das, was sie als Begründung für die Ankündigung von OMT ins Feld geführt hatte: eine Behebung von Störungen im Transmissionsprozess des Geldes (Demary;Matthes 2013, S. 7 ff.). Insbesondere geht es darum, dass die Banken in den Krisenländern die Leitzinssenkungen der EZB nicht an die Realwirtschaft weitergegeben haben. Das zentrale Element der OMTs, so die EZB in ihrer Bewertung der Transmissionsstörungen, sei es, „die Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft besser mit den Leitzinsen der EZB in Einklang zu bringen“ (EZB Monatsbericht September 2012, S. 10).

Seit Anfang 2015 hat die EZB einen weiteren Schritt für eine lockere Geldpolitik vollzogen. Im Rahmen des quantitative easing werden bis Ende 2016 mehr als 1 Billion Euro in Form von Staatsanleihen und Anleihen von privaten Schuldnern auf dem Sekundärmarkt gekauft. Das Ziel ist dabei die Anhebung der Inflationsrate auf die Zielmarke von 2%, eine Ausweitung der Geldbasis und eine Senkung der Realzinsen als Rahmenwerk zur Ausweitung realwirtschaftlicher Aktivitäten.

Mit der Verabschiedung des ESM durch den Deutschen Bundestag im Juni 2012, der Ankündigung des OMT durch die Europäische Zentralbank und durch das Ankaufprogramm für staatliche und private Anleihen vom März 2015 sind weitreichende Kontroversen um die Frage nach der Zulässigkeit von Staatsgarantien im Rahmen des Europäischen Stabilitätsmechanismus ESM und nach dem Mandat der Europäischen Zentralbank aufgebrochen, die Gegenstand verfassungsrechtlicher Klagen geworden sind. Zumindest der Umstand, dass es zu einem Grundsatzstreit über das Mandat der europäischen Zentralbank, oder allgemeiner gesprochen – einer Zentralbank – gekommen ist, überrascht. Schließlich stehen, nimmt man Barings Überlegungen zum Ausgangspunkt einer Theorie der Zentralbank, nicht weniger als 200 Jahre Theorie- und Realgeschichte des Zentralbankwesens zur Debatte. Genügend Zeit, sollte man meinen, um zu einem allgemein akzeptierten Konsens über die Rolle von Zentralbanken zu kommen. Wenn diese Zeit nicht ausgereicht hat, kann es auch grundsätzlich keinen Konsens darüber geben, was eigentlich eine Zentralbank ist, auch nicht eine Europäische Zentralbank. Es ist offenbar ein nicht im Diskurs klärbarer Streit über grundlegende Eigenschaften eines ökonomischen Regimes aus Geld- und Gütersphäre oder allgemeiner gesprochen über die Gültigkeit der klassischen Dichotomie, ähnlich dem wie über die Stabilitätseigenschaften eines marktwirtschaftlichen Systems.⁵

5. Der Gläubiger der letzten Instanz

⁵ Vgl. dazu als weiteres Beispiel den anhaltenden Grundsatzstreit zwischen der Deutschen Bundesbank und der Europäischen Zentralbank über das Verhältnis von Zentralbankgeldmenge, Geldmenge und Inflation, zuletzt wieder aufgeflammt im Zuge der Niedrigzinspolitik der EZB zur Abwehr möglicher Deflationsgefahren (Winkler 2014).

Halten wir noch einmal fest: Ausgangspunkt war die Tatsache, dass im Verlauf der Euro-Schuldenkrise die EZB sich gezwungen sah, zu unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen zu greifen. Die EZB sah sich dabei einem Teufelskreis aus Banken-, makroökonomischer und Staatsschuldenkrise gegenüber (SVR 2012/13, TZ 107), die sich als eine schwere Vertrauenskrise über den Fortbestand der Währungsunion ausdrückte. Die OMTs sollten dazu beitragen, den geldpolitischen Beschlüssen der Zentralbank zu ihrer realen Wirkung zu verhelfen. Sie hat dabei für die Staaten des Euroraums Funktionen eines lenders of last resort übernommen. Eng damit verbunden ist die strittige Frage, inwieweit durch die Übernahme der lender of last resort-Funktion statt einer fiskalischen Finanzierung über Steuern und Kredite eine verbotene monetäre Staatsfinanzierung einhergeht. Die technische Ausgestaltung der OMTs⁶ sieht einen Verzicht auf den Senioritätsstatus bei der Gläubigerreihenfolge vor, so dass die EZB beim Kauf von Staatsanleihen Ausfallrisiken übernimmt. Die Umschichtung von Gläubigerrisiken auf die EZB, so der Verdacht, könne eine Versicherung gegen Ausfallrisiken durch die EZB und damit eine Überwindung der Trennlinie zwischen Geld- und Fiskalpolitik bedeuten. Die EZB könne so in eine fiskalische Dominanz geraten (SVR 2013/14, TZ 30).⁷ Und schließlich: Wenn die Trennlinie zwischen Geld- und Fiskalpolitik erst einmal überwunden ist, wer ist dann der finanzpolitische Akteur, der innerhalb der makroökonomischen Arbeitsteilung für die Einkommens- und Beschäftigungspolitik zuständig ist? Wird die EZB nicht nur zum lender of last resort, sondern, zugespitzt, gar zum employer of last resort?

Von politischen Einflüssen unabhängiger Garant der Preisstabilität und des geldpolitischen Transmissionsmechanismus, Krisenhelfer der letzten Instanz, lender oder gar employer of last resort, monetärer Staatsfinanzierer, geld- und zugleich fiskalpolitischer Akteur: allesamt Stichworte, die die Frage nach dem Mandat der Europäischen Zentralbank provozieren. Die Frage nach dem Mandat der Zentralbank betrifft zum einen die Maßnahmen, die die Zentralbank in Ausübung der ihr zugewiesenen Rolle tätigt, sie ist aber auch eine Frage nach der ihr zugrundeliegenden Philosophie, innerhalb derer die Zentralbank ihre Rolle ausfüllt. Um diese Metafrage, um das Rollenverständnis, genauer, die des lenders of last resort, soll es im Folgenden gehen.

Was weder Bagehot noch Baring noch Thornton in ihren Pionierüberlegungen zu einem lender of last resort berücksichtigen konnten, war zum ersten die Frage nach den Refinanzierungsquellen eines lenders of last resort, zum zweiten die Frage nach dem Adressaten – ausschließlich Banken oder auch ganze Staaten – eines lenders of last resort und zum dritten die Frage nach ihren Dimensionen in einer internationalisierten Welt. Nur soviel ist klar: Bagehots berühmte Regel, dass

⁶ Vgl. dazu im Einzelnen: Europäische Zentralbank. Pressemitteilung zu den technischen Merkmalen der geldpolitischen Outright-Geschäfte vom 6.9.2012

⁷ Der Begriff der fiskalischen Dominanz ist auch vom Präsidenten der Deutschen Bundesbank aufgegriffen worden im Sinne eines Drucks auf die Zentralbank, die Geldpolitik so auszugestalten, dass die Solvenz des Staates sichergestellt ist. Wesentlicher Treiber der fiskalischen Dominanz ist dabei eine inflationsinduzierte Entwertung der Schulden (Weidmann 2013).

Kredite nur gegen solide Sicherheiten vergeben werden sollten in einer Höhe, „ganz nach den Ansprüchen des Publikums“ (Bagehot 1874, S. 102), wendet sich zum einen gegen ein moral hazard seitens der Geschäftsbanken, aber zugleich auch von Staaten, allzu leichtfertig nach fremder Liquidität zu rufen, wenn sie durch eigene Schuld das Vertrauen in die Beständigkeit ihrer eigenen Liquiditätszusagen zerstört hat (De Grauwe 2013, S. 528). Zugleich ist es ein Votum gegen die Gewährung von Krediten an Banken seitens eines staatlichen lenders of last resort. Die Bank von England, so seine Grundüberzeugung, sei ausschließlich sich selbst gegenüber rechenschaftspflichtig und gehöre frei von politischen Zwängen (Bagehot 1874, Kapitel 8). Weniger klar sind die Refinanzierungsquellen für die Kredite. An erstklassigen Sicherheiten, an die Bagehot gedacht hatte, sollte es keinen Mangel geben. Schließlich seien es ja nur einzelne Kreditinstitute, die es vor der Illiquidität in Zeiten der Panik des bank run, aber keineswegs vor einer selbstverschuldeten Insolvenz zu retten gelte, und nicht das gesamte Finanzwesen einer Volkswirtschaft. Was aber passiert, wenn das gesamte Finanzwesen auf der Kippe steht, war nicht Gegenstand seiner Erörterungen

Grundsätzlich kann ein Gläubiger der letzten Instanz Liquidität in seiner eigenen Währung in beliebiger Höhe bereit halten, immer vorausgesetzt, die Bonitätsregeln für die Akzeptanz von beleihungsfähigen Sicherheiten können gewährleistet sein. Von daher besteht kein Grund zu der Annahme, dass die Eigenkapitalbasis einer Zentralbank den Engpass für eine Refinanzierung von Geschäftsbanken in einer Situation des lenders of last resort bilden könnte.

Allerdings setzt dies voraus, dass eine Zentralbank sich ganz bewusst mit den Risiken auseinandersetzen hat, die aus Verlusten entstehen, wenn die Schuldner ihren Schuldendienst nicht bedienen können, konkret, wenn der Staat den Rückzahlungsverpflichtungen seiner Bonds gegenüber dem Bankensystem nicht nachkommen kann. Zum einen ist da natürlich die Bagehot-Regel zu beachten, die den Schuldner im Falle eines lenders of last resort mit einer Risikoprämie bestraft. Zum anderen gibt es ja nicht nur die Risiken im Ankauf von staatlichen Papieren, sondern ebenso bei Marktpapieren von seiten des privaten Sektors. Wenn es Befürchtungen geben sollte, mit der Übernahme der Funktion des lenders of last resort sei eine Zentralbank nunmehr Gefangene der staatlichen Schuldendynamik wegen der schlechten Risiken, für die sie nun gerade stehen müsse, dann treffen diese Befürchtungen auch auf jede andere Offenmarktpolitik einer Zentralbank (De Grauwe 2013, S. 525). Zentralbanken benötigen keine Eigenkapitalbasis, weil sie nicht pleite gehen können. Sie sind niemandem gegenüber zahlungspflichtig, wenn ihre Schuldner ihrerseits ihren Rückzahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen können. Ihre Verlustgrenze ist lediglich dem Ziel der Preisniveaustabilität gegenüber geschuldet. In den gegenwärtigen Zeiten historisch niedriger Preissteigerungsraten ist die europäische Zentralbank weit davon entfernt, ihre Verpflichtungen zur Sicherung des Geldwerts zu verfehlen. Trotzdem ist damit nicht die Frage abschließend geklärt, wie denn mit den entstandenen Verlusten einer Zentralbank umzugehen ist, auch wenn sie sich ihrerseits nicht in ein Schuldverhältnis Dritten gegenüber begeben hat. Zum einen sind es Seignorage-Effekte in Form von Bilanzverlusten. Sie entstehen als Folge der Gewinnausfälle, weil ihr die Einnahmen

aus ihren verzinsten Geldschöpfungsaktivitäten fehlen. Dem Staat fehlen somit die abgeführten Zentralbankgewinne. Ob zum anderen staatliche Rekapitalisierungsanstrengungen für eine Zentralbank notwendig werden, hängt wiederum von den Reaktionen der Marktteilnehmer ab, die das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit einer Zentralbank durch Preiserwartungen honorieren. In jedem Fall aber erzeugen monetäre Entscheidungen der Zentralbank in ihrer Rolle als lender of last resort immer auch fiskalische Effekte für den Steuerstaat.

Der Euroraum hat sich als besonders anfällig für sich selbst erfüllende Bankenrisiken erwiesen. Zu Beginn der Krise traten Kapitalabflüsse insbesondere aus den Krisenländern Griechenland, Irland, Portugal sowie Spanien und Italien auf. Die Gefahr eines Auseinanderbrechens der Währungsunion wurde konkreter. In dieser Situation verfügten weder die fiskalischen noch die geldpolitischen Instanzen über geeignete Instrumente, um die negative Spirale sich selbsterfüllender Erwartungen an den Finanzmärkten zu durchbrechen – vor allem, weil die Aufteilung potentieller Lasten und die mit der Inanspruchnahme verknüpften Bedingungen nicht klar geregelt waren (Illing; König 2014, S. 552). Die Funktion als lender of last resort der EZB war gehemmt durch den fehlenden fiskalischen Rückhalt der EZB. Die Übernahme von Funktionen eines lenders of last resort durch eine Zentralbank muss von daher ein fiskalisches Gegenüber haben, der das Solvenzrisiko letztlich trägt. Finanzstabilität seitens des Staates und Preisstabilität seitens der Zentralbank werden damit zu komplementären Politikfeldern (Winkler 2015).

Oggleich sich die Funktion des lender of last resort nach den klassischen Vorstellungen auf die Sicherung der Zahlungsfähigkeit von Banken bezog, hat die Finanzkrise die Erkenntnis offenbart, dass eine Zentralbank auch als lender of last resort gegenüber Staaten agiert. Artikel 123 und Artikel 125 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) verbieten explizit ein Bail-out und eine Staatsfinanzierung durch die EZB. So gesehen, ist die Grenzziehung eindeutig. Weniger eindeutig ist allerdings die Funktion eines lenders of last resort gegenüber Banken, die bislang ohne eine explizite Regelung ist. Lediglich gegenüber den Staaten ist das moralische Risiko explizit ausgesprochen. Die Asymmetrie in den Regelungen zwischen Banken und Staaten ist es sicherlich, die den Anstoß für eine europäische Bankenunion gegeben hat (Smeets; Schmid 2014, S. 54).

Eine weitere neue Erfahrung der Finanzkrise 2007 bis 2009 war es wiederum, dass international agierende Banken Liquidität in fremden Währungen benötigen. So gehört es zu den geldpolitischen Erneuerungen von Zentralbanken in der Krise, ausländische Banken mit inländischer Liquidität zu versorgen in Zeiten, in denen der Interbankenmarkt in eine Krise geriet. Banken finanzieren langlaufende, illiquide und auch nichtmarktfähige Anlage nicht unbedingt fristenkongruent, sondern auch über kurzfristige Verbindlichkeiten. Dies macht Banken anfällig (Illing; König 2014, S. 542). Bei Schönwetter ist das kein Problem, aber dies macht Banken fragil, vor allem wenn Zahlungsschwierigkeiten einer Bank bekannt werden oder sogar eine Insolvenz befürchtet werden muss, da in einem solchen Fall auch der Zugang zum Interbankenmarkt versperrt ist.

Im Falle einer systemischen Krise kann sogar der gesamte Interbankenmarkt zusammen brechen. Zur Sicherung der Zahlungsfähigkeit sind einzelne Banken oder unter Umständen sogar der gesamte Markt gezwungen, Anlagen auch unterhalb der Fundamentalwerte zu veräußern. Hierdurch wird eine Abwärtsspirale bei der Preisentwicklung der Aktiva in Gang gesetzt und es drohen erhebliche einzel- und gesamtwirtschaftliche Verluste, so dass aus den Liquiditätsschwierigkeiten einzelner Banken ein Solvenzproblem für ein gesamtes Bankensystem oder gar ganzer Staaten entstehen kann (Goodhart 2002, S. 229 ff.).

Insbesondere das Federal Reserve System der USA hat sich als Pionier auf diese Weise zum globalen Gläubiger der letzten Instanz für US-Dollars erwiesen. Darin könnte durchaus ein Indiz dafür liegen, dass anstelle von nationalen Zentralbanken künftig der IWF in die Rolle eines weltweiten lenders of last resort schlüpfen könnte angesichts der Tatsache, dass die Kreditzusagen sich während der Finanzkrise verdreifachten als Reaktion von Störungen im internationalen Zusammenspiel von Geschäftsbanken (Obstfeld, Shambaugh, Taylor 2009).

Die Legitimität einer politischen Institution ist unmittelbar verknüpft mit ihren Aufgaben. Die Aufgaben einer Zentralbank sind das Vertrauen in eine Geldwirtschaft, d.h. das Vertrauen in die Werthaltigkeit von Liquidität, zu schaffen und zu erhalten. Die von einer Zentralbank emittierten Geldnoten benötigen das Vertrauen des Publikums in ihre reale Äquivalenz.

Darin liegt der legitimatorische Hintergrund für die Technik der Bilanzverlängerung einer Zentralbank durch einen Aktiv-Passiv-Tausch von Geld gegen beleihungsfähiges Eigentum.

Das haben die Pioniere des Zentralbankwesens, allen voran Baring und Bagehot, eindrücklich geschildert. Dafür, und nur dafür, war ihnen das Instrument des lenders of last resort recht. Wenn Vertrauen in Geld zur entscheidenden Stellgröße für das Funktionieren einer modernen Wirtschaft wird, lässt sich auf der anderen Seite der Einbruch der Finanzkrise in die Realwirtschaft als ein fundamentaler Einbruch in ein entstandenes Vertrauensverhältnis von monetärer zu realer Sphäre interpretieren.

Fehlendes Vertrauen und die Ungewissheit über die politische und monetäre Zukunft haben insbesondere in den südlichen Peripherieländern der Eurozone Investitionen unattraktiv gemacht, das Konsumverhalten der Bürger negativ beeinflusst und zu Kapitalabflüssen aus den Krisenländern geführt. Diese Abwärtsspirale, den „Teufelskreis aus Banken-, Staatsschulden- und makroökonomischer Krise“ (SVR 2012/13, TZ 107) zu durchbrechen, sei eine zentrale Herausforderung der Politik.

Somit geht es eine zentrale Frage der Wirtschaftspolitik: Wie gelingt es, Vertrauen in das wirtschaftliche Handeln zu schaffen? Die Diskussion um die Rolle der Zentralbank hatte dies auf ihre Weise bereits beantwortet: Durch ihre Funktion als lender of last resort. Sie hat gerade zu stehen, wenn das Publikum durch eine Panik die Geldreserven von Geschäftsbanken leer räumt. Der Geldschein eines Bürgers in der Verwahrung einer Bank darf nicht zu einem wertlosen Versprechen auf Werthaltigkeit werden, sondern muss eingelöst werden, wenn in der Geldwirtschaft Vertrauen herrschen soll. Was ist nun mit dem Versprechen auf den Erhalt einer

einmal geschaffenen Währungsunion? Wer ist hier Garant des Vertrauens in eine Währungsordnung? Dies kann, wenn man das Prinzip des lenders of last resort gelten lässt, nur die EZB leisten. Sie hätte somit dafür zu sorgen, dass es nicht zu einem bank run in einem Teilsystem ihres Gefüges, dem ESZB, kommt und damit zu einer Gefahr für die Eurozone. Winkler (2013, S. 210) hat zurecht darauf hingewiesen, dass in dem Fall, dass sich die Bundesbank mit ihrem Primat des Haftungsprinzips gegenüber den Schuldnerländern in der Eurokrise durchgesetzt hätte, dies nur um den Preis des Zusammenbruchs des Finanzsystems – und im speziellen Fall der Eurozone: des Währungssystems geschehen wäre. Dieser Preis war offensichtlich der Europäischen Zentralbank zu hoch.

Der Streit um das Mandat der Europäischen Zentralbank ist somit ein Streit um historisch gewachsene und begründete Merkmale einer Zentralbank. Untrennbar mit der Entwicklung der Zentralbank in moderner Form verbunden ist ihr Auftrag zur Sicherung des Geldwertes. Dieser kann aber nur gesichert werden, wenn das Publikum Vertrauen in die Fähigkeit der Zentralbank setzt, dieses auch im Krisenfall, und das ist der bank run, sicherzustellen. Erst das Vertrauen in die Fähigkeiten zur unbegrenzten Intervention macht ein Zentralbankhandeln glaubwürdig. Dies ist die alleinige Funktion eines lenders of last resort, dessen Idee nunmehr vor mehr als zweihundert Jahren geboren wurde. Diese Idee hat Draghi in seiner berühmten Londoner Rede 2012 lediglich noch einmal in das Bewusstsein der Öffentlichkeit gebracht. Für die EZB schien es somit offenbar, dass für die Aufrechterhaltung der Stabilität der Europäischen Währungsunion ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit unabdingbare Voraussetzung ist. Diese Glaubwürdigkeit setzt die Fähigkeit voraus, gegebenenfalls unbegrenzt Liquidität bereit zu stellen, damit „Marktteilnehmer sich nicht spekulativ gegen das Handeln der Zentralbank stellen“ (Fratzcher, 2013, S. 447).

Schaffung von Vertrauen oder die Durchsetzung von Haftung in Zeiten der Krise: dies sind die zu entscheidenden Prinzipien der Wirtschaftspolitik. Glaubwürdigkeit ist somit nicht auf die Durchsetzung von Haftung reduziert, sondern nur denkbar mit der Bildung von Vertrauen. Sie ergeben nur gemeinsam Sinn.

In einer historisch bedeutenden Situation, in der die Irreversibilität des Eurosystems auf dem Spiel steht, können geldpolitische Maßnahmen nur auf das Ziel der Finanzstabilität abzielen als notwendige Voraussetzung für Preisstabilität. Erst in einem umfassenden Sinn einer Vertrauensschaffung in die Zukunft der von ihr zu sichernden Stabilität der Geldverfassung gewinnt die Zentralbank Glaubwürdigkeit.

Es wäre ein untauglicher Versuch der Zentralbank gewesen, in der Krise als alleiniges Prinzip zur Durchsetzung von Glaubwürdigkeit auf die Einhaltung von Ordnungen des No bail out und damit auf die Zurückweisung jeglicher Gemeinschaftshaftung zu pochen, auch wenn sie konditional formuliert wäre. Im Gegenteil: erst die Verletzung des Haftungsprinzips in der Krise sorgte für deren Bewältigung. Es ist wie in der preußischen Heeresordnung. Sie taugt nichts, wenn ihre Befolgung die Niederlage und nicht den Sieg verheißt würde.

Etwas weniger kriegerisch gewendet: Die Durchsetzung von Haftungsregelungen brachte eine Erosion des Eurosystems mit sich. Gläubiger sollten für ihr

Fehlverhalten haften, ganz wie bei einem Schuldenschnitt. Was das bedeutet, hat das griechische Beispiel gezeigt: eine Flucht aus Anleihen von Eurostaaten, die ein Verlustrisiko trugen. Stattdessen wurden Papiere sicherer Staaten nachgefragt. Die Folge: Hohe Risikoprämien und negative Targetsalden in Krisenländern, niedrige Zinssätze und positive Targetsalden in Gläubigerländern, insbesondere Deutschland. Erst das OMT-Programm hat diese Schieflage beseitigen können.

Vertrauensbildung durch Regelbruch, um anschließend die Regeln wieder zu installieren: das ist der Wesensgehalt der politischen Agenda einer Währungsunion inmitten ihrer größten Bewährungsprobe.

Natürlich sind Fragen zu stellen: Die wichtigste zuerst: Wie häufig kann man ein derartiges Verhalten wiederholen? Eine klare Antwort scheint notwendig: Mit sicherem Erfolg kein weiteres Mal. Wenn Marktakteure antizipieren, dass ihnen im Zweifel die Kosten ihres Handelns nicht in Rechnung gestellt werden, dürfte es vorbei sein mit der Legitimation für eine Vergemeinschaftung der Haftung. Vertrauen lässt sich nicht beliebig häufig abrufen, wenn auf der anderen Seite die Haftung nicht ernst genommen wird.

Die zweite wichtige Frage betrifft die Legitimation für die Entscheidungen, die zwar Vertrauen geschaffen haben, aber sich den Vorwurf einhandeln müssen, am Regelwerk der Ordnungen vorbei getroffen worden zu sein. Soviel scheint klar: Preisstabilität und mit ihr verbunden Finanzstabilität sind öffentliche Güter. Sie stehen nicht in Rivalität mit dem Konsum anderer Güter, niemand soll und kann davon ausgeschlossen werden, auch nicht die Trittbrettfahrer. Dies könnte den Legitimationshintergrund für die von der Zentralbank verfolgte Politik der Regelverletzung gebildet haben.

Die dritte Frage betrifft die Akteure, die die Legitimation für ein Primat der Finanzstabilität geschaffen haben. Denn auch dies ist klar: Die Zentralbank befindet sich inzwischen in einer Situation, in der sie Verantwortung für Aufgaben übernimmt, die eigentlich in das Ressort der Finanz- oder der Wirtschaftspolitik fällt. Die Kritik an der Mandatsauslegung der Europäischen Zentralbank in Zeiten von ESM und OMT ist somit auch eine Kritik an der fehlenden Wahrnehmung der Verantwortung anderer Akteure für eine europäische Finanzstabilität (Fratzcher, 2013, S. 447).

In ähnlicher Weise formuliert die Europäische Zentralbank ihre kritische Haltung gegenüber den nationalstaatlichen Politikverantwortungen. So weist sie darauf hin, dass die Geldpolitik im Interesse der Beseitigung von Kreditklemmen vor allem in südlichen Ländern der Währungsunion die Leitzinsen niedrig halte und zum Kauf gebündelter Unternehmensanleihen in Form von ABS übergegangen sei. Faktisch wird damit das Investitionsrisiko an die EZB ausgelagert. Im Gegenzug erwartet sie von der Finanzpolitik der Mitgliedsländer wachstumsfreundliche Impulse durch Umsteuerung von konsumtiven in investive Ausgaben.

Fassen wir zusammen: Es fehlte bislang an effizienter europäischer Bankenaufsicht und Bankenregulierung, an funktionierenden fiskalischen Regeln und an wirtschaftspolitischer Koordination. In dieser Situation herrscht durch das Eingreifen der

Zentralbank in das Stabilitätsgeschehen das Modell einer „Elitensouveränität“ (Nullmeier 2013) als Legitimationssystem. Jenseits von allokativer Effizienz und demokratischer Egalität orientiert sich eine gleichermaßen politische wie ökonomische Legitimation damit an der Delegation von Entscheidungen an Eliten, die sich an den Maßstäben der Verantwortlichkeit, Transparenz, Argumentativität und Diskursethik orientiert. „In perfekter Weise gegen die Einflüsse demokratischer Inputs abgeschirmt“, nahm diese Elite gar die Gestalt eines „autoritären Expertenregimes“ aus EZB, Troika und Eurogruppe (Scharpf, 2014, S. 36) an, dessen Handeln ausschließlich auf die Funktionsfähigkeit des ökonomischen und politischen Systems in Normal- wie in Krisenzeiten abzielt. Das Ergebnis ist durchaus paradox zu nennen. Statt eines breiten politischen Akteurskonsenses zwischen den Eurostaaten ist es die Europäische Zentralbank, die mit ihrem Mandat jeder direkten oder indirekten demokratischen Verantwortlichkeit entzogen ist, und nun zum entscheidenden Motor der Euro-Rettung wird.

Eine dem modernen demokratischen Staatsverständnis ferne unabhängige Institution übernimmt eine Agenda staatlichen Handelns. Keynes nannte in seiner Schrift „Das Ende des Laissez-Faire“ damit die Übernahme gerade jener Aufgaben, die sonst niemand, auch der Markt nicht, übernimmt (Keynes 2011, S. 47). Die Bereitstellung des öffentlichen Gutes „Finanzstabilität“ wird somit nicht in die Hände eines Volkssouveräns, sondern eines Elitensouveräns in Gestalt einer supranationalen Organisation gelegt, die offenbar mit einer höheren Einsicht in die wirtschaftspolitischen Notwendigkeiten ausgestattet ist als der Markt mitsamt seinen Akteuren.

6. Auf dem Weg zum ständigen Gläubiger der letzten Instanz ?

Grundsatzdebatten beherrschen nach wie vor die geldpolitische Diskussion. Programme wie das OMT, das quantitative easing und die Gewährung von Notfallkrediten (emergency liquidity assistance) gegenüber solventen, aber vorübergehend illiquiden Geschäftsbanken, haben schwerwiegende Fragen nach der monetären Staatsfinanzierung hervorgebracht. Worum es immer wieder auch ging, waren pragmatische Wege innerhalb eines Krisenmanagements, um Zeit für Reformen zu geben, ohne Reformdruck zu nehmen (SVR 2015, S. 25).

Die Konfliktlage zwischen der EZB als Akteur der monetären Lockerung und der Deutschen Bundesbank als Bedenkenträger gegenüber einer möglicherweise aufgestauten Inflation ist seit Ausbruch der Finanzkrise 2008 unverändert. Offenbar beherrschen unterschiedliche Grundüberzeugungen nach wie vor die makroökonomische Debatte um das Verhältnis von monetärer und realer Sphäre.

Historische Vergleiche bieten sich an. In einer breit angelegten Studie über die Geschichte der amerikanischen Geldpolitik haben Milton Friedman und Anna Schwartz (1961, S. 299 ff.) eindrucksvoll dargelegt, dass die Weltwirtschaftskrise nicht zuletzt deshalb einen so dramatischen Verlauf nehmen konnte, weil es die FED versäumte, ihre Rolle als lender of last resort wahrzunehmen. Sie reduzierte ihre Geldbasis in einer Zeit, in der es darauf ankam, das Publikum mit Liquidität zu versorgen aus lauter Angst vor einer drohenden Inflation. Selbstmord aus Angst vor dem Tod, könnte man meinen. Die Funktion des lenders of last resort zu verweigern aus Angst vor Inflation erscheint abwegig in einer Zeit eines massiven

Vermögensverfalls, wie wir ihn in Zeiten von Finanz- und Wirtschaftskrisen erleben.

In der Finanz- und Wirtschaftskrise sind die Rollenzuständigkeiten für die Wirtschaftspolitik gründlich durcheinander geraten. Die Geldpolitik ausschließlich für die monetäre Stabilität verantwortlich zu machen und die Fiskalpolitik für die realwirtschaftliche, erscheint nicht mehr durchhaltbar. Die Wahrnehmung der Funktion als lender of last resort durch die Europäische Zentralbank setzt voraus, dass sie einen fiskalischen Rückhalt (Illing; König 2014) erfährt. Dies bedeutet die Übernahme von fiskalischer Verantwortung durch die europäische Staatengemeinschaft im Falle notwendiger Rekapitalisierungsmaßnahmen der EZB oder der Verteilung der fiskalischen Einnahmeverluste bei ausbleibenden EZB-Gewinnen.

So ist beispielsweise ist nicht geklärt, wie die EZB die Rolle eines lenders of last resort ausfüllen kann für Banken in Ländern, deren Solvenz auf dem Spiel steht. Ein insolventes Land kann nicht Garant der Solvenz von Banken sein. Von daher bedarf es eines gemeinschaftlichen Ordnungsrahmens, der es der EZB möglich macht, die lender of last resort-Funktion auszuüben, auch wenn einzelne Eurostaaten insolvent werden könnten (Winkler 2013, S. 209).

Worum es letztlich geht, ist eine Güterabwägung. Das Geldsystem lebt vom Vertrauen. Wenn das Publikum die Banken stürmt und sein Geld zurückfordert, muss es bedient werden. Dass aus Liquiditätskrisen leicht auch Solvenzkrisen werden können, beide möglicherweise gar nicht scharf voneinander getrennt werden können, ist ebenfalls eine Erfahrung aus der Finanzkrise (Goodhart 2002, S. 229). Dies sollte zu einer Kooperation von Geld- und Fiskalpolitik führen. Finanz- und Preisniveaustabilität gehören zusammen. Dem Fiskalstaat muss klar sein, dass Solvenzprobleme immer auch über Ansteckungsgefahren hohe realwirtschaftliche Kosten zur Folge haben können. Die Legitimität der Zentralbank infrage zu stellen, wenn sie Funktionen eines lenders of last resort übernimmt, und damit eine fiskalische Dominanz erwirbt, bedeutet letztlich einen Prinzipienstreit auszufechten und dabei Ordnungsprinzipien über die Notwendigkeit zur Gewährleistung von Vertrauen in einer monetarisierten Welt zu stellen. Eine Politik des lender of last resort muss notwendigerweise ordnungspolitischen Grundsätzen nach individueller Haftung für Liquiditätskrisen widersprechen. Nach Lage der Dinge wird es immer wieder passieren, dass die Zentralbank zum Gläubiger der letzten Instanz werden wird. Liquiditätskrisen in einem divergenten Gefüge einer Währungsunion wird es auch künftig geben. Die EWWU ist weit entfernt von einem optimalen Währungsraum und hat diesem Umstand durch eine arbeitsteilige Organisation Rechnung zu tragen. Die Europäische Zentralbank wird ihr Mandat zur Wahrung von Preisstabilität in einem Europäischen Währungsraum nur dann erfüllen können, wenn sie fiskalisch nicht ausgebremst wird. Sie benötigt einen klaren fiskalischen Rückhalt durch souveräne fiskalische Haushaltsrechte. Eine Währungsunion ist nur dann auf Dauer tragfähig, wenn sie zugleich auch eine politische Union ist. Sie benötigt dafür die Übertragung von Souveränitätsrechten auf eine europäische Ebene. Dazu gehört auch ein Insolvenzmechanismus für Staaten einer Währungsunion, der für die Tragfähigkeit nationaler Schulden sorgt. Schließlich

kann ein Land innerhalb einer Währungsunion sich nicht mehr in eigener Währung verschulden, ist also einem spezifischen Insolvenzrisiko ausgesetzt. Geeignete Schritte zur Vermeidung einer staatlichen Insolvenz können nur in einer fiskalischen Union bestehen. Anleihen innerhalb eines Euroraums müssen als sicher gelten durch die Verpflichtung zu einer gemeinsamen Haftung. Ein praktikabler Vorschlag könnte in einem Schuldentilgungspakt liegen, nach dem Schulden, die den Referenzwert von 60% des Bruttoinlandsprodukts übersteigen, in einen gemeinsamen Tilgungsfonds mit gemeinschaftlicher Haftung ausgelagert werden.⁸ Für die Verteilung der Wohlfahrtseffekte der Währungsunion bedarf es, ähnlich wie in einem föderalen Bundesstaat, eines fiskalischen Ausgleichssystems. Der deutsche Länderfinanzausgleich könnte ein entsprechendes Vorbild für ein institutionelles Arrangement eines europäischen Finanzausgleichs bilden. Die politische Lehre aus einem lender of last resort kann somit nur sein, dass nicht die Zentralbank zugleich auch zum „lender of last employment“ wird, sondern ihm in Form einer gemeinsamen Kompetenz für Finanzen und Beschäftigung zur Seite gestellt wird. An ihrem Ende steht nicht nur eine gemeinsame Geld-, sondern auch eine gemeinsame Einkommens- und Beschäftigungspolitik. Viel Arbeit nicht nur für eine europäische Zentralbank, sondern auch für ein europäisches Wirtschafts- und Finanzministerium. Vielleicht wäre die Deutsche Bundesbank zufriedengestellt, wenn der zuständige europäische Finanzminister wenigstens aus Deutschland käme.

Literaturverzeichnis

1. **Alesina, A.; Summers, L.H. (1993):** Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25, S. 151-162
2. **Bagehot, W. (1874):** Lombardstreet. Der Weltmarkt des Geldes in den Londoner Bankhäusern, Leipzig
3. **Baring, F. (1797):** Observations on the Establishment of the Bank of England, London. Facsimile Reprint, New York 1967
4. **Cairncross, A. (1988):** The Bank of England: Relationships with the Government, the Civil Service, and Parliament, in: Toniolo, G. (Ed.): *Central Banks' Independence in Historical Perspective*, Berlin, New York, S. 39-72
5. **Casiraghi, M. u.a. (2013):** The impact of unconventional monetary policy on the Italian economy during the sovereign debt crisis, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, Occasional Paper, No. 203, September 2013
6. **Demary, M., Matthes, J. (2013):** EZB auf Abwegen? Teil 1: Die unkonventionelle Geldpolitik der EZB – eine Bestandsaufnahme, *iw policy paper* 13/2013
7. **Draghi, M. (2014):** Keynote speech at the Eurofi Financial Forum, Milan 11 September 2014 http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-318_de.htm
8. **EZB (1999):** Der institutionelle Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken. Europäische Zentralbank, Monatsbericht Juli 1999, S. 59-67

⁸ Der entsprechende Vorschlag wurde erstmals 2011 vom Deutschen Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung vorgestellt (SVR 2011).

9. **EZB (2002)**: Die Rechenschaftspflicht der EZB, Monatsbericht November 2002, S. 49-62
10. **EZB (2002a)**: Transparenz in der Geldpolitik der EZB, Monatsbericht November 2002, S. 63-71
11. **EZB (2012)**: Heterogenität der Finanzierungsbedingungen im Euro-Währungsgebiet und deren politische Implikationen, Monatsbericht August 2012, S. 67-81
12. **EZB (2012a)**: Das Zusammenspiel von Geld- und Finanzpolitik in einer Währungsunion, Monatsbericht Juli 2012, S. 53-68
13. **Fratzcher, M. (2013)**: Zum währungspolitischen Mandat der EZB und möglichen Auswirkungen von Maßnahmen der EZB auf die nationalen Haushalte, in: Wirtschaftsdienst, 93. Jg., S. 445-451
14. **Friedman, M.; Schwartz, A. J. (1961)**: A Monetary History of the United States 1867 – 1960. Princeton
15. **Fuest, C. (2013)**: EZB in der Grauzone zwischen Geld- und Fiskalpolitik, in: Wirtschaftsdienst, 93. Jg., S. 440-442
16. **Geppert, D. (2013)**: Ein Europa, das es nicht gibt. Die fatale Sprengkraft des Euro. 2. Auflage, Berlin
17. **Goodhart, C.A.E. (1995)**: The Central Bank and the Financial System, London, Basingstoke
18. **Goodhart, C.A.E. (2002)**: Myths about the Lender of Last Resort, in: Charles Goodhart; Gerhard Illing (Eds.): Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort. A Reader, Oxford, S. 227-245
19. **Goodhart, C.A.E. (2008)**: Bank of England, in: Durlauf, St.; Blume, L. E.: The New Palgrave Dictionary of Economics, 2. Auflage
20. **De Grauwe, P. (2005)**: Economics of Monetary Union, 6. ed., Oxford
21. **De Grauwe, P. (2013)**: The European Central Bank as Lender of Last Resort in the Government Bond Markets, in: CESifo Economic Studies, Vol. 59, S. 520-535
22. **Hawtrey, R.G. (1932)**: The Art of Central Banking. The Development of Monetary Theory 1920s & 1930s. Vol.1, edited by F. Capie and G.E. Wood, Reprint 2003, London, New York
23. **Heinsohn, G.; Steiger, O. (2009)**: Eigentum, Zins und Geld. Ungelöste Rätsel der Wirtschaftswissenschaft, 6. Auflage, Marburg
24. **Humphrey, Th. M. (2010)**: Lender of Last Resort: What It Is, Whence It Came, and Why the Fed Isn't It, in: Cato Journal Vol. 30, No. 2, p. 333-364
25. **Illing, G.; Jauch, S.; Zabel, M. (2012)**: Die Diskussion um den Euro. Endogene Risiken und multiple Gleichgewichte, in: Leviathan, 40. Jg., Nr. 2, S. 156-172
26. **Illing, G.; König, Ph. (2014)**: Die Europäische Zentralbank als Lender of Last Resort, in: DIW Wochenbericht, Nr. 24 S. 541 – 554
27. **Issing, O. (2008)**: Der Euro. Geburt – Erfolg – Zukunft. München
28. **Keynes, J.M. (2011)**: Das Ende des Laissez-Faire. Ideen zur Verbindung von Privat- und Gemeinwirtschaft. 2. unveränderte Auflage (Erstveröffentlichung 1926). Berlin

29. **Kindleberger, Ch. (2001):** Manien, Paniken, Crashes. Die Geschichte der Finanzkrisen dieser Welt, Kulmbach
30. **Mundell, R. (1961):** A Theory of Optimum Currency Areas, in: The American Economic Review, Vol.51, S- 657–665
31. **North, M. (2009):** Kleine Geschichte des Geldes. Vom Mittelalter bis heute, München
32. **Nullmeier, F. (2013):** Die Legitimation der Marktwirtschaft, in: Wirtschaftsdienst, 93. Jg., Sonderheft, S. 34-40
33. **Obstfeld, M.; Shambaugh, J.C.; Taylor, A.M. (2009):** Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008, in: The American Economic Review, Vol. 99, S. 480-486
34. **Rogoff, K. (1985):** The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. C, S. 1169-1189
35. **Scharpf, F.W. (2011):** Die Eurokrise: Ursachen und Folgerungen, in: Zeitschrift für Staats- und Europawissenschaften. Vol. 9, S. 324 – 337
36. **Scharpf, F.W. (2014):** Legitimierung, oder das demokratische Dilemma der Euro-Rettungspolitik, in: Wirtschaftsdienst, 93. Jg., Sonderheft, S. 35-41
37. **Smeets, H.-D.; Schmid, A. (2014):** Europäische Staatsschuldenkrise, Lender of last resort und Bankenunion, in: Ordo, Bd. 65, S. 47-73
38. **SVR (Jahr):** Jahresgutachten des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, verschiedene Jahrgänge
39. **SVR (SG 2012):** Sondergutachten 2012 des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: „Nach dem EU-Gipfel: Zeit für langfristige Lösungen nutzen“
40. **SVR (SG 2015):** Sondergutachten 2015: Konsequenzen aus der Griechenlandkrise für einen stabileren Euro-Raum
41. **Tietmeyer, H. (1996):** Währungsstabilität für Europa. Beiträge, Reden und Dokumente zur europäischen Währungsintegration aus vier Jahrzehnten. Hrsg. vom Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank, Baden-Baden
42. **Thornton, H. (1802):** An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain, edited and with an Introduction by F.A. Hayek, Reprint 1939, London
43. **Weidmann, J. (2013):** Wer hat die Oberhand? Das Problem der fiskalischen Dominanz. Vortrag auf der BdF-BBk-Konferenz 24.5.2013 http://www.bun-des-bank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013_05_24_weidmann.html
Weidmann, J. (2013a):Krisenmanagement und Ordnungspolitik, Walter-Eucken-Vorlesung 11.2.2013 http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013_02_11_weidmann.html
44. **Weinert, R. (2002):** Geld und Politik: Autonomisierung und Funktionswandel von Zentralbanken, in: Deutschmann, Chr. (Hrsg.): Die gesellschaftliche Macht des Geldes, Leviathan Sonderheft 21/2002, Wiesbaden, S. 327-350
45. **Winkler, A. (2013):** Ordnung und Vertrauen – Zentralbank und Staat in der Eurokrise, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 14. Jg., S. 198-218

46. **Winkler, A. (2014):** Dauerkritik an der Europäischen Zentralbank. Falsch angewendete Theorie untergräbt Vertrauen in die Geldpolitik, in: Wirtschaftsdienst, 94. Jg. S. 479-486
47. **Winkler, A. (2015):** The ECB as Lender of Last Resort: Banks versus Governments, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Vol. 235, S. 329-341

A NEW ROLE FOR THE EUROPEAN CENTRAL BANK? REMARKS ON A SPECIAL GERMAN CONFLICT¹

Detlev Ehrig²
University of Bremen

1. The Eurosystem – an optimal currency area?

The design of the European Monetary Union stands under a critical assessment: Does it really constitute an optimal currency area? Robert Mundell pointed out in his path breaking works the following issues: it is above all the spatial and sectoral mobility of capital and labour that contribute towards optimality. Authors building on the Mundellian basic model speak of sufficiently flexible capital flows in face of asymmetrical shocks, of financial market integration, degrees of openness in trade and, in view of the European-wide migrant crisis, not least of the free movement of individuals. In times of global financial and economic crises there seems to be deep uncertainty. Furthermore the fathers of the European Central Bank failed to provide sufficient clarity on the division of responsibilities between the Central Bank, on the one hand, and fiscal policy, on the other.

In a shared understanding of their respective roles, a central bank responsible for the money market coexists with a fiscal policy that is responsible for the goods and labour markets. Monetary policy does not interfere with relations on the markets for goods and labour; and fiscal policy *vice versa* limits its activities to the goods and labour markets. This is a well-established tradition that also makes good economic sense.

In the current situation, though, this traditional division of roles seems to have become a thing of the past – at least for the time being. In the midst of the crisis, the Central Bank feels it necessary to engage in several fields of action outside its brief: namely, in addition to monetary policy, its actions also impact on the areas of fiscal and income policies. This is perceived to be necessary because other actors have failed to do their work properly, an accusation directed above all at the fiscal policies of nation states.

These interventions are not only contentious from the standpoint of economic policy: they also give rise to serious legal implications. No less an authority than Deutsche Bundesbank referred the matter to the German Constitutional Court. The

¹ Fulltext article „A new role for the European Central Bank? Remarks on a special German conflict” can be found on the CD attached.

² Dr. Detlev Ehrig, Seniorlecturer for economics, University of Bremen, D-28359 Bremen, Dep. of Economics and Business Studies. Email: dehrig@uni-bremen.de

ECB's Outright Monetary Transactions (OMT) and full allotment policy, so the complaint, has transcended the borders between monetary and fiscal policy and its original function as lender of last resort. It is in effect pursuing a monetary policy to finance state budgets. In 2014, the German Constitutional Court requested a preliminary ruling from the European Court of Justice (ECJ) and expressed doubts about the legality of OMT under German and EU law. In turn, in June 2015 the ECJ decided against the opinion of the German Constitutional Court, ruling that the European Central Bank was acting within its mandate to safeguard the European currency system.

The controversial debate is by no means over. Following the ECJ's rejection of its opinion, in February 2016 the German Constitutional Court opened a second hearing on the ECB's intention to ban all limits on bond purchases. It is by no means clear what the final decision will be.

2. The art of central banking

Ralph George Hawtrey, contemporary and friend of John Maynard Keynes, published an article in 1932 titled "The Art of Central Banking" likened central banking to an art. The "art" comprised issuing paper based on precious metals deposited with the bank. From this time on, such paper receipts were accepted as means of payment. The holders of such paper enjoyed the right at any time to demand from the respective bank the issuance of an accordant amount of coinage. What at first sight constitutes a simple barter trade was quickly perceived by holders of political power as a way to access financing of public debt, a tempting prospect. The art of central banking lies in the balancing act of resisting and yielding to such temptation

The Bank of England, frequently called the mother of all central banks, was a case in point. Its most important task was to lend money to the government. Hence, it wasn't long before other central banks were established in Europe, first and foremost with the task of financing state budgets.

What ultimately turns a central bank into guardian of a currency, at home and abroad, is its paternalistic conception of itself as protector of the monetary economy. This ascription is the result of processes of autonomy building in the wake of the modernisation of our payment system, in particular following the introduction of paper money. Removed from the political system, a central bank becomes guarantor for the unimpeded dynamics of an economic modernity beyond the idyll of an exchange of goods or services based on barter.

However, once a central bank begins holding the deposits of merchant banks, in a monetarised world it is just a small step away from standing by their side in the event these investment banks are no longer able to raise sufficient liquidity to meet their obligations vis-à-vis the private sector. In this way, in crisis times central banks become lenders of last resort, i.e. in times of financial crisis they provide distressed banks with liquidity in the form of central bank money. In 1797, Francis Baring in

his “Observations on the Establishment of the Bank of England” wrote of the need to make provisions for the event that it would come to a sell-off of debt-financed real and illiquid assets in favour of holding money. There should be a “*dernier resort*”, an ultimate responsibility in the event of a run on a bank. Baring’s idea was not to entrust this task to any type of treasury, but rather to empower central banks to grant unrestricted credit on the basis of sound collateral. By so doing, he created that special central bank status that was to make them a bastion in times of monetary crisis.

Compared with the English national bank, it took much longer for the German central bank to develop into a politically independent and autonomous institution. Moreover, the German perception of what a central bank should be was shaped by external influences. On the one hand, in view of unfulfilled reparation claims after the First World War the allied powers exerted pressure to have the Reichsbank removed from direct government control and placed under an independent Reichsbank Board of Directors. After the Second World War the allies again intervened, calling for the centralist federal reserve system to be broken up and replaced by a “Bank deutschen Länder” [Bank of German states]. Then, in 1957, they pressed for the Bundesbank Act that was to become a role model for central banks’ independence. With the new Deutsche Bundesbank Act the central bank of Germany was given a structure that survived until its integration into the system of European central banks. Since it was founded, the political consensus concerning the Bundesbank’s self-conception has ensured the high degree of autonomy and incontestability that contributed towards its near-mythical status.

3. Unconventional monetary policy in crisis times

The early years following the founding of the ECB were accompanied by a deceptive calm. This was mainly because the European currency union was entirely in accordance with ideas of what should constitute an optimal currency area and therefore initially met with homogenous conditions on financial markets with correspondingly low and homogenous costs of financing. Stable, efficient and sufficiently interest-elastic capital markets did indeed initially provide for a smooth transmission process in monetary policy.

By the outbreak of the crisis, though, it had become evident that the growing asymmetries among the market players were no longer tenable. The Sachverständigenrat [German Council of Economic Experts] described the process as a cascading decline in the value of assets. Financial market integration was stalled as capital flows in the euro zone were reversed. Due to the destabilizing and self-reinforcing interdependencies between deteriorating public finances, a severe economic recession and fragile bank balance sheets, some countries began to experience the effects of a negative feedback loop between budgetary, real-economy, and financial developments. It was the announcement of OMTs which corrected disturbances in the transmission process of money. In early 2015 the ECB took another important step towards a more relaxed monetary policy. In the frame of quantitative easing, by the end of 2016 it will purchase more than 1 billion euros of

sovereign and private bonds on the secondary market. This time, the aim is to raise the inflation rate to the target of 2%, bring about an expansion of base money, and lower real interest rates within the frame of boosting activity in the real economy.

4. The lender of last resort

The ECB subsequently introduced the OMT programme in an attempt to promote implementation of the monetary decisions it had taken and jump start their impacts on the real economy. In so doing, the ECB assumed the function of lender of last resort on the part of the euro zone countries. Arising from this is the controversial question whether through the act of assuming the function of lender of last resort, instead of seeking to finance state budgets via taxes and loans, amounts to an impermissible way of financing sovereign debt. It is suspected that the transfer of creditor risk to the ECB may equate to the ECB insuring against risk of default, and subsequently a transcending of the demarcation line between monetary and fiscal policy. If that were the case, the danger is that the ECB might fall under fiscal dominance (SVR 2013/14, TZ 30). And ultimately: once the demarcation line between monetary and fiscal policy has actually been transcended, who is then the fiscal actor responsible for income and employment policy within the macroeconomic division of responsibilities? Will this result in the ECB being not only the lender of last resort, but rather – taken to the logical though albeit exaggerated conclusion – also the employer of last resort?

5. The ECB – on the way to a permanent lender of last resort?

Discourses surrounding monetary policy are still dominated by fundamental debate. Programmes like OMT, quantitative easing, and the granting of emergency liquidity aid against solvent though temporarily illiquid banks raise a number of serious issues concerning the monetary financing of state budgets. The thread running through these discourses was the search for pragmatic lines of crisis management in order to gain time for reforms without relieving the pressure for reform

The conflict situation between the ECB as the champion of monetary relaxation and the German Bundesbank as the doubting Thomas constantly reminding us of the danger of pent-up inflation remains unchanged since the outbreak of crisis in 2008. Clearly, the macroeconomic debate on the relationship between the monetary and the real spheres of the economy continues to be dominated by very different fundamental convictions.

The monetary system survives on trust. When there is a run on a bank and depositors demand their money back, they simply have to be satisfied. Past financial crises have taught us that there is only a narrow dividing line between a liquidity crunch and a solvency crisis, and it may often be difficult to draw any distinct line between the two. This suggests there should be cooperation between monetary and fiscal policies. Financial stability and price stability are inseparable. A fiscal state should be aware that solvency problems harbour the danger of contagion and can lead to high costs for the real economy. To question the legitimacy of a central bank to

exercise its brief as lender of last resort and thus to promote dominance of fiscal considerations boils down to a dispute about principles, and hence placing organizational principles above building trust in a monetarised world. A policy of lender of last resort is a very contradiction of terms vis-à-vis individual liability for liquidity crises. Depending on the merits of the case, it may always be possible that a lender of last resort has to exercise its brief. And in future, in such a divergent constellation as a currency union it is more than likely to happen again. The EWWU is far removed from being an optimal currency area, and it has to take account of this via its organizational arrangement of responsibilities. This calls for fiscal backing in the shape of sovereign budgetary rights. A currency union can only be sustainable in the long term in coexistence with a political union. To achieve this necessitates transferring sovereign rights to the European level. It entails also establishing an insolvency mechanism for the states within a currency union that provides for dealing with national debts.