

## **Gefährdet der Ankauf von Staatsanleihen die Unabhängigkeit der EZB?**

Von Beate Sauer, Neubiberg

### **I. Einleitung**

Spätestens seit Mai 2010 wird die Europäische Zentralbank (EZB) massiv öffentlich dafür kritisiert, dass sie durch ihr Programm für die Wertpapiermärkte (PWM)<sup>1</sup> Staatsschulden finanziert und angeblich ihre Unabhängigkeit gefährdet. Die EZB begründet ihr Vorgehen offiziell damit, dass der Transmissionskanal in der Eurozone durch sehr große Zins-Spreads auf dem Markt für Staatsanleihen „verstopft“ ist und die Funktionsfähigkeit nur durch Interventionen gewährleistet werden kann, die gleichzeitig die Märkte beruhigen, da ansonsten geldpolitische Maßnahmen nur eingeschränkt wirken können. Hauptziel der Interventionen war und ist die Abschwächung eines Übergreifens der hohen Finanzmarktvolatilität und von Liquiditätsrisiken sowie von Marktverwerfungen auf den Zugang zu Finanzmitteln der Volkswirtschaft der Eurozone. Im Gegensatz zu anderen Ankaufprogrammen sollen durch die Staatsanleihekäufe keine expansiven Wirkungen ausgelöst werden, weshalb entsprechende Gegengeschäfte in Höhe des jeweiligen Volumens in Form der Hereinnahme von Termineinlagen mit einwöchiger Laufzeit durchgeführt werden.

Hat diese indirekte Finanzierung von Staatsschulden einzelner Mitgliedsländer der Eurozone für die EZB dieselbe Gefährdung ihrer Unabhängigkeit zur Folge wie für eine nationale Zentralbank (NZB), die ihren Staat finanziert? Immerhin liegt bei der EZB eine andere Eigentümerstruktur vor als bei einer NZB. Die EZB gehört den NZB der EU-Länder, anteilig nach einem bestimmten festgelegten Schlüssel. Ist die Gefährdung der Unabhängigkeit daher davon abhängig, die Staatsanleihen welcher Länder gekauft werden? Oder handelt es sich bei dieser Aussage nur

---

<sup>1</sup> Im September 2012 wurde das Programm durch die geldpolitischen Outright-Geschäfte (OMT) ersetzt. Siehe hierzu Abschnitt III.

um ein plausibel klingendes Argument der Kritiker des PWM bzw. der OMT?

Zur Beantwortung dieser Fragen besteht Klärungsbedarf hinsichtlich der möglicherweise betroffenen Bereiche der Unabhängigkeit, hinsichtlich der Einordnung der Programme in das geldpolitische Instrumentarium der EZB und hinsichtlich einer möglichen daraus resultierenden nationalen Einflussnahme auf die geldpolitischen Entscheidungen der EZB.

Für die EZB sind die wichtigsten Eigenschaften der Unabhängigkeit vertraglich festgeschrieben, wobei die personelle Unabhängigkeit nicht vollständig gegeben ist, weil der EZB-Rat sich zum einen aus den NZB-Präsidenten zusammensetzt, und zum anderen aus den Mitgliedern des Direktoriums, die vom Europäischen Rat ausgewählt und ernannt werden. Bereits hier zeigt sich, dass im Fall der EZB ein zweistufiges Verfahren zur Bestimmung der Unabhängigkeit angewendet werden muss, da sowohl die Statuten der NZB als auch die Statuten der EZB Eingang in die Feststellung der EZB-Unabhängigkeit finden müssen. Auch ist die finanzielle Unabhängigkeit eingeschränkt, da es Verbindungen zum fiskalischen Bereich der einzelnen Euroländer gibt. Die Unabhängigkeit der Zentralbank einer Währungsunion kann daher nicht ohne weiteres mit derselben Methode festgestellt werden wie dies für NZB getan wird.

Die Einordnung der Staatsanleihekäufe in das bestehende geldpolitische Instrumentarium der EZB wirft ebenfalls einen Streitpunkt auf: So gibt es diejenigen, die die Programme zu den Offenmarktgeschäften zählen, andere, die der Meinung sind, dass diese Programme nicht dem eigentlichen geldpolitischen Instrumentarium zugeordnet werden können, weil die Liquidität praktisch sofort wieder absorbiert wird, und wiederum andere, die sie als ein für die EZB neues geldpolitisches Instrument bezeichnen.

Um die aufgeworfenen Fragen zu beantworten, wird wie folgt vorgegangen: Der nächste Abschnitt beschäftigt sich zunächst mit den verschiedenen Bereichen der EZB-Unabhängigkeit sowie mit ihren Besonderheiten als Zentralbank einer Währungsunion. Abschnitt III. stellt die Programme der EZB zum Ankauf von Staatsanleihen vor und ordnet diese in das geldpolitische Instrumentarium ein, bevor in Abschnitt IV. die Frage nach einer durch diese möglicherweise beeinflussten EZB-Unabhängigkeit beantwortet wird. Der letzte Abschnitt fasst die Ergebnisse zusammen.

## II. Unabhängigkeit der EZB und ihre Besonderheit als Zentralbank einer Währungsunion

Im allgemeinen Sprachgebrauch wird unter Zentralbankunabhängigkeit meist die politische Unabhängigkeit und damit eine nicht weisungsgebundene Zentralbank verstanden. Allerdings lassen sich bei einer detaillierten Betrachtung bis zu sechs Bereiche von Zentralbankunabhängigkeit unterscheiden, die sich mit den beiden Begriffen politische und finanzielle Unabhängigkeit zusammenfassen lassen:

### 1. Personelle Unabhängigkeit

Sie zielt darauf ab, dass die Personen, welche das Entscheidungsgremium der Zentralbank bilden, nicht von der Regierung vorgeschlagen oder bestimmt werden, um staatliche Einflussnahme auf geldpolitische Entscheidungen zu vermeiden. Gleichzeitig sollen keine zweite Amtszeit möglich sein und eine zu kurze Amtsperiode umgangen werden, um zu verhindern, dass die Zentralbankpolitik auf eine mögliche Wiederwahl statt auf die eigentlichen geldpolitischen Aufgaben ausgerichtet wird.<sup>2</sup>

Im Falle der EZB als Zentralbank einer Währungsunion mit nationalen Repräsentanten in den Entscheidungsgremien steht besonders die personelle Unabhängigkeit in der öffentlichen Diskussion. Diese ist allerdings weder *de jure* noch *de facto* gegeben, weil der EZB-Rat sich zum einen aus den NZB-Präsidenten zusammensetzt (die teilweise von den Regierungen bestimmt werden), und zum anderen aus den Mitgliedern des Direktoriums, die gemäß Art. 28 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) vom Europäischen Rat ausgewählt und ernannt werden. Der Europäische Rat wiederum setzt sich zusammen aus seinem Präsidenten, den Staats- und Regierungschefs der EU-Mitgliedsländer, dem Präsidenten der Europäischen Kommission sowie dem Hohen Vertreter der Union für Außen- und Sicherheitspolitik, der an den Arbeiten des Europäischen Rates teilnimmt.<sup>3</sup> Auch eine Wiederwahl der NZB-Präsidenten ist teilweise möglich. Allerdings ist zu betonen, dass die nationalen Repräsentanten im EZB-Rat wie auch im Direktorium offiziell nicht weisungsgebunden sind, weshalb eine auf nationale Ziele ausgerichtete Absprache hinsichtlich geldpolitischer Entscheidungen

---

<sup>2</sup> Vgl. *Gaitanides* (2005), S. 81; *Liebler* (1996), S. 12 und *Waigel* (1999), S. 46.

<sup>3</sup> Vgl. Art. 15 Abs. 2 Vertrag über die Europäische Union (EUV).

bzw. eine Koalitionsbildung innerhalb des EZB-Rates *de jure* ausgeschlossen ist.<sup>4</sup>

Dennoch lässt sich vermuten, dass diese bei ihrem Abstimmungsverhalten einer Art *home bias* unterliegen, sich also weiterhin gegenüber ihrem Herkunftsland verpflichtet fühlen und sich damit ähnlich verhalten wie Politiker, die in einem Gremium eine Politikentscheidung zu ihren Gunsten herbeiführen wollen. Im EZB-Rat kann dies erreicht werden, wenn mehrere Länder, die insgesamt mindestens die einfache Mehrheit ausmachen, eine ähnliche Entwicklung der europäischen Geldpolitik befürworten.<sup>5</sup> Dieser Fall wird hauptsächlich dann eintreten, wenn diese Länder sich in einer ähnlichen wirtschaftlichen Situation befinden. In der derzeitigen Situation kann eine Absprache hinsichtlich der geldpolitischen Ausrichtung nicht ausgeschlossen werden, da es zum einen nur eine begrenzte Anzahl von Politikausrichtungen gibt und sich zum anderen die Eurozone spätestens seit 2007 mit dem Beginn der Finanzkrise in Interessengruppen gespalten hat – zumindest was die geldpolitischen Entscheidungen und die künftige Ausrichtung der EZB betrifft.

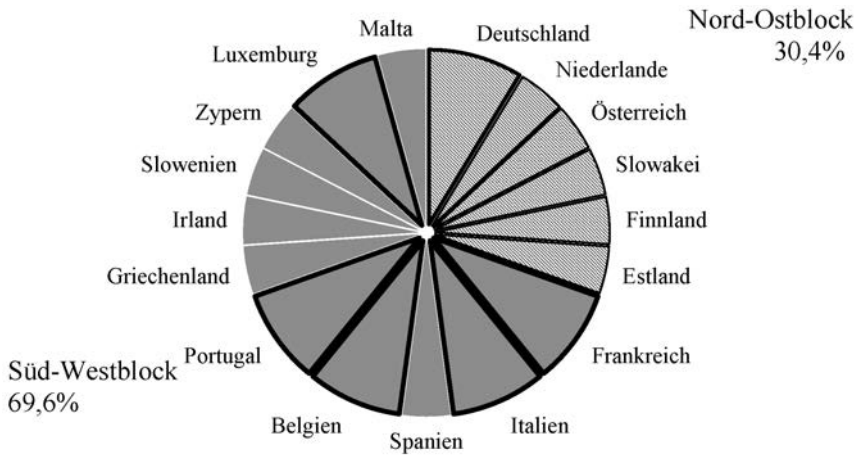
Tatsächlich gibt es empirische Evidenz, die – auch schon für die Zeit vor Ausbruch der Krise – darauf hinweist, dass die Mitglieder des EZB-Rates durchaus bei geldpolitischen Entscheidungen im nationalen Interesse handeln. Bereits für die Zinsentscheidungen der ersten drei Jahre seit Bestehen der EZB (Januar 1999 bis Dezember 2001) konnte gezeigt werden, dass diese – mit Einschränkungen – über die wirtschaftliche Lage im Herkunftsland der EZB-Ratsmitglieder erklärt werden können: War die nationale Inflationsrate über einem bestimmten Schwellenwert gegenüber der durchschnittlichen Inflationsrate der Eurozone, so war der entsprechende Repräsentant im EZB-Rat per Annahme für eine Zinserhöhung, also eine restriktive Ausrichtung der Geldpolitik, und umgekehrt. Die Resultate des Experiments waren mit den tatsächlichen Zinsentscheidungen identisch.<sup>6</sup> Auch *Varela/Sánchez-Santos* (2003) kommen

---

<sup>4</sup> Vgl. hierzu bspw. auch die Aussage von *Duisenberg* (2002): „The members of the Governing Council consider the interests of the euro area as a whole; they do not represent their respective countries.“

<sup>5</sup> Ein Großteil der geldpolitischen Entscheidungen wird mit einfacher Mehrheit beschlossen. Im Falle eines Patts hat der EZB-Präsident ein zweites entscheidendes Stimmrecht. Bisher nur im Einzelfall für die amerikanische *Fed* konnte gezeigt werden, dass ein glaubwürdiger Präsident allein durch seine Überzeugungsarbeit mit einer Rede am Beginn einer Sitzung die geldpolitische Entscheidung beeinflussen konnte. Vgl. hierzu *Chappell et al.* (2007).

<sup>6</sup> Vgl. *Meade/Sheets* (2002), S. 20.



Quelle: In Anlehnung an Sinn (2012), S. 25; aktualisiert.

Abbildung 1: Stimmenanteile im EZB-Rat 2013

anhand einfacher linearer Regressionen zu dem Schluss, dass die Mitglieder des EZB-Rates sich eher so verhalten, als ob sie ein nationales Mandat hätten.<sup>7</sup> Aktuell spricht für diese Überlegungen auch die Zusammensetzung des EZB-Direktoriums, welches 6 der derzeit insgesamt 23 Stimmen im EZB-Rat innehat.<sup>8</sup> Es fehlen für Entscheidungen mit einfacher Mehrheit nur weitere sechs Stimmen aus dem EZB-Rat.<sup>9</sup> Die Stimmenaufteilung ist relativ peripherielastig, was auch öffentlich kritisiert wird: Die EZB konzentrierte sich bei ihrer aktuellen geldpolitischen Ausrichtung zu sehr auf die Probleme der Peripherieländer und verliere den Blick auf die gesamte Eurozone aus den Augen. Abbildung 1 zeigt ein Beispiel für eine mögliche Koalitionsbildung im EZB-Rat inklusive der Mitglieder des Direktoriums.

Ein solches Szenario ist grundsätzlich nicht unrealistisch; auch deshalb nicht, weil sich eine immer stärkere Zweiteilung der Eurozone in

<sup>7</sup> Vgl. Varela/Sánchez-Santos (2003), S. 8. Ähnliche Schlussfolgerungen finden sich ebenso bspw. in Heinemann/Hüfner (2004).

<sup>8</sup> Mario Draghi: Italiener, Vítor Constâncio: Portugiese, Peter Praet: Belgier, Benoît Coeuré: Franzose, Yves Mersch: Luxemburger, Jörg Asmussen: Deutscher.

<sup>9</sup> Dass die sechs Stimmen des Direktoriums als einstimmig angesehen werden, ist eine in der Literatur weit verbreitete Annahme. Siehe hierzu bspw. Belke/von Schnurbein (2012), S. 302.

Schuldner- und Gläubigerländer herauskristallisiert.<sup>10</sup> Wenn diese bereits beobachtete Polarisierung innerhalb der Eurozone weiter zunimmt, ist eine von einer Ländergruppe präferierte Geldpolitik selbst dann nicht mehr auszuschließen, wenn das Direktorium paritätisch besetzt ist und die Stimmen einzeln betrachtet werden. Es ist derzeit davon auszugehen, dass die Schuldnerländer die Mehrheit halten werden und zur Verringerung ihrer Staatsschulden eine höhere Inflationsrate in der Eurozone anstreben könnten. Da die Preisniveaus in ihren Ländern bereits relativ hoch sind, wird die Anpassung voraussichtlich über Preissteigerungen in den Gläubigerländern stattfinden.

Einzuwenden ist an dieser Stelle allerdings, dass es sich bei der Eurozone nicht um einen optimalen Währungsraum handelt und die teilnehmenden Länder wirtschaftlich äußerst heterogen sind. Dass aber im Zuge der europäischen Schuldenkrise eine Koalitionsbildung gegenüber dieser Heterogenität dominiert und damit eine gleichgerichtete gemeinsame Einflussnahme auf die EZB stattfindet, kann nicht ausgeschlossen werden.

Ein weiterer Einwand könnte das nach dem Beitritt zweier weiterer Länder zur Eurozone in Kraft tretende Rotationsprinzip der Stimmrechte im EZB-Rat sein. Insbesondere ist hier zu untersuchen, nach welchen Kriterien die Gruppierung der Länder erfolgt, die sich Stimmen teilen müssen, und in welchen zeitlichen Abständen ein Land jeweils ohne Stimmrecht ist bzw. wie lange es dann ohne Stimmrecht im EZB-Rat vertreten ist: Ab dem 19. Mitgliedsland findet eine Einteilung der NZB-Präsidenten in zwei Gruppen statt. Die erste Gruppe besteht aus fünf Ländern, die vier Stimmrechte erhalten, die zweite Gruppe besteht aus den restlichen Ländern, die sich elf Stimmrechte teilen. Die Länderaufteilung erfolgt mit einem Gewicht von 5/6 nach ihrem Anteil am aggregierten Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen aller Euroländer und mit einem Gewicht von 1/6 nach ihrem Anteil an der aggregierten Bilanz der monetären Finanzinstitute aller Euroländer, wobei die Länder absteigend nach diesen Gewichten geordnet werden. Ab dem 22. Mitgliedsland wird eine dritte Gruppe eingeführt, wobei die erste Gruppe weiterhin der

---

<sup>10</sup> Dass die Nationalität durchaus für die geldpolitische Ausrichtung der EZB entscheidend sein kann, zeigen auch *Badinger/Nitsch* (2011). Dort wird auf eine Arbeit von *Berger/DeHaan* (2002) verwiesen, in der Einflüsse regionaler wirtschaftlicher Situationen auf Entscheidungen des Zentralbankrates der Deutschen Bundesbank festgestellt wurden, was tendenziell auch auf das EZB und den EZB-Rat übertragen werden kann.

genannten Einteilung folgt und sich vier Stimmrechte teilt. Die zweite Gruppe besteht dann aus der Hälfte aller NZB-Präsidenten mit acht Stimmrechten, die dritte Gruppe besteht aus den übrigen NZB-Präsidenten und erhält drei Stimmrechte. Das EZB-Direktorium hingegen hat dauerhaft sechs Stimmrechte inne,<sup>11</sup> was zu insgesamt 21 Stimmen führt. Für alle jeweils stimmberechtigten NZB-Präsidenten gilt damit weiterhin der zentrale Grundsatz des EZB-Rats „1 Mitglied = 1 Stimme“. Zudem gilt weiterhin, dass alle NZB-Präsidenten an den Sitzungen *ad personam* und *de jure* unabhängig teilnehmen. Auch ihr Rederecht wird ihnen zugestanden, selbst dann, wenn sie gerade nicht stimmberechtigt sind. Bei Erweiterungen der Eurozone sowie bei möglichen bei den regelmäßigen Überprüfungen der Einteilungskriterien festgestellten Änderungen der Rangfolge der Länder erfolgt eine Neueinteilung der Gruppen. Als Rotationszeitraum wurde ein Monat festgelegt. Da der EZB-Rat in der Regel zweiwöchentlich tagt, hängt es von der Gruppenzugehörigkeit ab, wie lange ein Land jeweils auf sein Stimmrecht verzichten muss.<sup>12</sup> Tabelle 1 zeigt eine Zusammenfassung des Rotationsprinzips und nennt jeweils die Anzahl der Stimmrechte pro Gruppe, die Anzahl der NZB-Präsidenten sowie die Häufigkeit, mit der eine NZB das Stimmrecht innehat.<sup>13</sup>

Zum einen erschwert das Rotationsprinzip Absprachen, da sich die möglicherweise benötigte Stimmrechtskonstellation nicht zum entscheidenden Zeitpunkt ergibt. Zum anderen werden die Ländergruppen nach wirtschaftlichem und monetärem Gewicht eingeteilt, wodurch es dazu kommen kann, dass Länder zusammengefasst sind, die eine ähnliche geldpolitische Ausrichtung anstreben und es daher unabhängig davon, welche Länder gerade stimmberechtigt sind, immer zur selben Befürwortung einer bestimmten Geldpolitik kommen kann. Dies macht die Gruppe dann zum verlässlichen Koalitionspartner. Problematisch wird es hierbei vor allem dann, wenn eine solche Koalition trotz Stimmenmehr-

<sup>11</sup> Vgl. *Europäische Zentralbank* (2003), S. 83–86.

<sup>12</sup> Vgl. *Europäische Zentralbank* (2009), S. 101 ff. Für genauere Erläuterungen zur Rotationsrate siehe *ibid.*, S. 104–107.

<sup>13</sup> Ursprünglich sollte das Rotationsprinzip bereits ab dem 16. Mitgliedsland gelten. Kurz vor dem Beitritt der Slowakei als 16. Mitglied der Eurozone (Januar 2009) beschloss der EZB-Rat im Dezember 2008 das Rotationsprinzip erst ab dem 19. Mitgliedsland anzuwenden und die bisherigen Abstimmungsregeln vorerst beizubehalten. Am System über die Einteilung der Gruppen hat diese Verschiebung allerdings nichts geändert.

*Tabelle 1*  
**Rotationssystem im EZB-Rat**

		Anzahl NZB-Präsidenten im EZB-Rat										
		19	20	21	22	23	24	25	26	27		
Erste Gruppe	Anzahl Stimmrechte	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
	Anzahl NZB-Präsidenten	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
	Häufigkeit Stimmrecht	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %	80 %
Zweite Gruppe	Anzahl Stimmrechte	11	11	11	8	8	8	8	8	8	8	8
	Anzahl NZB-Präsidenten	14	15	16	11	12	12	13	13	13	14	14
	Häufigkeit Stimmrecht	79 %	73 %	69 %	73 %	67 %	67 %	62 %	62 %	62 %	57 %	57 %
Dritte Gruppe	Anzahl Stimmrechte	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
	Anzahl NZB-Präsidenten				6	6	7	7	8	8	8	8
	Häufigkeit Stimmrecht				50 %	50 %	43 %	43 %	38 %	38 %	38 %	38 %
$\Sigma$ Stimmrechte		15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15

*Quelle: Europäische Zentralbank (2003), S. 84f., eigene Zusammenstellung.*



heit nicht die wirtschaftliche oder Bevölkerungsmehrheit der Eurozone als Ganzes repräsentiert.

In diesem Zusammenhang müssen auch sogenannte Machtindizes, welche die Abstimmungsmacht eines einzelnen Landes angeben, Erwähnung finden. Diese geben einen Anhaltspunkt dafür, ob und wann ein Land ein wichtiger und attraktiver Koalitionspartner ist. In Kombination mit dem Rotationsprinzip eröffnet sich hier ein weiteres Forschungsfeld, welches an dieser Stelle aber nicht besprochen werden soll. Ein Verweis auf weiterführende Literatur wie bspw. *Belke/Styczynska* (2006) oder *Belke/von Schnurbein* (2012) sowie die dort genannten Quellen möge genügen. In beiden Papieren wird betont, dass das geplante Rotationsprinzip als Indiz für eine „Renationalisierung“ der Geldpolitik gewertet werden kann und damit die personelle Unabhängigkeit weiter einengt.<sup>14</sup>

Die Frage nach einer möglichen Einflussnahme auf die Politikausrichtung der EZB durch Koalitionsbildungen (mit und ohne Rotationsprinzip) kann somit nicht abschließend beantwortet werden. Die Heterogenität der Eurozone, die in anderen Bereichen meist negativ ausgelegt wird, kann für den EZB-Rat von Vorteil sein. Sobald sich aber Interessengruppen bilden, ist eine von dieser Gruppe ausgehende Beeinflussung der gemeinsamen Geldpolitik nicht mehr auszuschließen, mit Auswirkungen auf die gesamte Eurozone. Und genau das wird durch die anhaltende europäische Schuldenkrise immer wahrscheinlicher.

## 2. Instrumentelle Unabhängigkeit

Sie räumt der Zentralbank die freie Wahl bei der Entscheidung über den Einsatz von geldpolitischen Instrumenten ein. Diese kann somit selbst entscheiden, auf welchem Wege sie ihre Ziele zu erreichen sucht. Sie ist alleiniger Banknotenemittent und kann selbstständig über Einsatz und Schaffung von geldpolitischen Instrumenten verfügen.<sup>15</sup>

Gerade die Freiheit, das Ziel der Zentralbank selbst auszuformulieren, kann sowohl als extreme Form der Unabhängigkeit von staatlichen Vorgaben gesehen werden, andererseits aber auch im Gegenteil münden. Dies gilt insbesondere dann, wenn keine Transparenz hinsichtlich der

---

<sup>14</sup> Vgl. *Belke/Styczynska* (2006), S. 876 und *Belke/von Schnurbein* (2012), S. 315.

<sup>15</sup> Vgl. *Gaitanides* (2005), S. 96.

Begründung der Zielkonkretisierung vorliegt. Seit Beginn der Finanzkrise wurde bspw. mehrfach die Diskussion aufgegriffen, ob eine Inflationsrate von zwei Prozent als näherungsweise Preisniveaustabilität noch zeitgemäß ist. Insbesondere *Blanchard* et al. haben den Vorschlag gemacht, das Inflationsziel für Zentralbanken auf vier Prozent anzuheben, damit diese bei Setzen ihrer Nominalzinsen einen größeren Spielraum nach unten haben, bevor negative Realzinsen erreicht werden.<sup>16</sup>

Für die EZB gilt zudem eine besondere Einschränkung ihrer instrumentellen Unabhängigkeit, weil sie in Fragen der Währungspolitik auf die Entscheidungen des Rates der EU angewiesen ist und nicht eigenständig über das für den Euro geltende Wechselkursregime bestimmen kann.<sup>17</sup> Nur für den Bereich der Geldpolitik kann daher für die EZB die instrumentelle Unabhängigkeit vollständig bejaht werden.

### 3. Strukturelle Unabhängigkeit

Sie stellt eine (europäische) Besonderheit dar und zeichnet die zwei-stufige Währungsverfassung der Eurozone nach.<sup>18</sup> Die föderale Struktur der EU soll ihren Eingang in die europäische Währungsverfassung finden und so für den Erhalt der Eigenständigkeit der NZB sorgen. Gesichert wird die strukturelle Unabhängigkeit durch die vertraglich gesicherte Unabhängigkeit der EZB und gleichzeitig der Forderung nach unabhängigen NZB in den Mitgliedsländern der Eurozone.<sup>19</sup>

### 4. Funktionelle Unabhängigkeit

Sie ist neben der personellen Unabhängigkeit eine der wichtigsten Bereiche der politischen Unabhängigkeit und bedeutet, dass eine Zentralbank nicht weisungsgebunden ist, vor allem nicht bei Entscheidungen über die Verwendung geldpolitischer Instrumente. Ebenso fällt hierunter, dass eine Zentralbank nicht von staatlicher Seite zu einer bestimmten Politikausrichtung gezwungen werden kann. Sie ist selbstständig für die Konkretisierung und Erreichung des Ziels und seiner Definition verantwortlich.<sup>20</sup>

---

<sup>16</sup> Vgl. *Blanchard* et al. (2010), S. 11.

<sup>17</sup> Vgl. Art. 3, Abs. 1, Buchstabe c) AEUV sowie insbesondere Art. 219 AEUV.

<sup>18</sup> Vgl. *Fang* (2006), S. 157 f.

<sup>19</sup> Vgl. *Gaitanides* (2005), S. 89.

<sup>20</sup> Vgl. *Gaitanides* (2005), S. 64 und *Waigel* (1999), S. 46.

Im AEUV ist die funktionelle Unabhängigkeit der EZB, der NZB sowie der Mitglieder ihrer Beschlussorgane, insbesondere von Weisungen nationaler Regierungen, *de jure* klar geregelt.<sup>21</sup> Allerdings ist die funktionelle Unabhängigkeit *de facto* stark von der personellen und auch der strukturellen Unabhängigkeit beeinflusst. Durch das zweistufige ESZB kann durchaus auf EZB-Ebene eine funktionelle und strukturelle Unabhängigkeit vorliegen, wohingegen auf der Ebene der NZB eine – möglicherweise versteckte oder indirekte – Einflussnahme von Regierung oder Interessengruppen gegeben sein kann.

### 5. Institutionelle Unabhängigkeit

Sie kann als Unangreifbarkeit von staatlichen Drohungen hinsichtlich Einschränkungen oder Aufhebung der Unabhängigkeit der Zentralbank gesehen werden. Durch geforderte große Mehrheiten bei Gesetzesänderungen und einer Vielzahl beteiligter Organe können derartige Drohungen unglaublich werden, was das Ziel der Unterbindung politischer Einflussnahme auf die Zentralbank ist.<sup>22</sup> Für die EZB ist die institutionelle Unabhängigkeit unstrittig.

Die politische Unabhängigkeit setzt sich damit aus der personellen, der instrumentellen, der institutionellen, der funktionellen und der strukturellen Unabhängigkeit zusammen. Ihr gegenüber steht die finanzielle Unabhängigkeit einer Zentralbank.

### 6. Finanzielle Unabhängigkeit

Diese ist auch unter dem Begriff der vermögensrechtlichen Unabhängigkeit bekannt und besagt, dass die Zentralbank einen eigenen Haushalt führt und somit selbstständig über Einnahmen und Ausgaben bestimmt. Eine Bindung an den staatlichen Haushalt ist nicht vorgesehen. Hier fließen also Eigentumsverhältnisse und Gewinnverteilungsvorschriften ein.<sup>23</sup>

Das Kapital der EZB wird ausschließlich von den NZB gehalten, an die auch mögliche Gewinne nach einem festen Schlüssel ausgeschüttet werden. Gleiches gilt für die Übertragung von Währungsreserven auf die

---

<sup>21</sup> Vgl. Art. 130 AEUV.

<sup>22</sup> Vgl. *Gaitanides* (2005), S. 45f. und *Liebler* (1996), S. 11.

<sup>23</sup> Vgl. *Caesar* (1981), S. 125.

EZB. „Im Falle von Verlusten der EZB wird die Unabhängigkeit mithin dadurch gewährleistet, daß ein Ausgleich durch die nationalen Zentralbanken des Eurosystems erfolgt.“<sup>24</sup> Damit ist die finanzielle Unabhängigkeit der EZB *de jure* sichergestellt. Aber auch hier ist die strukturelle Unabhängigkeit und damit die zweistufige europäische Währungsverfassung zu beachten, denn die NZB sind Eigentum des jeweiligen Staates, wodurch dieser indirekt Teileigentümer der EZB ist. Eine trennscharfe Grenze zwischen monetären und fiskalischen Bereichen ist damit in der Eurozone nicht gegeben.<sup>25</sup>

Um die Betrachtung abzuschließen, sei der Vollständigkeit halber noch auf weitere Möglichkeiten der Unterscheidung bei der Bestimmung der Zentralbankunabhängigkeit verwiesen, die im Folgenden allerdings vernachlässigt werden: die Unabhängigkeit von staatlichen und von nicht-staatlichen Akteuren sowie die Frage, ob die Zentralbank auch gleichzeitig für die Bankenaufsicht zuständig ist.<sup>26</sup> Bei der konkreten Untersuchung der Unabhängigkeit einer Zentralbank muss zudem die Unterscheidung zwischen *de jure* und *de facto* zum Tragen kommen. Insbesondere bei der Erstellung von Indizes zur Vergleichbarkeit der Unabhängigkeit verschiedener Zentralbanken wird die *de facto* Unabhängigkeit beurteilt, um eine realitätsnahe Aussage treffen zu können.<sup>27</sup>

Neben den hier erläuterten *de facto* Einschränkungen der EZB-Unabhängigkeit stellt vor allem die Zweistufigkeit des ESZB eine nicht zu vernachlässigende Schwierigkeit bei der Bestimmung der EZB-Unabhängigkeit dar. Die bekannten Indizes können nur eingeschränkt angewandt und vor allem interpretiert werden, da nur ein Teil des ESZB hierdurch erfasst wird. Es bedarf eines neuen Ansatzes zur Messung der Unabhängigkeit der EZB, welcher die strukturellen Gegebenheiten des ESZB berücksichtigt. Doch dieses Forschungsfeld muss ebenfalls an anderer Stelle besprochen werden. Für eine vertiefende Literatur zur allgemeinen Diskussion von Zentralbankunabhängigkeit sei stellvertretend auf Caesar (1981), Liebler (1996) und Solveen (1998) sowie auf die in Fußnote 27 genannten Arbeiten verwiesen.

---

<sup>24</sup> Gaitanides (2005), S. 65.

<sup>25</sup> Die Ausgestaltung des Target2-Systems und seine Wirkungen führen zur selben Schlussfolgerung. Siehe hierzu bspw. ifo Schnelldienst, Nr. 16, 2011.

<sup>26</sup> Vgl. Liebler (1996), S. 7 ff. und Solveen (1998), S. 8.

<sup>27</sup> Siehe hierzu bspw. die Arbeiten von Bade/Parkin (1988), Grilli et al. (1991), Cukierman et al. (1993) und Alesina/Summers (1993).

### III. Programm für die Wertpapiermärkte und geldpolitische Outright-Geschäfte

Das Interesse an der Unabhängigkeit der EZB und an einer möglichen Beeinflussung ihrer Entscheidungen durch politischen Druck ist während der ersten Jahre der aktuellen Finanzkrise wieder in den Vordergrund gerückt. Zuvor hatte das Thema der Unabhängigkeit der EZB hauptsächlich vor ihrer Gründung und in den ersten Jahren ihres Bestehens öffentliche Beachtung erfahren. Insbesondere wurde immer wieder hervorgehoben, dass die EZB sich in ihrem Aufbau und in der Ausgestaltung ihres Handlungsspielraums stark an der Deutschen Bundesbank orientiert. Einige ihrer aktuellen geldpolitischen Maßnahmen führten nun zur Überzeugung der Öffentlichkeit, dass die EZB nicht unabhängig handelt, sondern in den Bereich der Fiskalpolitik eingreift, Staatsschulden finanziert und sich damit politischem Druck gebeugt hat. Diese Schlussfolgerung rührt insbesondere aus den Programmen zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen sowie aus dem am 10. Mai 2010 eingeführten PWM.

Dieses war aus Sicht der EZB notwendig geworden, weil die Durchlässigkeit des Transmissionskanals für die Erreichung des Ziels der Preisniveaustabilität benötigt wird und einige Marktsegmente, insbesondere diejenigen, die zur Refinanzierung der Geschäftsbanken benötigt werden, gestört waren.<sup>28</sup> Durch die Unfähigkeit der Märkte, Transaktionen ohne größeren Einfluss auf die Preise zu absorbieren, wurden die Wirkungen der geldpolitischen Entscheidungen der EZB behindert.<sup>29</sup> Zusätzlich wurden die Finanzierungsbedingungen durch die Konkurrenzsituation der Banken „bei der Verzinsung von Kundeneinlagen und vom am Markt begebenen Anleihen zu den von staatlicher Seite emittierten hochverzinsten Anleihen und Schatzwechslern“<sup>30</sup> verschärft. Hinzu kommt, dass Staatsanleihen als Sicherheiten bei der Teilnahme an geldpolitischen Geschäften auf dem Interbankenmarkt verwendet werden können. Durch Verwerfungen auf den Anleihemärkten verlieren diese eventuell das nötige Rating und grenzen damit die Möglichkeiten der Geschäftsbanken, sich Zentralbankgeld zu beschaffen, ein.<sup>31</sup> Diese erheblichen – durch die hohen Zinsspreads bei Staatsanleihen national sehr unterschiedlichen –

<sup>28</sup> Vgl. *Europäische Zentralbank* (2010a).

<sup>29</sup> Vgl. *Europäische Zentralbank* (2010b), S. 25 f.

<sup>30</sup> *Europäische Zentralbank* (2012b), S. 8.

<sup>31</sup> Vgl. *Europäische Zentralbank* (2012b), S. 8.

Behinderungen im Bankensystem haben maßgeblichen Einfluss auf die Finanzierungs- und Kreditvergabebedingungen der Geschäftsbanken und damit auf die Realwirtschaft. Die Einpreisung nationaler Schuldenkrisen bedeutete für die EZB eine geringere Durchlässigkeit des Preis-, Bilanz- und Liquiditätskanals und damit eine Störung des geldpolitischen Transmissionskanals, die zur Wahrung ihrer Handlungsfähigkeit behoben werden musste.<sup>32</sup>

Konkret intervenierte die EZB bzw. intervenierten die beauftragten Portfoliomanager des Eurosystems sowohl an den Märkten für öffentliche als auch an den Märkten für private Schuldverschreibungen,<sup>33</sup> wobei strengstens darauf geachtet wurde, dass Anleihekäufe der EZB nur auf dem Sekundärmarkt erfolgten.<sup>34</sup> Hauptziel der Interventionen sowie einiger weiterer Maßnahmen in Reaktion auf die Finanzkrise war und ist die Abschwächung eines Übergreifens der hohen Finanzmarktvolatilität und von Liquiditätsrisiken sowie von Marktverwerfungen auf den Zugang zu Finanzmitteln der Volkswirtschaft der Eurozone.<sup>35</sup>

Am 6. September 2012 haben die geldpolitischen Outright-Geschäfte (*Outright Monetary Transactions* (OMT)) das PWM mit sofortiger Wirkung ersetzt. Hierbei handelt es sich ebenfalls um ein Programm, in dessen Rahmen die EZB Staatsanleihen einzelner Länder der Eurozone am Sekundärmarkt kaufen kann. Unterschiede bestehen insbesondere in der „mit einem entsprechenden Programm der Europäischen Finanzstabilitätsfazilität bzw. des Europäischen Stabilitätsmechanismus (...) verbundene[n] strenge[n] und wirksame[n] Konditionalität.“<sup>36</sup> Ebenso ist die Einbeziehung des Internationalen Währungsfonds bei der Überwachung der Einhaltung der Vorgaben vorgesehen.<sup>37</sup>

Im Gegensatz zu anderen Ankaufprogrammen sollen durch das PWM bzw. die OMT keine expansiven Wirkungen – insbesondere kein Anstieg der Geldmenge – ausgelöst werden.<sup>38</sup> Daher werden ebenfalls seit Mai 2010 entsprechende Gegengeschäfte in Höhe des jeweiligen Volumens in Form der Hereinnahme von Termineinlagen mit einwöchiger Laufzeit

---

<sup>32</sup> Vgl. *Europäische Zentralbank* (2010c), S. 20f.

<sup>33</sup> Vgl. *Europäische Zentralbank* (2010b), S. 8.

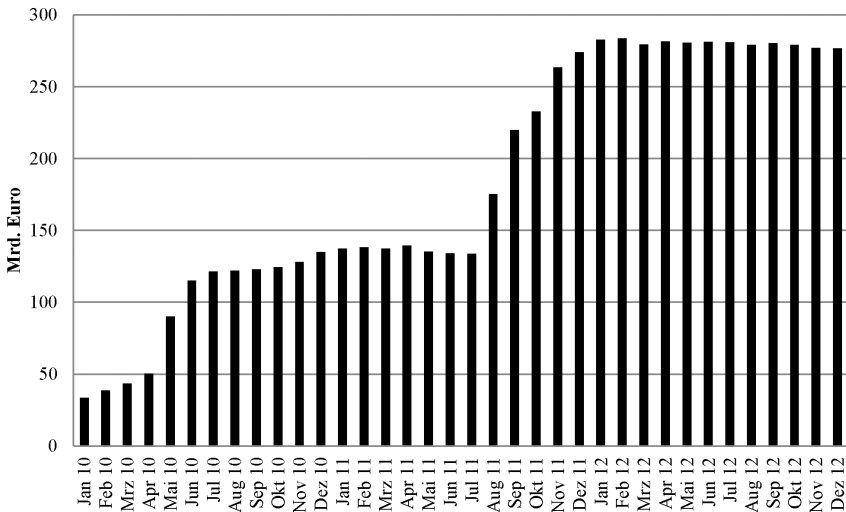
<sup>34</sup> Vgl. *Europäische Zentralbank* (2010c), S. 21, 111.

<sup>35</sup> Vgl. *Europäische Zentralbank* (2010b), S. 9.

<sup>36</sup> *Europäische Zentralbank* (2012a), S. 1.

<sup>37</sup> Vgl. *Europäische Zentralbank* (2012a), S. 1.

<sup>38</sup> Vgl. *Europäische Zentralbank* (2010b), S. 27 und *Europäische Zentralbank* (2012a), S. 2.



Quelle: Monatsberichte der EZB, eigene Zusammenstellung.

Abbildung 2: Wertpapiere für geldpolitische Zwecke  
(Monatsendbestände)

durchgeführt, um die überschüssige Liquidität direkt mit einer einwöchigen Verzögerung wieder abzuschöpfen.<sup>39</sup>

Bis zum Jahresende 2010 wurde von der EZB bereits ein Gesamtabwicklungsvolumen von 73,5 Mrd. Euro ausgewiesen.<sup>40</sup> Seither hat der Umfang des Programms weiter zugenommen, wie Abbildung 2 zu entnehmen ist. Ende März 2012 wurde ein Bestand von 279 Mrd. Euro im Monatsbericht der EZB angegeben. Für die Interpretation der Abbildung ist allerdings zu beachten, dass hier die gesamten für geldpolitische Zwecke eingesetzten Wertpapiere verzeichnet sind, weshalb bereits der Bestand ab Januar 2010 abgetragen ist. Laut Angabe der EZB beruht jedoch ein Großteil dieses Bestands derzeit auf dem PWM. Über die OMT wurden bisher keine Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt gekauft. Die Entwicklungen der Volumina der Staatsanleihekäufe können demnach trotz dieser Einschränkung der vorliegenden Abbildung entnommen werden. Gut zu erkennen sind der Beginn des PWM im Mai 2010 sowie die Verschärfung der Griechenland- und der Italienkrise ab Herbst

<sup>39</sup> Vgl. *Europäische Zentralbank* (2010a) und *Europäische Zentralbank* (2010c), S. 112.

<sup>40</sup> Vgl. *Europäische Zentralbank* (2010c), S. 111.

2011, als die Staatsanleihekäufe erneut deutlich zunahmen. Im Jahr 2012 hingegen bleibt das Gesamtvolumen nahezu konstant und nahm im letzten Quartal sogar leicht ab.

Ein derartiges Vorgehen der EZB – die indirekte Finanzierung von Staatsschulden – war bis ins Jahr 2010 unbekannt, weshalb dieses Programm und das Verhalten der EZB in der Finanzkrise unter besonderer Beobachtung stehen. Da die EZB eine sehr junge Zentralbank ist, ist hingegen nicht weiter verwunderlich, dass bestimmte Instrumente oder Verhaltensweisen nicht sofort zu Beginn der Aufnahme der Geldpolitik auftraten. Allerdings ist allgemein bekannt, dass die EZB in ihrem Aufbau und in ihrem Verhalten stark an die Deutsche Bundesbank angelehnt ist, weshalb alle Abweichungen ihrerseits von der über Jahrzehnte hinweg beobachteten Handlungsweise der deutschen Zentralbank mit Nachdruck insbesondere in der deutschen Medienlandschaft betont werden und kritische Fragen aufwerfen. Die Staatsanleihekäufe stehen unter anderem deshalb in der breiten öffentlichen Kritik, weil sie nur schwer in das geldpolitische Instrumentarium der EZB eingeordnet werden können. Hierfür gibt es verschiedene Ansichten, die im Folgenden kurz vorgestellt werden.

Die Ständigen Fazilitäten sowie das Instrument der Mindestreserve können schon aufgrund ihrer Ausgestaltung ausgeschlossen werden. Damit bleibt nur das Instrument der Offenmarktgeschäfte übrig, dem die Staatsanleihekäufe zugeordnet werden könnten. Auf den ersten Blick erscheint dies passend, da es sich bei den Offenmarktgeschäften um Geschäfte zwischen Zentralbanken und Geschäftsbanken handelt, bei denen die EZB Wertpapiere von den Geschäftsbanken kauft – wobei in der Regel ein fester Rückkauftermin vereinbart wird. Die Grundstruktur dieses Instruments passt damit noch am ehesten zum Vorgehen der EZB. Allerdings besteht weder beim PWM noch bei den OMT eine Rückkaufverpflichtung und die entsprechenden Geschäfte finden nicht zwingend zwischen der EZB und Geschäftsbanken statt, sondern auch andere Akteure können beteiligt sein, solange die Käufe auf dem Sekundärmarkt stattfinden, die Staatsanleihen also nicht direkt von den emittierenden Ländern gekauft werden. Letzteres ist der EZB im AEUV strikt untersagt. Eine Einordnung in das bestehende klassische Instrumentarium der EZB fällt damit schwer. Viel eher drängt sich die Meinung über ein für die EZB neues geldpolitisches Instrument auf, welches sie in Anlehnung an die angelsächsischen Zentralbanken übernommen hat. Wird diese Annahme nicht zugelassen, so müssen die Staatsanleihekäufe zu den Offenmarktgeschäften gezählt werden.



*Sinn/Carstensen* sind hingegen der Überzeugung, dass die Staatsanleihekäufe „keine geldpolitische Maßnahme im eigentlichen Sinne“<sup>41</sup> darstellen, da die expansiven Auswirkungen auf die Geldmenge jeweils sofort durch entsprechende Gegengeschäfte rückgängig gemacht werden.

Mehrheitlich wird in der bisher verfügbaren Literatur die Meinung vertreten, dass es sich um ein neues geldpolitisches Instrument handelt, bei dem sich die EZB am geldpolitischen Instrumentarium der angelsächsischen Länder orientiert hat, für die eine solche Vorgehensweise keine außergewöhnliche Maßnahme darstellt. Sowohl die *Bank of England* als auch das *Federal Reserve System* der USA kaufen nicht erst seit der Finanzkrise Staatsanleihen auf. Inwieweit sich die EZB damit noch innerhalb ihrer rechtlichen Vorgaben bewegt und ob sie überhaupt die Kompetenz für einen derartigen Eingriff hat, muss an anderer Stelle geklärt werden. Denn eine Zentralbank hat unter anderem die Aufgabe für Stabilität auf den Finanzmärkten zu sorgen und sollte daher nur bedingt selbst als Akteur auf diesen Märkten teilnehmen.<sup>42</sup>

#### **IV. Einfluss von Staatsanleihekäufen auf die Unabhängigkeit der EZB**

Aus der volkswirtschaftlichen Theorie heraus gilt, dass von einem ausufernden Ankauf von Staatsanleihen, aber auch von anderen Papieren eine deutliche Inflationsgefahr ausgeht, weil die Geldmenge hierdurch beständig ausgeweitet wird. Diese einfache Schlussfolgerung lässt sich allerdings nur ziehen, wenn diese zusätzlich geschöpfte Geldmenge auch in Umlauf kommt. Dies ist wiederum nur dann der Fall, wenn der geldpolitische Transmissionsmechanismus einwandfrei funktioniert. In der Finanzkrise ist dieser blockiert. Nicht nur, dass der Interbankenmarkt Schwächen zeigt, auch andere geldpolitische Maßnahmen verpuffen, sie werden quasi vom Bankensystem aufgesaugt. Die überschüssige Liquidität wird zum einen durch Gegengeschäfte der EZB sterilisiert, da der Ankauf von Staatsanleihen keine expansive Wirkung haben soll, zum anderen verhalten sich die Geschäftsbanken nicht wie gewünscht, sondern legen das überschüssige Geld wieder bei der EZB an – die Inanspruchnahme der Einlagenfazilität hat deutlich zugenommen – oder geben wichtige geldpolitische Impulse nicht an den Kapitalmarkt weiter. Dies

---

<sup>41</sup> *Sinn/Carstensen* (2010), S. 16.

<sup>42</sup> Vgl. *Sell* (2007).

ist bis an den aktuellen Rand zu beobachten. Von Kritikern des PWM bzw. der OMT und anderer Sondermaßnahmen der EZB wird befürchtet, dass sich dieses Verhalten schnell ändert, wenn das Ende der Finanzkrise abzusehen ist und die EZB nicht schnell genug auf eine restriktive Politik umstellen kann. Daher wird von einer dann deutlich erhöhten Inflationsrate für die Eurozone ausgegangen, was aber aufgrund der Gegengeschäfte nicht allein auf die Staatsanleihekäufe zurückzuführen ist. Eine Gefährdung der Unabhängigkeit durch Inflationsdruck kann in Bezug auf die Aktivitäten der EZB am Sekundärmarkt bisher verneint werden. Der Umstand, dass ein Umschwenken von expansiver auf kontraktive Geldpolitik in der Regel zu Wirkungsverzögerungen führt, gilt erstens nicht nur für die EZB und hat zweitens nur zum Teil mit den hier betrachteten Staatsanleihekäufen zu tun.

Wie bereits in Abschnitt II ausführlich dargelegt, ist die personelle Unabhängigkeit die wichtigste Komponente der politischen Unabhängigkeit und für die EZB nur begrenzt gegeben. Gerade der Entschluss der EZB, Staatsanleihen von Krisenländern der Eurozone zu kaufen, kann dazu führen, dass zusätzlicher politischer Druck auf die EZB entsteht. Immerhin kann diese Risikoposition in der Zentralbankbilanz – Staatsanleihen stellen keine risikolose Anlageform mehr dar – zu einem Ausfall der Gewinnausschüttungen an die NZB und damit in den meisten Fällen an die Staatshaushalte oder im schlechtesten Fall zu negativem Eigenkapital führen. Bei bereits angespannter Haushaltslage müssten dann weitere Sparmaßnahmen sowie Steuer- und Abgabenerhöhungen erfolgen, die politisch nur schwer durchzusetzen wären.<sup>43</sup> Verluste der EZB werden nämlich nach dem Kapitalschlüssel an die NZB übertragen. Die in den NZB anfallenden Verluste werden in vielen Fällen, so auch in Deutschland, im Endeffekt von den Steuerzahlern getragen und reichen damit in den Bereich der Fiskalpolitik hinein. Sobald also die EZB Staatsanleihen abschreiben muss, beginnt die scheinbar klare Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik zu verschwimmen. Der Anreiz für die Mitglieder des EZB-Rates, sich stärker auf die einzelnen nationalen Probleme zu konzentrieren und die Geldpolitik entsprechend zu beeinflussen, wächst. Vertreter hoch verschuldeter Länder werden daher eher für einen weiteren Ankauf ihrer Staatsanleihen plädieren, da bei deren Ausfall nur ein Teil der Verluste vom eigenen Land getragen werden muss. Vertreter von Gläubigerländern werden sich entgegengesetzt verhalten und ein Ende der Staatsanleihekäufe fordern, weil die Länder bei Ausfall

---

<sup>43</sup> Vgl. *Belke* (2010), S. 358 f.

der Staatsanleihen die Verluste zum größten Teil übernehmen müssen. Gerade die Deutsche Bundesbank steht diesen Programmen deshalb sehr kritisch gegenüber und fordert ihre Einstellung. Denn letztendlich bedeutet der Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB nichts anderes als ein durch die EZB betriebenes Bail-Out, also eine Vergemeinschaftung der Staatsschulden einzelner Länder der Eurozone. Die EZB hat durch die Staatsanleihekäufe eine quasi-fiskalische Rolle übernommen.<sup>44</sup> So würde sie bspw. bei einem freiwilligen Schuldenschnitt für Griechenland aktiv in die Finanzierung des öffentlichen Haushaltes eingreifen.<sup>45</sup> Der weitaus interessantere Bereich der Unabhängigkeit, der im Zusammenhang mit den Staatsanleihekäufen der EZB zu betrachten ist, betrifft somit den Bereich der finanziellen Unabhängigkeit der EZB.

Ob die Staatsanleihekäufe am Ende tatsächlich einen signifikanten Einfluss auf die Unabhängigkeit der EZB und damit auf die Entscheidungen des EZB-Rates haben werden, kann nach den bisherigen Beobachtungen nicht abschließend beantwortet werden. Zwar zeigen sich im Verhalten der EZB ungewöhnliche Reaktionen als Maßnahmen auf die Finanzkrise, ihre Unabhängigkeit kann deswegen aber nicht generell angezweifelt werden. Die Finanzkrise ist eine Krise, die neben der Krise auf den Kapital- und Geldmärkten auch eine europäische Schuldenkrise umfasst. Gerade für die EZB als Zentralbank der Eurozone muss daher gelten: Außergewöhnliche Umstände erfordern außergewöhnliche Maßnahmen. Und genau so hat sie sich bisher verhalten, und zwar mit Fokus auf die gesamte Eurozone. Gleichzeitig ist zu betonen, dass auch andere bedeutende Zentralbanken wie die *Fed* und die *Bank of England* seit längerem eine ähnliche Politik verfolgen.<sup>46</sup> Die für die Teilnahme an den OMT geforderte Konditionalität kann allerdings als Politik für einzelne Euroländer statt für die gesamte Eurozone ausgelegt werden, was der ursprünglichen Hauptaufgabe der EZB widerspricht. Eine Einflussnahme der Vertreter der verschuldeten Länder kann dennoch vorerst ausgeschlossen werden, da objektive Kriterien der einzelnen Länder erfüllt sein müssen, damit ihre Staatsanleihen überhaupt unter die OMT fallen können. Ohne die bisherigen Eingriffe der EZB auf dem Sekundärmarkt wäre die gesamte Eurozone in weitere Schwierigkeiten geraten. Allerdings muss sichergestellt werden, dass die ergriffenen Maßnahmen tatsächlich nur kurzfristig angelegt sind, da bereits jetzt auf den verschie-

---

<sup>44</sup> Vgl. *Buiter* (2010), S. 14.

<sup>45</sup> Vgl. *Heß* (2012).

<sup>46</sup> Vgl. *Buiter* (2010), S. 16.

denen Märkten Moral Hazard zu beobachten ist, wodurch eine Rückkehr zur Normalität deutlich erschwert wird. Die Absprache mit den Regierungen der Euroländer hinsichtlich einer stärkeren fiskalischen Disziplin zu Beginn der Ankäufe von Staatsanleihen unterstreicht das von Kooperation geprägte Verhalten der EZB, um ein schnelles Überwinden der Krise zu ermöglichen und die Währungsunion zu erhalten. Im Gegensatz zu einer NZB fällt es der EZB leichter, bei ihren Entscheidungen auf ihrer Unabhängigkeit zu beharren, weil sie nicht nur einer Fiskalpolitik und damit dem nationalen Druck ihres Eigentümers, sondern 17 Fiskalpolitiken bzw. einer Vielzahl von Eigentümern gegenübersteht. Eine Gefährdung der EZB-Unabhängigkeit wird erst bei Koalitionsbildungen auftreten, was grundsätzlich in beide Richtungen möglich ist: Es kann die Gruppe der stabilen Länder oder die Gruppe der hoch verschuldeten Länder in die Mehrheit gelangen, wobei letzteres derzeit das realistischere Szenario darstellt. Im ersten Fall wäre trotz der Dominanz dieser Ländergruppe die Unabhängigkeit der EZB, insbesondere was die Ausrichtung der Geldpolitik und das Ziel der Preisniveaustabilität betrifft, deutlich wahrscheinlicher. Solange die Eurozone aber nicht einer Fiskalunion oder zumindest einer genügend großen fiskalpolitisch gleichgerichteten Ländergruppe gegenübersteht, wird die indirekte Finanzierung von Staatsschulden einzelner Euroländer keine konkrete Gefahr für die EZB-Unabhängigkeit als Ganzes darstellen.

Allerdings stellt sich die Frage, inwieweit die EZB durch den Ankauf von Staatsanleihen und damit der Anhäufung von Staatsschulden an Reputation verloren hat. Die deutliche Abweichung von ihrem bisher eher konservativen Verhalten haben Misstrauen und Kritik hervorgerufen. Die EZB muss nun bestrebt sein, den Finanzmärkten und der Öffentlichkeit ihre Prinzipientreue zu beweisen und ihre Glaubwürdigkeit wieder zu stärken, nicht zuletzt durch eine erhöhte Transparenz ihrer Staatsanleihenkäufe gegenüber der Öffentlichkeit. Dies gelingt ihr wohl nur, wenn sie überzeugend klarmachen kann, dass neue Verhaltensweisen, eine Ausweitung des bisherigen geldpolitischen Instrumentariums und eine enge Kooperation mit den nationalen Fiskalpolitiken für eine Währungsunion ohne Fiskalunion unvermeidbar sind. Denn nur dann ist auch in Zukunft eine unabhängige und verlässliche Geldpolitik für die Eurozone zu erwarten. EZB-Präsident Mario Draghi hat mit seiner Ankündigung, bei Bedarf unbegrenzt Staatsanleihen zu kaufen, bereits einen ersten Schritt in diese Richtung getan.<sup>47</sup> Ein weiterer Schritt war die im Februar 2013

---

<sup>47</sup> Vgl. *Häring et al.* (2012).

erfolgte Offenlegung, wie viele Staatsanleihen von welchen Ländern im Rahmen des PWM von der EZB gehalten werden.

## V. Zusammenfassung und Ausblick

Die Unabhängigkeit der EZB als Zentralbank einer Währungsunion ist *de jure* weitaus stärker ausgeprägt als die Unabhängigkeit nationaler Zentralbanken. *De facto* kann aber durch Koalitionsbildung trotz der Heterogenität der Eurozone eine auf nationale Interessen ausgerichtete Geldpolitik nicht ausgeschlossen werden. Die wichtigsten Bereiche, nämlich die personelle und die finanzielle Unabhängigkeit, sind direkt betroffen.

Mit Beginn der Staatsanleihekäufe hat sich die EZB in eine quasi-fiskalische Rolle begeben. Das Verbot der Vergemeinschaftung bzw. Übernahme von Schulden einzelner Euroländer aus dem AEUV ist mit den Staatsanleihekäufen über den Sekundärmarkt umgangen worden. Es findet ein indirektes Bail-Out statt, da auftretende Verluste bei Abschreibungen auf Staatsanleihen im Besitz der EZB auf alle Eigentümer der EZB anteilig überwält werden. Ebenso entstünde bei Teilnahme der EZB an einem Schuldenschnitt eine direkte Finanzierung des Staatshaushaltes des betreffenden Landes. Dieses Verschwimmen der Grenze von Geld- und Fiskalpolitik verringert die politische Unabhängigkeit der EZB deutlich. Die Euroländer, deren Staatsanleihen bisher angekauft wurden, halten nun ein Druckmittel, das bei einer *de facto* unabhängigen EZB nicht denkbar wäre.

Gleichzeitig ist davon auszugehen, dass die EZB durch den Einsatz dieses neuartigen Instruments ihre Reputation gefährdet hat, insbesondere auch durch die lange Zeit fehlende Transparenz ihrer Staatsanleihekäufe. Da ihre Glaubwürdigkeit – wie die Marktreaktionen auf die Ankündigung von Mario Draghi, im Zweifel unbegrenzt Staatsanleihen zu kaufen, zeigen – aber insgesamt noch vorhanden ist, ist die EZB derzeit die einzige Instanz, die Ruhe auf die Finanzmärkte bringen kann und damit ein Fortbestehen der Eurozone in ihrer jetzigen Form wahrscheinlicher macht. Eine politische und damit fiskalische Lösung der Finanzkrise ist insofern nicht abzusehen, da die Diskussionen um europäische, aber auch vom IWF geplante Erweiterungen der Rettungsschirme und Stabilitätsmechanismen auf den Finanzmärkten den Eindruck hinterlassen, dass „Europa nicht mit einer Stimme spricht“. Spekulationen und Unsicherheiten können von den Regierungen nur eingeschränkt erwidert

werden. Vielleicht müssen für eine Zentralbank einer Währungsunion bzw. für ihre Geldpolitik neue Wege beschrrieben werden, wenn es sich nicht um einen optimalen Währungsraum handelt und vor allem, wenn keine Fiskalunion besteht; auch wenn dies eine kurzfristige Einschränkung der Unabhängigkeit der Zentralbank bedeutet.

## Literatur

*Alesina, A./Summers, L. H.* (1993), Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 25. Nr. 2. S. 151–162. – *Bade, R./Parkin, M.* (1988), Central Bank Laws and Monetary Policy. Department of Economics. University of Western Ontario. – *Badinger, H./Nitsch, V.* (2011), National Representation in Multinational Institutions: The Case of the European Central Bank. CESifo Working Paper Nr. 3573. September. – *Belke, A.* (2010), Driven by the markets? ECB sovereign bond purchases and the Securities Markets Programme. *Intereconomics*. Vol. 45. Nr. 6. S. 357–363. – *Belke, A./Polleit, T.* (2010), How much fiscal backing must the ECB have? The euro area is not (yet) the Philippines. *International Economics*. Vol. 124. Nr. 4. S. 5–30. – *Belke, A./Schnurbein, B. von* (2012), European monetary policy and the ECB rotation model – Voting power of the core versus the periphery. *Public Choice*. Vol. 151. Nr. 1–2. S. 289–323. – *Belke, A./Styczynska* (2006), The allocation of power in the enlarged ECB Governing Council: An assessment of the ECB rotation model. *Journal of Common Market Studies*. Vol. 44. Nr. 5. S. 865–897. – *Berger, H./DeHaan, J.* (2002), Are Small Countries Too Powerful Within the ECB? *Atlantic Economic Journal*. Vol. 30, Nr. 3. S. 263–280. – *Blanchard, O./Dell'Ariccia, G./Mauro, P.* (2010), Rethinking Macroeconomic Policy. IMF Staff Position Note SPN/10/03. February, 12<sup>th</sup>. – *Buiter, W.* (2010), Games of Chicken between monetary and fiscal authority: Who will control the deep pockets of the central bank? *Global Economic Outlook and Strategy*. Citigroup Global Markets. July, 21<sup>st</sup>. S. 12–19. – *Caesar, R.* (1981), Der Handlungsspielraum von Notenbanken – Theoretische Analyse und internationaler Vergleich. Schriften zur Monetären Ökonomie. Band 13. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft. – *Chappell, H. W./McGregor, R. R./Vermilyea, T.* (2007), The persuasive power of a Committee Chairman: Arthur Burns and the FOMC. *Public Choice*. Vol. 132. Nr. 1–2. S. 103–112. – *Cukierman, A./Webb, S. B./Neyapti, B.* (1993), Measuring the Independence of Central Banks and Its Effects on Policy Outcomes. *The World Bank Economic Review*. Vol. 6. Nr. 3. S. 353–398. – *Duisenberg, W.* (2002), Some remarks on the euro in a US context. Rede von Dr. Willem F. Duisenberg, Präsident der EZB, Meeting des Council on Foreign Relations, New York, 19. April. <http://www.ecb.int/press/key/date/2002/html/sp020419.en.html>, Zugriff am 16. Januar 2013. – *Europäische Zentralbank* (2003), Monatsbericht. Mai. Frankfurt a.M. – *Europäische Zentralbank* (2009), Monatsbericht. Juli. Frankfurt a.M. – *Europäische Zentralbank* (2010a), EZB beschließt Maßnahmen, um den starken Spannungen an den Finanzmärkten entgegenzuwirken. Pressemitteilung vom 10. Mai 2010. Frankfurt a.M. – *Europäische Zentralbank* (2010b), Monatsbericht. Juni. Frankfurt a.M. – *Europäische Zentralbank* (2010c), Jahresbericht. Frankfurt a.M. – *Europäische*

*Zentralbank* (2012a), Technische Merkmale der geldpolitischen Outright-Geschäfte. Pressemitteilung vom 6. September 2012. Frankfurt a.M. – *Europäische Zentralbank* (2012b), Monatsbericht. September. Frankfurt a.M. – *Fang, P.* (2006): Die Europäische Zentralbank. Dissertation Nr. 3209. Zürich: OK Digitaldruck AG. – *Gaitanides, C.* (2005), Das Recht der Europäischen Zentralbank. *Jus Publicum* 132. Tübingen: Mohr Siebeck. – *Grilli, V./Masciandaro, D./Tabellini, G.* (1991), Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries. *Economic Policy*. Vol. 6. Nr. 2. S. 341–392. – *Häring, N./Hanke, T./Kort, K.* (2012), Europa prüft neue Hilfen für Spanien. *Handelsblatt* Nr. 144. S. 6. – *Heinemann, F./Hüfner, F. P.* (2004), Is the view from the Eurotower purely European? – National divergence and ECB interest rate policy. *Scottish Journal of Political Economy*. Vol. 51. Nr. 4. S. 544–558. – *Heß, D.* (2012), Schuldenschnitt für EZB keine Option. *Handelsblatt* Nr. 224. S. 5. – *Liebler, S.* (1996), Der Einfluß der Unabhängigkeit von Notenbanken auf die Stabilität des Geldwertes. *Sozialökonomische Schriften* 11. Peter Lang – Europäischer Verlag der Wissenschaften: Frankfurt a.M. – *Meade, E. E./Sheets, D. N.* (2002), Regional Influences on U.S. Monetary Policy: Some Implications for Europe. Centre for Economic Performance. – *Sell, Friedrich L.* (2007), Das Streben nach Zinsvorteilen. Zentrale Aufgabe der Notenbankpolitik muss es bleiben, die Stabilität des internationalen Finanzsystems zu garantieren. *Handelsblatt* Nr. 71. S. 8. – *Sinn, H.-W.* (2012), Die Target-Kredite der Deutschen Bundesbank. ifo Schnelldienst. Sonderausgabe März. – *Sinn, H.-W./Carstensen, K.* (2010), Ein Krisenmechanismus für die Eurozone. ifo Schnelldienst. Sonderausgabe November. – *Solveen, R.* (1998), Der Einfluß der Unabhängigkeit auf die Politik der Zentralbanken. *Kieler Studien* 288. Hrsg. Horst Siebert. Tübingen: Mohr Siebeck. – *Varela, D./Sánchez-Santos, J. M.* (2003), National vs. European mandate: a rational choice model of interest rate decisions by the European Central Bank. Paper prepared for the 33<sup>rd</sup> annual conference and 8<sup>th</sup> research conference of UACES. Newcastle. September, 2–4. – *Waigel, C.* (1999), Die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank – Gemessen am Kriterium demokratischer Legitimation. *Nomos Universitätsschriften*. Band 305. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft.

## **Zusammenfassung**

### **Gefährdet der Ankauf von Staatsanleihen die Unabhängigkeit der EZB?**

Spätestens seit Mai 2010 wird die EZB dafür kritisiert, dass sie – zumindest indirekt – Staatsschulden finanziert und sich von fiskalischer Seite unter Druck setzen lässt. Sie selbst begründet ihr Programm für die Wertpapiermärkte und damit ihre Staatsanleihekäufe mit der notwendigen Aufrechterhaltung der Funktionsfähigkeit des Transmissionskanals. Ist dieses Vorgehen eine Gefährdung ihrer Unabhängigkeit? Oder existieren gravierende Unterschiede zwischen der EZB als Zentralbank einer Währungsunion und einer nationalen Zentralbank? Eine detaillierte Betrachtung der verschiedenen Bereiche von Unabhängigkeit sowie eine Einordnung der Programme in das geldpolitische Instrumentarium werden hierüber Aufschluss geben: Die EZB hat durch die Staatsanleihekäufe eine quasi-fiska-



lische Rolle eingenommen, was ihre politische wie auch finanzielle Unabhängigkeit eingeschränkt hat. Zudem hat sie möglicherweise an Reputation verloren. (E40, E42, E50, E52, E58, F34)

## Summary

### **Does the Purchase of Government Bonds by the ECB endanger its Independence?**

Since May 2010 at the latest, the ECB has been criticized for financing government bonds – at least indirectly – and for tolerating to be put under pressure by the fiscal side. The ECB itself has justified its securities markets programme and, thus, its government bond purchases by the need to maintain the functioning ability of the transmission channel. Is this procedure tantamount to endangering its independence? Or are their noticeable differences between the ECB as the central bank of a monetary union and a central bank of a single state? Answers to this are provided by a detailed examination of the different areas of independence as well as through coordination of the programme with the other monetary policy instruments: The ECB has taken on a quasi-fiscal role by purchasing government bonds, which has restricted its political as well as its financial independence. Moreover, it has possibly lost reputation as well. (E40, E42, E50, E52, E58, F34)