



Blickpunkt Brüssel



Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank

Verlauf, Risiken und Ausblick

Marie Schmidt

November
2016



Der vorliegende Aufsatz stellt die grundlegende Bedeutung, Funktion, und Arbeitsweise der Europäischen Zentralbank dar. Insbesondere erfolgt eine kritische Auseinandersetzung mit ihrem Vorgehen zu Zeiten der Finanzkrise. Neben der Darstellung der Gefahren der derzeitigen Geldpolitik wird auch auf die Notwendigkeit der geldpolitischen Maßnahmen eingegangen. Abschließend wird eine Prognose des weiteren Verlaufs vorgenommen.

Inhaltsübersicht:

A. Die Europäische Zentralbank	2
I. Allgemeines.....	2
II. Rechtsform und Finanzverfassung	2
III. Organisationsstruktur	3
1. Das Direktorium	3
2. Der Rat.....	3
3. Der erweiterte Rat.....	4
4. Der EZB - Präsident.....	4
IV. Aufgaben der EZB	4
V. Kompetenzen.....	5
VI. Ziele	5
VII. Unabhängigkeit.....	6
B. Der Kurs der Europäischen Zentralbank	6
I. Die EZB – Krisenpolitik	6
1. Was spricht für die expansive Geldpolitik der EZB?	11
2. Welche Risiken birgt die expansive Geldpolitik der EZB?	13
3. Der Ausstieg: Zinswende	16
II. Fazit und Ausblick	17



A. Die Europäische Zentralbank¹

I. Allgemeines

Die Einrichtung einer Europäischen Zentralbank (EZB) für die Europäische Gemeinschaft geht auf Art. 8 EGV des Vertrages von Maastricht zurück. Am 01.06.1998 wurde das erste EZB-Direktorium ernannt. Unmittelbar darauf fand die Errichtung des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) und der EZB statt. Dabei löste die EZB das Europäische Währungsinstitut ab und übernahm dessen Aufgaben. Schließlich gingen am 01.01.1999 die Kompetenzen in der Geldpolitik von den damals elf Teilnehmerstaaten auf die Bestandteile des ESZB über. Als einheitliches Zahlungsmittel wurde der Euro eingeführt. Sitz der EZB ist Frankfurt am Main. Im Wesentlichen hat der Vertrag von Lissabon die Organisationsstruktur und die Kompetenzen der EZB nicht berührt. Allerdings qualifizieren der Vertrag über die Europäische Union (EUV) und der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) die EZB nun als Organ der Europäischen Union.

Die EZB, als zentraler Kompetenzträger für die Geldpolitik in der Europäischen Währungsunion, ist nach Art. 13 Abs. 1 S. 2 EUV eines der sieben Organe der Europäischen Union. Die Organisationsstruktur und die Kompetenzen der EZB sind im AEUV bestimmt (Art. 127- 133, Art. 282-284 AEUV) und werden im primärrechtlichen Protokoll über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (ESZB-Satzung) erläutert. Ebenso sind auch die Ziele und Aufgaben des ESZB hier festgelegt.

II. Rechtsform und Finanzverfassung

Nach Art. 282 Abs. 3 S. 1 AEUV besitzt die EZB Rechtspersönlichkeit. Die EZB ist eine juristische Person internationalen Rechts, so dass sie in jedem Mitgliedsstaat rechts- und geschäftsfähig ist, d. h. dass sie Vermögen erwerben und vor Gericht klagen oder verklagt werden kann. Sie stellt eigene Jahresabschlüsse auf, die extern geprüft werden. Die Zentralbanken der Mitgliedsstaaten sind die alleinigen Zeichner und Inhaber des Kapitals der EZB, wobei sich die Anteile jeweils hälftig nach der Größe der Bevölkerung und des Bruttoinlandsprodukts bemessen. Haftungsmasse der EZB bildet allein ihr Vermögen, so dass sie finanziell unabhängig ist. Außerdem können so die monetären Einkünfte des ESZB über die nationalen Zentralbanken den Teilnehmerstaaten der Währungsunion zugeordnet werden. Einkünfte der nationalen Zentralbanken werden grundsätzlich nach den Anteilen am gezeichneten Kapital verteilt.

¹ Zum Ganzen: Jan Bergmann, Handlexikon der Europäischen Union, 5. Auflage 2015, unter Europäische Zentralbank (EZB) und die Website der Europäischen Zentralbank, abrufbar unter: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.de.html> (Stand: 27.10.2016).



III. Organisationsstruktur

Beschlüsse innerhalb der EZB kommen durch den Rat und das Direktorium der EZB zustande.

1. Das Direktorium

Zum Direktorium gehören der Präsident und der Vizepräsident der EZB, sowie vier weitere Mitglieder. Die Mitglieder ernennt der Europäische Rat aus dem Kreis der in Währungs- und Bankfragen anerkannten und erfahrenen Persönlichkeiten. Das Mandat ist auf acht Jahre festgelegt. Um eine persönliche Unabhängigkeit zu gewährleisten ist das Mandat nicht erneuerbar. Bei Abstimmungen, bei denen grundsätzlich eine einfache Mehrheit genügt, hat jedes persönlich anwesende Mitglied eine Stimme. Den Mitgliedern des Direktoriums kommt eine gleichrangige Stellung zu, so hat insbesondere der Präsident der EZB kein Weisungsrecht gegenüber den anderen Mitgliedern. Zu den Aufgaben des Direktoriums gehören die Führung der laufenden Geschäfte, die Vorbereitungen der Sitzungen des EZB-Rates und die Durchführung der Geldpolitik nach den Richtlinien und Entscheidungen des EZB-Rates. Hierzu tagt das Direktorium mindestens einmal wöchentlich. Im Zusammenhang mit der Ausführung der Geldpolitik ist es gegenüber den nationalen Zentralbanken weisungsbefugt. Außerdem erstellt das Direktorium den Jahresabschluss der EZB und die konsolidierte Bilanz des ESZB.

2. Der Rat

Der EZB-Rat besteht aus dem Direktorium und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken. Den Vorsitz hat der EZB-Präsident inne. Der Rat trifft sich mindestens zehnmal im Jahr. Grundsätzlich werden Beschlüsse mit einfacher Mehrheit gefasst. Zurzeit setzt der Rat sich aus den sechs Mitgliedern des Direktoriums und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken der 19 Mitgliedsstaaten zusammen. Jedes Mitglied des Direktoriums hat eine Stimme und die Präsidenten der nationalen Zentralbanken haben insgesamt fünfzehn Stimmen, wobei ein Rotationsprinzip gilt.²

Als zentrales Beschlussorgan des ESZB erlässt der Rat die Leitlinien und Entscheidungen, die zur Erfüllung der Aufgaben des ESZB notwendig sind. Er entscheidet über geldpolitische Zwischenziele, die Leitzinsen und die Bereitstellung von Zentralbankgeld. So ist der Rat für die Währungspolitik

² Siehe zur näheren Erläuterung des Rotationsprinzips: Carsten Hefeker, Die Rotation des Stimmrechts, Wirtschaftsdienst, 2014, 456 f.



in der Union verantwortlich. Er gibt der EZB ihre Geschäftsordnung und übt die Beratungs- und Konsultationsfunktionen der EZB aus. Außerdem bestimmt er im Bereich der ESZB über die Zusammenarbeit im internationalen Währungswesen. Er hat Leitungs- und Aufgabenbefugnisse gegenüber den nationalen Zentralbanken und ist für Beschlüsse im Rahmen der Kapitalausstattung und Gewinnverwendung der EZB und des ESZB zuständig. Der EZB-Rat setzt Ausschüsse des ESZB ein, um seine Arbeit vorzubereiten.

3. Der erweiterte Rat

Dem erweiterten Rat gehören auch die Präsidenten der nationalen Zentralbanken der Nichtteilnehmerstaaten an. Er hat lediglich beratende und koordinierende Funktion. Zu seinem Aufgabenbereich gehört der Wechselkursmechanismus II und die Heranführung von Nichtteilnehmerstaaten an die Währungsunion.

4. Der EZB - Präsident

Der Präsident der EZB vertritt die EZB nach außen rechtlich wie auch politisch. Er hat sowohl im Rat der EZB, als auch im Direktorium den Vorsitz. Bei Stimmengleichheit ist seine Stimme entscheidend.

IV. Aufgaben der EZB

Zu den grundlegenden Aufgaben der EZB gehören die Durchführung von Devisengeschäften, das Management der offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten, die Förderung eines reibungslosen Zahlungssystems und die Aufsicht über Kreditinstitute in teilnehmenden Mitgliedsstaaten des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism, SSM).³ Art. 4 und Art. 25 ESZB-Satzung legen fest, dass die EZB andere Einrichtungen, Organe und Foren der EU berät. Sie kann sich an Gesetzgebungsprozessen mittels Stellungnahme zu Rechtsakten der EU und der Mitgliedsstaaten beteiligen.

Die EZB ist nach Art. 9.2 ESZB-Satzung letztverantwortlich für die Erfüllung der Aufgaben der ESZB. So hat die, gegenüber den nationalen Zentralbanken weisungsbefugte, EZB die Organisationskompetenz für die Aufgabenerfüllung.

³ Europarecht : ein Studienbuch, Oppermann, Thomas, 1931-; Classen, Claus Dieter, 1960-; Nettesheim, Martin, 1964-; 6., völlig neu bearb. Aufl.; 2014, S. 323, 325.



lung. Die EZB hat das ausschließliche Recht, die Ausgabe von Banknoten und Münzen zu genehmigen.⁴

V. Kompetenzen

Für die EZB gilt das Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung, d. h. Rechtssetzungsakte von Organen der Union sind nur dann rechtmäßig, wenn sie auf einer vertraglichen Ermächtigungsgrundlage beruhen. Sie kann Verordnungen und Beschlüsse erlassen, und Empfehlungen und Stellungnahmen abgeben, um die Aufgaben des ESZB zu erfüllen. Dabei ist die Rechtssetzung unabhängig.

VI. Ziele

Oberstes Ziel der EZB ist die Gewährleistung von Preisstabilität. Darüber hinaus kann sie die allgemeine Wirtschaftspolitik der EU unter Beachtung der Preisstabilität unterstützen. Dabei darf sie nicht gegen das Verbot monetärer Finanzierung verstoßen. Eine Finanzierung von öffentlichen Schulden durch die EZB darf nicht stattfinden. So sind Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der EZB oder den nationalen Zentralbanken für Organe, Einrichtungen oder sonstige Stellen der Union, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die EZB oder die nationalen Zentralbanken. Im Oktober 1998 formulierte der EZB-Rat als Preisstabilitätsziel unter, aber nahe 2% Inflation zu bleiben.⁵ Dabei ist das wichtigste Instrument, dessen sich die EZB bedient, der sogenannte Leitzins, zu dem Geschäftsbanken bei der Zentralbank Liquidität abrufen können. Je höher der Leitzins, desto niedriger die Kreditnachfrage, desto niedriger der Konsum und die Investitionen, desto geringer das Wirtschaftswachstum, desto geringer der Inflationsdruck.⁶ Über Veränderungen der Leitzinshöhe wirkt die EZB auf die Konjunkturentwicklung und auf die Inflationsentwicklung ein. Ein weiteres Instrument zur Erreichung der Preisstabilität ist die Erhöhung der Liquiditätsausstattung der Geschäftsbanken durch den Ankauf von Staatsanleihen („Quantitative Easing“).

⁴ Ansgar Siemens, Geldpolitik So funktioniert die Euro-Notenbank, Focus vom 27.03.2008, abrufbar unter: http://www.focus.de/finanzen/boerse/finanzkrise/geldpolitik_aid_266994.html

⁵ Andreas Wagener, Die Europäische Zentralbank, 1. Aufl.; 2001, S. 54.

⁶ <https://euro.de/finanzwelt/wie-funktioniert/eine-zentralbank.html>; https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-central-bank_de.



VII. Unabhängigkeit

Die EZB nimmt eine unabhängige Stellung innerhalb der Europäischen Union ein. Die Unabhängigkeit der EZB wird institutionell, funktionell, finanziell und persönlich gewährleistet. Insbesondere ist sie nach Art. 282 Abs. 3 S. 3 AEUV in der Ausübung ihrer Befugnisse und der Verwaltung ihrer Mittel unabhängig. Nach Art. 130 AEUV bestehen Weisungs- und Beeinflussungsverbote. Auch die Unabhängigkeit der Mitglieder ihrer Organe wird gewährleistet. Von besonderer Bedeutung für ihre Unabhängigkeit ist schließlich, dass die EZB mit eigenen Finanzmitteln, außerhalb des Haushalts der Union, ausgestattet ist. Auf der anderen Seite unterliegt die EZB Berichts- und Rechenschaftspflichten, so dass sie mindestens vierteljährlich Berichte über die Tätigkeit des ESZB und wöchentlich einen konsolidierten Ausweis des ESZB veröffentlichen muss. Gegenüber dem Europäischen Parlament, dem Rat, der Kommission und dem Europäischen Rat trifft sie die Pflicht über die Tätigkeit des ESZB und die Geld- und Währungspolitik des vergangenen und laufenden Jahres Rechenschaft abzulegen. Dazu stellt sie einen Jahresbericht aus. Der EZB-Präsident muss viermal im Jahr Rechenschaft vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments ablegen. Die Protokolle dieser Anhörung sind öffentlich auf der Internetseite des Ausschusses einsehbar. Außerdem findet eine wirtschaftliche Kontrolle durch den Rechnungshof statt. Auch unterliegt die EZB der gerichtlichen Kontrolle durch den EuGH. Regelungen hierzu finden sich im AEUV und der ESZB-Satzung.

B. Der Kurs der Europäischen Zentralbank

I. Die EZB – Krisenpolitik

Mit dem Ausbruch der Finanzkrise fing die EZB an, ihren geldpolitischen Kurs zu lockern.⁷ Sie senkte den Leitzins von 4,25 Prozent auf 1 Prozent, um der Bankenkrise und dem dramatischen Einbruch der Wirtschaftsaktivität in der Euro-Zone entgegenzuwirken.⁸ Der Leitzins ist besonders für Geschäftsbanken relevant, da mit ihm direkt Einfluss auf die Refinanzierungskosten genommen wird.⁹ Das Sinken des Leitzinses hat zur Folge, dass die Refinanzierungskosten der Banken sinken und so im Finanzsektor – zumindest kurzfristig – höhere Gewinne erzielt werden.¹⁰ Außerdem gewährte die EZB den Geschäftsbanken über Vollzuteilung bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften

⁷ Aigner, u.a. Geld in Gefahr, EURO, 25.05.2016, Nr. 6, S. 40 – 61.

⁸ Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT.

⁹ Mechthild Schrooten, Niedrige Leitzinsen – Kein Allheilmittel, Wirtschaftsdienst 2014, S. 623, 624.

¹⁰ Mechthild Schrooten, Niedrige Leitzinsen – Kein Allheilmittel, Wirtschaftsdienst 2014, S. 623, 624.



den Zugang zu unbegrenzter Liquidität, führte länger laufende Refinanzierungsgeschäfte durch und legte bei den von den Banken zu hinterlegende Sicherheiten großzügigere Maßstäbe an.¹¹

Bereits im Mai 2010 beschloss die EZB unter dem damaligen EZB-Präsidenten Jean-Claude Trichet das erste Programm zum Kauf von Anleihen, das sogenannte Securities Markets Programme (SMP).¹² Durch den Ankauf von Staatsanleihen der Krisenländer Griechenland, Spanien und Italien am Sekundärmarkt sollten deren Risikoprämien reduziert werden. Dieses Vorgehen war höchst umstritten, zumal sich die EZB im Grenzbereich zur finanzpolitischen Aktivität befand. Damals kaufte die EZB für rund 220 Milliarden Euro vor allem Staatsanleihen der Krisenländer. Ein Ende fanden diese Käufe im September 2012, wobei hiervon immer noch Anleihen im Wert von rund 118 Milliarden Euro vorhanden sind.¹³

Im Jahr 2012 spitzte sich die Eurokrise erneut zu. Die Renditen italienischer und spanischer Staatsanleihen erhöhten sich gefährlich und das Auseinanderbrechen der Euro-Zone drohte. Der aktuelle EZB-Präsident Mario Draghi trat entschieden für die Euro-Rettung ein. Nach seiner berühmten Rede, in der er deutlich machte, dass die EZB alles was nötig ist, unternehmen werde („whatever it takes“), beruhigten sich die Finanzmärkte. Infolgedessen verabschiedete die EZB am 6. September 2012 das umstrittene Anleihekaufprogramm „Outright Monetary Transactions“ (OMT).¹⁴ Dieses ermöglichte der EZB in unbegrenzter Höhe Staatsanleihekäufe vorzunehmen, sofern sich das Krisenland einem Reformprogramm der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) oder des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM, auch als Rettungsschirm bekannt) unterwirft.¹⁵ Allein durch die Ankündigung des OMT-Programms beruhigten sich die Finanzmärkte. Insbesondere die Renditen der Krisenländer Italien und Spanien gingen deutlich zurück.¹⁶ Dabei hat die EZB mit dem OMT-Programm keine einzige Anleihe gekauft. Ob die Ankündigung des OMT-Programms rechtmäßig war, beschäftigte das Bundesverfassungsgericht (BVerfG)¹⁷ und den Europäischen Gerichtshof (EuGH)¹⁸.

¹¹ Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT.

¹² Aigner, u.a. Geld in Gefahr, EURO, 25.05.2016, Nr. 6, S. 40 – 61.

¹³ Aigner, u.a. Geld in Gefahr, EURO, 25.05.2016, Nr. 6, S. 40 – 61.

¹⁴ Aigner, u.a. Geld in Gefahr, EURO, 25.05.2016, Nr. 6, S. 40 – 61.

¹⁵ Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT.

¹⁶ Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT.

¹⁷ Siehe den ersten Beschluss des BVerfG: BVerfG, Beschluss des Zweiten Senats vom 14. Januar 2014 - 2 BvR 2728/13 - Rn. (1-24); und das Urteil: BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 21. Juni 2016 - 2 BvR 2728/13 - Rn. (1-220).

¹⁸ Siehe das Urteil des EuGHs: EuGH (Große Kammer), Urt. v. 16.6.2015 – C-62/14 (Gauweiler u.a./Deutscher



Die Rechtsprechung:

Gegen die Ankündigung des OMT-Programms durch den EZB-Präsidenten Draghi legte eine Gruppe um den CSU-Politiker Peter Gauweiler vor dem Bundesverfassungsgericht Beschwerde ein. Zum einen wendeten sie sich gegen die Mitwirkung der Deutschen Bundesbank an der Umsetzung des Beschlusses des Rates der Europäischen Zentralbank vom 6. September 2012 über „Technical features of Outright Monetary Transactions“ („OMT-Beschluss“), zum anderen dagegen, dass die Bundesregierung und der Deutsche Bundestag in Ansehung dieses Beschlusses untätig geblieben sind. Umstritten war ein zunehmend problematisches Ausgreifen der EZB in den Überschneidungsbereich von Wirtschafts- und Währungspolitik.¹⁹

Das Bundesverfassungsgericht sah in dem OMT-Programm eine von der währungspolitischen Kompetenz der EZB nicht gedeckte wirtschaftspolitische Maßnahme und eine Umgehung des Art. 123 Abs. 1 Alt. 2 AEUV (Verbot monetärer Staatsfinanzierung).²⁰ Gemäß Art. 19 Abs. 3 lit. b EUV und Art. 267 Abs. 1 lit. a und b AEUV legte das BVerfG am 14.01.2014 per Beschluss die Frage, ob der OMT-Beschluss der EZB mit den Vorgaben des Europarechts vereinbar ist, zur Vorabentscheidung dem EuGH vor, da das BVerfG erhebliche Zweifel hatte, ob sich der Beschluss noch im Rahmen der Kompetenzen der EZB hält.²¹ Die Karlsruher Richter selbst kamen im Februar 2014 zu dem Schluss, die EZB habe mit dem OMT-Beschluss das ihr zugewiesene Feld der Geldpolitik verlassen und gegen das Verbot der Mitfinanzierung von Staatshaushalten verstoßen.²²

Durch Urteil des EuGHs vom 16.06.2015 hat dieser im Wesentlichen erklärt, dass der OMT-Beschluss bei zurückhaltender Auslegung noch im Rahmen der Kompetenzen der EZB getroffen worden sei.²³ Dabei müsse die EZB, falls sie das Programm jemals nutze, ihre Schritte erklären, begründen und sich aus dem Reformprogramm des jeweiligen Staates heraushalten. Um das zu gewährleisten, gab der EuGH der EZB jetzt auf, dafür zu sorgen, dass Staatsanleihekäufe unter einem OMT-Programm nicht die gleiche Wirkung haben wie ein Direkterwerb dieser Papiere beim Emittenten. Daher muss die EZB, wenn sie Staatsanleihen an den Sekundärmärkten erwirbt, ihr Tätigwerden mit hinreichenden Garantien verse-

Bundestag).

¹⁹ Herrmann/Doracher, Grünes Licht vom EuGH für EZB-Staatsanleihenkäufe – ein Lob der Sachlichkeit, EuZW 2015, 569-608; Florian Sander, BVerfG, EuGH und EZB im OMT-Verfahren – Wer bietet der Notenbank die Stirn?, EuZW 2016, S. 614 ff.

²⁰ BVerfGE 134, BVerfG 134, 366 = EuZW 2014, EUZW 2014, S. 192; a.A. Thiele, EuZW 2014, S. 694, der das OMT-Programm als währungspolitische Maßnahme einstuft.

²¹ BVerfG, Beschluss des Zweiten Senats vom 14. Januar 2014 - 2 BvR 2728/13 - Rn. (1-24).

²² BVerfG, Beschluss des Zweiten Senats vom 14. Januar 2014 - 2 BvR 2728/13 - Rn. (1-24).

²³ EZB und OMT - was das Karlsruher Urteil bedeutet, abrufbar unter:
<http://www.tagesschau.de/wirtschaft/faq-ezb-staatsanleihen-101.html>



hen, um sicherzustellen, dass es mit dem Verbot der monetären Finanzierung in Einklang steht. Ein Verstoß gegen das Verbot monetärer Staatsfinanzierung (Art. 123 AEUV) liegt nach dem EuGH-Urteil nicht vor, soweit das Programm, wenn es zur Anwendung gelangen sollte, „unter zeitlichen Umständen durchgeführt wird, die tatsächlich die Bildung eines Marktpreises für die Staatsschuldtitel ermöglichen“. Derzeit bestünden allerdings keine Anhaltspunkte dafür, dass ein „unverhältnismäßiger“ Anreiz für den Erwerb von Staatsanleihen auf dem Primärmarkt geschaffen wird.

Das BVerfG hat mit seinem jetzigen Urteil eine abschließende Entscheidung über die Verfassungsmäßigkeit des OMT- Beschlusses gefasst und sich dabei im Wesentlichen der Rechtsauffassung des EuGHs angeschlossen.²⁴ Der OMT- Beschluss der EZB sei dann kein Rechtsakt *ultra vires* (außerhalb ihrer Befugnisse), soweit folgende vom EuGH aufgestellte Bedingungen eingehalten werden:

- Ankäufe dürfen nicht angekündigt werden,
- das Volumen der Ankäufe ist im Voraus begrenzt,
- zwischen der Emission eines Schuldtitels und seinem Ankauf durch das EZB liegt eine im Voraus festgelegte Mindestfrist, die verhindert, dass die Emissionsbedingungen verfälscht werden,
- nur Schuldtitel von Mitgliedstaaten werden erworben, die einen ihre Finanzierung ermöglichenden Zugang zum Anleihemarkt haben,
- die erworbenen Schuldtitel werden nur ausnahmsweise bis zur Endfälligkeit gehalten und die Ankäufe werden begrenzt oder eingestellt und
- erworbene Schuldtitel wieder dem Markt zugeführt werden, wenn eine Fortsetzung der Intervention nicht erforderlich ist.

Sollte es zu einer Umsetzung des OMT-Programmes kommen, so sind die Bundesregierung und der Bundestag aufgrund ihrer Integrationsverantwortung aus Art. 23 GG verpflichtet, auf die Einhaltung dieser Grundsätze zu achten.

Seit 2012 zeigte die Inflationsrate in der Euro-Zone einen fallenden Trend. So betrug sie im Jahresdurchschnitt 2015 null Prozent und wies damit eine deutliche Diskrepanz zu dem Ziel der EZB von unter, aber nahe 2 Prozent auf. Ursachen für die niedrige Inflation waren die sinkenden Rohstoffpreise, insbesondere auf dem Ölmarkt, aber auch die schlechte wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum.²⁵ Um einer deflationären Entwicklung entgegenzuwirken,

²⁴ BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 21. Juni 2016 - 2 BvR 2728/13 - Rn. (1-220).

²⁵ Renate Ohr, Quantitative Lockerung: Preisstabilität oder Deflationshysterie?, Wirtschaftsdienst, 2015, S. 226 f.



senkte im Juni 2014 die EZB den Hauptrefinanzierungssatz weiter ab, bis er im März 2016 bei 0 Prozent lag.

Am 05. Juni 2014 führte die EZB den Minuszins auf Einlagen von Banken bei der Zentralbank ein. Der Einlagezins wurde bis zuletzt auf minus 0,4 Prozent herabgesetzt, um die Liquidität am Geldmarkt zu erhöhen. Außerdem fand die Einführung von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften statt. Ziel war es, Geschäftsbanken mit langfristiger und günstiger Liquidität auszustatten, so dass die Kreditvergabe an Unternehmen wie auch private und öffentliche Haushalte gesteigert werde.²⁶ Durch die expansive Liquiditätsversorgung sollte das Wirtschaftswachstum gefördert werden. Aufgrund der Minuszinspolitik war es attraktiver günstige Kredite anzubieten. Da aber die Banken, die ihnen zur Verfügung stehende Liquidität wieder bei der Zentralbank anlegten, blieb das gewünschte wirtschaftliche Wachstum aus.²⁷ Zudem entschied der EZB-Rat ein Programm zum Ankauf von Asset-Backed-Securities, gedeckten Schuldverschreibungen.²⁸

Ab Januar 2015 verfolgt die EZB eine ultralockere Geldpolitik (sog. Quantitative Easing, kurz: QE, oder auch Politik der quantitativen Lockerung). Der EZB-Rat beschloss im Rahmen des „Public Sector Purchase Programme“ (PSPP) den Ankauf von öffentlichen Anleihen. Dieses Programm sieht den Aufkauf von Anleihen des öffentlichen Sektors in Höhe von monatlich 80 Mrd. Euro vor (ursprünglich waren es 60 Mrd. Euro). Es läuft noch bis mindestens März 2017. Zusätzlich kauft die EZB mittlerweile auch Unternehmensanleihen auf.²⁹ Ziel ist die Verhinderung einer Deflation. Außerdem wurde der Einlagezins von minus 0,3 auf minus 0,4 gesenkt.³⁰ Auch gegen das QE-Programm sind mittlerweile mehrere Verfassungsbeschwerden eingegangen. Eine Entscheidung steht noch aus, dabei hat die EZB aber wohl schon die Kritikpunkte aus dem Rechtsstreit um das OMT-Programm bei dem QE-Programm berücksichtigt.³¹

²⁶ Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT; Ferdinand Fichtner, Niedrigzinsen sind sinnvoll, können Probleme in Europa aber nicht alleine lösen, Wirtschaftsdienst, 2014, 619, 620.

²⁷ Aigner, u.a. Geld in Gefahr, EURO, 25.05.2016, Nr. 6, S. 40 – 61.

²⁸ Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT.

²⁹ Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT.

³⁰ Aigner, u.a. Geld in Gefahr, EURO, 25.05.2016, Nr. 6, S. 40 – 61; Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT.

³¹ EZB und OMT - was das Karlsruher Urteil bedeutet, abrufbar unter: <http://www.tagesschau.de/wirtschaft/faq-ezb-staatsanleihen-101.html>



Am 16. Juni 2016 lag die Verzinsung einer zehnjährigen Bundesanleihe zum ersten Mal im negativen Bereich. So wurde sparen in Bundesanleihen nicht mehr belohnt, sondern bestraft.³²

1. Was spricht für die expansive Geldpolitik der EZB?

Durch die expansive Geldpolitik soll das Wirtschaftswachstum gesteigert werden und die Inflationsrate in der Euro-Zone wieder auf das Zielniveau von knapp unter zwei Prozent gebracht werden.³³ Insbesondere geht es um die Verhinderung einer Deflation, welche mit hohen wirtschaftlichen Kosten einherginge. Ohne die Maßnahmen der EZB, wäre die Gefahr einer Deflation bedeutend höher. Die expansive Geldpolitik ist als notwendig anzusehen, um der Gefahr einer Deflation in Form einer sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale von Preisen, Preiserwartungen und Löhnen, zu verhindern.³⁴ Diese würden letztlich zu Wachstumseinbrüchen führen.³⁵ Dabei wirken sich die geldpolitischen Maßnahmen der EZB nur indirekt auf die Preisstabilität und das Wirtschaftswachstum aus. Die Leitzinssenkung zielt auf günstigere Finanzierungsbedingungen ab, durch die ein Anreiz für höhere Investitions- und Konsumausgaben geschaffen werden soll. Die Staatsanleihekäufe wirken sich über mehrere Transmissionskanäle auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und somit auch auf das Wirtschaftswachstum und die Inflationsrate aus.

Dabei ist der sog. Portfolioumschichtungskanal einer der bedeutsamsten Transmissionskanäle. Dabei geht es um den massiven Kauf von öffentlichen Anleihen, der zum Steigen der Staatsanleihen-Kurse führt und folglich zum Renditenabfall derer.³⁶ Die Investoren ihrerseits werden die gewonnenen liquiden Mittel zum Erwerb anderer Wertpapiere (Substitute) aufwenden, um die Ertrags- und Risikostruktur ihres Portfolios zu optimieren. Durch das Zufließen der Geldmittel in andere Segmente des Rentenmarkts ist mit einem Absinken des Renditeniveaus am Rentenmarkt zu rechnen.³⁷ Der Kauf von vorrangig langfristigen Staatsanleihen durch die Zentralbank kann dazu führen, dass die Investoren in der Folge wiederum andere langlaufende Papiere am Rentenmarkt nachfragen und so mit

³² Olaf Stotz, Auswirkungen der Niedrigzinsen auf die Altersvorsorge, ifo Schnelldienst 13/2016 – 69. Jahrgang – 14. Juli 2016, S. 13.

³³ Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT; Oliver Landmann, Niedrige Zinsen – gesamtwirtschaftliche Ursachen und Folgen, Wirtschaftsdienst, 2015, 611.

³⁴ Renate Ohr, Quantitative Lockerung: Preisstabilität oder Deflationshysterie?, Wirtschaftsdienst, 2015, S. 226 f.

³⁵ Sebastian Dullien, „Richtige Entscheidung“, Wirtschaftsdienst, 2015, S. 84.

³⁶ Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT.

³⁷ Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT.



einer Abflachung der Zinsstrukturkurve zu rechnen ist.³⁸ Wenn das Zinsniveau sinkt, werden zudem andere risikoreichere Vermögensanlagen relativ attraktiver. Es ist zu erwarten, dass Investoren ihre Portfolien umschichten und verstärkt in Aktien, Immobilien und andere Sachwerte investieren.³⁹ Als Konsequenz daraus steigen die Vermögenspreise. Die Kombination aus sinkenden Zinsen und steigenden Vermögenspreisen dürfte die Investitions- und Konsumausgaben anregen. Das Wirtschaftswachstum und die Inflation werden hierdurch positiv beeinflusst.

Auch lässt der Kauf von Anleihen eine positive Auswirkung auf den sog. Wechselkurskanal erwarten.⁴⁰ Dadurch dass durch den Kauf die Renditen in der Euro-Zone fallen, werden ausländische festverzinsten Wertpapiere für Investoren relativ attraktiver. So gerät der Euro gegenüber dem US-Dollar unter Abwertungsdruck. Diese Abwertung verbessert die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Unternehmen und steigert deren Exportfähigkeit. Exporte werden angekurbelt und die Profite der Exportunternehmen steigen, so dass diese wiederum mehr Mittel für Investitionen zur Verfügung haben.⁴¹ Dadurch, dass für Inländer Importe teurer werden, richtet sich die inländische Nachfrage vermehrt auf inländische Produkte und die Anzahl von Importen geht zurück.⁴² Die Steigerung von Nettoexporten wirkt sich positiv auf das Wirtschaftswachstum und die Inflation aus.

Ein weiterer positiver Effekt erfolgt über den sog. Fiskalkanal. Die Staaten der Eurozone können sich durch die niedrigen Renditen für Staatsanleihen günstiger refinanzieren. So werden zusätzliche Staatsausgaben durch das resultierende Zinersparnis ermöglicht, die ansonsten aufgrund der europäischen Schuldenregeln nicht möglich gewesen wären. Von diesen zusätzlichen staatlichen Ausgaben geht eine expansive Wirkung aus, welche zu Wachstum und Inflation positiv beitragen.⁴³ Die Entlastungen der öffentlichen Haushalte sind beträchtlich. So wurden für 2013 mit Zinsausgaben von 52 Mrd. Euro gerechnet, stattdessen wurden tatsächlich „nur“ 31 Mrd. Euro ausgegeben.⁴⁴

³⁸ Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT.

³⁹ Jens Boysen-Hogrefe, Nils Jannsen, Wirtschaftsdienst, 2014, 615, 617.

⁴⁰ Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT.

⁴¹ Sebastian Dullien, „Richtige Entscheidung“, Wirtschaftsdienst, 2015, S. 84.

⁴² Sebastian Dullien, „Richtige Entscheidung“, Wirtschaftsdienst, 2015, S. 84; Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT.

⁴³ Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT.

⁴⁴ Jens Boysen-Hogrefe, Nils Jannsen, Wirtschaftsdienst, 2014, 615, 617.



So wirken die niedrigen Zinsen wie Subventionen für Banken und die Staaten. Banken profitieren bei positiver Fristentransformation von dem Prozess der Zinssenkung.⁴⁵ Während sich das Zinsniveau der langfristigen Anlagen erst später angleicht, wird ihre kurzfristige Refinanzierung günstiger. Es entsteht ein Effekt wie bei einer Subvention unmittelbar durch den Staat. Das Eigenkapital der Banken erhöht sich. Für riskante Banken wirken sich die niedrigen Zinsen wie eine Garantie durch den Staat aus, denn sie profitieren von der geringen Risikosensitivität der Refinanzierungskosten. Ebenso profitieren Unternehmen von niedrigen Kreditzinsen, als ob sie von einer staatlichen Entwicklungsbank eine Zinssubvention erhalten würden. Je stärker der betroffene Staat verschuldet ist, desto mehr wird er durch die Niedrigzinspolitik entlastet.

Tatsächlich sind die Zinsen über alle Laufzeiten seit 2014 stark gesunken und die Zinsstrukturkurve ist abgeflacht.⁴⁶ Staatsanleihen weisen mittlerweile eine negative Rendite auf. Die Anleger sind stärker auf Unternehmensanleihen ausgewichen. Dies hat dazu geführt, dass diese Renditen ebenfalls stark gefallen sind, teilweise sogar in den negativen Bereich. Im Bankensektor sind die Kreditzinsen für den privaten Sektor gesunken. Die Kreditvergabestandards sind wenig restriktiv. Auch wenn sich die Kreditvergabe an private Unternehmen seit dem Tief Ende 2013 erholt hat, fällt das Kreditwachstum bislang verhalten aus. Der effektive Wechselkurs des Euro hat sich deutlich abgeschwächt.⁴⁷ Empirische Studien der Bundesbank deuten darauf hin, dass durch die Geldpolitik der EZB das Wirtschaftswachstum und das Preisniveau auf lange Sicht positiv beeinflusst werden wird.⁴⁸

2. Welche Risiken birgt die expansive Geldpolitik der EZB?

Kritiker des EZB-Kurses bemängeln die Risiken, die für die Finanzstabilität entstehen. Um höhere Renditen zu erzielen, gehen Investoren mehr Risiken ein. Dies birgt die Gefahr von spekulativen Übertreibungen und Überbewertungen auf den verschiedenen Vermögenmärkten wie den Aktien-, Anleihen- und Immobilienmärkten. Insbesondere für den deut-

⁴⁵ Hans-Peter Burghof, Der Niedrigzins der EZB: Outsourcing staatlicher Aufgaben mit Nebenwirkungen, ifo Schnelldienst 13/2016 – 69. Jahrgang – 14. Juli 2016, S. 16.

⁴⁶ Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT.

⁴⁷ Deutsche Bundesbank: Zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der quantitativen Lockerung im Euro-Raum, in: Monatsbericht Juni 2016, S. 29-54, Frankfurt 2016.

⁴⁸ Sachverständigenrat: Zukunftsfähigkeit in den Mittelpunkt, Jahresgutachten 2015/16, S. 131 ff., Wiesbaden 2015; Deutsche Bundesbank: Zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der quantitativen Lockerung im Euro-Raum, in: Monatsbericht Juni 2016, S. 29-54, Frankfurt 2016.



schon Immobilienmarkt häufen sich in den Ballungszentren Anzeichen für Überbewertungen.⁴⁹ Aber auch sonst werden Vermögensverwalter und Finanzinstitute sich, um positive Renditen zu erzielen, vermehrt in riskante Anlagen investieren, so dass es aufgrund des Verlustes dieses entscheidenden Marktsignals zu Marktverzerrungen kommt.⁵⁰ Dabei ist zu beachten, dass je weiter sich die Marktpreise von fundamental zu rechtfertigenden Bewertungen entfernen, desto größer ist die Gefahr, dass es zu Vermögenspreisblasen kommt.⁵¹ Das Platzen einer solchen Blase hat große Auswirkungen auf die Finanzstabilität. Insbesondere ist die Finanzmarktstabilität dann gefährdet, wenn die Marktteilnehmer die jeweils herrschenden Verhältnisse in die Zukunft übertragen und in ihrem Verhalten keiner Regulierung unterliegen.⁵²

Besonders beeinträchtigt wird der Bankensektor durch die Politik der EZB. Das aktuelle Niedrigzinsumfeld lässt die Zinserträge, die Differenz aus höherem Kreditzins und niedrigem Einlagenzins, zunehmend erodieren. Die Profitabilität von Banken leidet unter der expansiven Geldpolitik. Das Maß in dem die Gewinne der Banken beschädigt werden, richtet sich danach, welche Bedeutung das Zinsgeschäft für sie hat. So macht z.B. bei Sparkassen und Genossenschaftsbanken der Zinsüberschuss zwischen 77 und 80 Prozent der Gesamterträge aus.⁵³ Daher sind sie von der Niedrigzinspolitik stark betroffen. Großbanken sind etwas weniger betroffen. Dies führt zu Stabilitätsrisiken betreffend den Bankensektor. Um ihre Profitabilität zu erhalten, ist zu befürchten, dass Banken sich in Zukunft zu einer risikoreicheren Anlage- und Kreditvergabepolitik veranlasst sehen.

Die Kehrseite des abgewerteten Euros ist zu berücksichtigen. Zwar werden Exporte gefördert, dagegen verteuern sich aber die Importe.⁵⁴ Es ist fraglich, ob sich die inländische Nachfrage tatsächlich mehr auf inländische Produkte beschränkt.

Faktisch läuft das Bestehen des Niedrigzinses auf eine permanente Kapitalvernichtung durch Sparen hinaus.⁵⁵ Noch beschränkt sich dieser

⁴⁹ Andreas Pfungsten, Kreditinstitute als Leidtragende, Wirtschaftsdienst 2016, 229 f.

⁵⁰ Renate Ohr, Quantitative Lockerung: Preisstabilität oder Deflationshysterie?, Wirtschaftsdienst, 2015, S. 226 f.

⁵¹ Renate Ohr, Quantitative Lockerung: Preisstabilität oder Deflationshysterie?, Wirtschaftsdienst, 2015, S. 226 f.

⁵² Oliver Landmann, Haben die Zentralbanken den rechtzeitigen Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik verpasst?, Wirtschaftsdienst 2014, 611, 614.

⁵³ Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT.

⁵⁴ Renate Ohr, Quantitative Lockerung: Preisstabilität oder Deflationshysterie?, Wirtschaftsdienst, 2015, S. 226 f.

⁵⁵ Hans-Peter Burghof, Der Niedrigzins der EZB: Outsourcing staatlicher Aufgaben mit Nebenwirkungen, ifo Schnelldienst 13/2016 – 69. Jahrgang – 14. Juli 2016, S. 16.



Kapitalverlust, aufgrund der niedrigen Inflationsrate, was insbesondere mit den niedrigen Energiepreisen zusammenhängt.⁵⁶ So erhalten deutsche Kleinsparer zwar zurzeit einen Zins unterhalb der Inflationsrate, aber bisher müssen sie noch keinen Negativzins zahlen.⁵⁷ Sollte sich die Lage z.B. auf dem Erdölmarkt ändern und es zu einer beschleunigten Inflation kommen, dann sind vor allem die Anleger betroffen, die sich längerfristig gebunden haben. So werden auch immer mehr die Gebühren für die Kontoführung und andere Dienstleistungen durch die Banken erhöht. Möglich, dass dadurch immer mehr Kunden zu kostengünstigeren Direktbanken oder FinTechs abwandern und so die klassischen Kreditinstitute weiter geschwächt werden.⁵⁸ Sollten die regionalen Kreditinstitute, die vorwiegend Privatpersonen als Kunden haben, den Minuszins im Rahmen ihrer Massengeschäfte weiterleiten, so wäre ein Run auf die Liquidität der betreffenden Banken zu befürchten, so dass die Stabilität des gesamten Bankensystems bedroht wäre.⁵⁹ Aus diesem Grund haben die regionalen Banken bisher den Minuszins nicht an ihre Kunden weitergeleitet. Dies hat zur Folge, dass die Kreditinstitute mit jedem Euro an Spareinlagen Verluste einfahren. Die Auswirkungen zeigen sich in den Änderungen vieler Geschäftsmodelle, um überhaupt noch rentabel zu bleiben. Die Anleger bzw. Einleger bekommen so nicht nur schon länger weniger Zinsen, sondern müssen auch mehr Gebühren zahlen.⁶⁰ In der Tat wird so der Kleinsparer durch die Niedrigzinspolitik der EZB belastet.⁶¹ Da sich Aktien und Immobilien häufiger in den Händen der wohlhabenderen Bevölkerungsschicht befinden, während Geringverdiener und Teile der Mittelschicht ihr Geld oft eher in Sparbüchern angelegt haben, welche zur Zeit keinen Ertrag abwerfen, ist auf kurze Sicht ein Anstieg der Vermögensungleichheit zu erwarten.⁶² So führt die Politik der EZB dazu, dass ein Teil der Menschen höhere Risiken eingehen muss, um ihr Geld profitabel anzulegen. Hierge-

⁵⁶ Hans-Peter Burghof, Der Niedrigzins der EZB: Outsourcing staatlicher Aufgaben mit Nebenwirkungen, ifo Schnelldienst 13/2016 – 69. Jahrgang – 14. Juli 2016, S. 16.

⁵⁷ Hans-Peter Burghof, Der Niedrigzins der EZB: Outsourcing staatlicher Aufgaben mit Nebenwirkungen, ifo Schnelldienst 13/2016 – 69. Jahrgang – 14. Juli 2016, S. 16.

⁵⁸ Andreas Pfingsten, Kreditinstitute als Leidtragende, Wirtschaftsdienst 2016, 229 f.

⁵⁹ Hans-Peter Burghof, Der Niedrigzins der EZB: Outsourcing staatlicher Aufgaben mit Nebenwirkungen, ifo Schnelldienst 13/2016 – 69. Jahrgang – 14. Juli 2016, S. 16, 18.

⁶⁰ Andreas Pfingsten, Kreditinstitute als Leidtragende, Wirtschaftsdienst 2016, 229 f.

⁶¹ Andreas Pfingsten, Kreditinstitute als Leidtragende, Wirtschaftsdienst 2016, 229 f.; Ferdinand Fichtner, Niedrigzinsen sind sinnvoll, können Probleme in Europa aber nicht alleine lösen, Wirtschaftsdienst, 2014, S. 619, 620; Mechthild Schrooten, Niedrige Leitzinsen – Kein Allheilmittel, Wirtschaftsdienst 2014, S. 623, 625.

⁶² Markus Demary, Judith Niehues, Kein Anstieg der Vermögensungleichheit seit der Niedrigzinsphase, ifo Schnelldienst 13/2016 – 69. Jahrgang – 14. Juli 2016, S. 9; vgl. Bernoth, König und Beckers 2016; Claeys et al. 2015).



gen lässt sich anführen, dass es nicht selbstverständlich ist, dass Geldvermögen, welches nicht investiert wird, automatisch Gewinne abwirft.⁶³

Auch im Bereich der privaten und betrieblichen Altersvorsorge sind die Auswirkungen der Niedrigzinspolitik als gravierend einzuschätzen.⁶⁴ Um die Garantieverprechen einhalten zu können, sind Anbieter von Altersvorsorgeprodukten gezwungen, das Kapital in sichere Anlagen zu investieren.⁶⁵ Gerade in solchen risikoärmeren Assets wirkt sich das niedrige Zinsniveau aus. Für die Anbieter langfristiger Sparverträge, die eine langandauernde Niedrigzinsphase meistens nicht einkalkuliert haben, besteht die Möglichkeit der Insolvenz.⁶⁶ Die Garantiekomponente, die bei Niedrigzinsen sehr teuer ist, wirkt sich somit auf den einzelnen Bürger aus, der künftig mehr in seine Altersvorsorge investieren muss. Es ist aber wohl damit zu rechnen, dass es in den Fällen, in denen sich eine Insolvenz eines Altersvorsorgeanbieters abzeichnet, zu staatlichen Eingriffen kommen würde.⁶⁷ Ebenso stehen die Lebensversicherer in Deutschland vor dem Problem die zugesagten Garantierenten zu erwirtschaften. Sie müssen sich neu strukturieren und, um profitabel zu bleiben, höhere Risiken eingehen. Bislang sieht die Bundesbank wohl noch keine breit angelegte Tendenz zur vermehrten Übernahme von Risiken.⁶⁸

3. Der Ausstieg: Zinswende

Ein verfrühter Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik würde zu einer abrupten und starken Reduzierung des Schuldenabbaus führen.⁶⁹ Auch der Deflationsdruck würde noch weiter steigen. Eine deflationäre Geldpolitik wäre eine ineffiziente und kostspielige Fehlallokation der Verantwortlichen. Es wäre verfehlt einen solchen Weg einzuschlagen, nur um die Eingehung von Risiken im Bereich der Finanzmärkte zu unterbinden und die Staatshaushalte von überhöhten Ausgaben abzuhalten.⁷⁰ Sollten die Zinsen stei-

⁶³ Sebastian Dullien, „Richtige Entscheidung“, Wirtschaftsdienst, 2015, 84.

⁶⁴ Olaf Stotz, Auswirkungen der Niedrigzinsen auf die Altersvorsorge, ifo Schnelldienst 13/2016 – 69. Jahrgang – 14. Juli 2016, S. 13.

⁶⁵ Olaf Stotz, Auswirkungen der Niedrigzinsen auf die Altersvorsorge, ifo Schnelldienst 13/2016 – 69. Jahrgang – 14. Juli 2016, S. 13, 14.

⁶⁶ Jens Boysen-Hogrefe, Nils Jannsen, Wirtschaftsdienst, 2014, 615, 616; Olaf Stotz, Auswirkungen der Niedrigzinsen auf die Altersvorsorge, ifo Schnelldienst 13/2016 – 69. Jahrgang – 14. Juli 2016, S. 13, 15.

⁶⁷ Jens Boysen-Hogrefe, Nils Jannsen, Wirtschaftsdienst, 2014, 615, 616.

⁶⁸ Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2015, S. 10.

⁶⁹ Oliver Landmann, Haben die Zentralbanken den rechtzeitigen Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik verpasst?, Wirtschaftsdienst 2014, 611, 615.

⁷⁰ Oliver Landmann, Haben die Zentralbanken den rechtzeitigen Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik verpasst?, Wirtschaftsdienst 2014, 611, 615.



gen, könnte es bei den Banken zu Solvenzproblemen kommen. In der Regel haben Einlagen bei Banken eine kürzere Laufzeit als die ausgegebenen Kredite, so dass die Kosten für Zinsaufwendungen schneller steigen als die Zinserträge. Da viele Vermögenspreise sensibel auf steigende Zinsen reagieren, birgt die Zinswende die Gefahr eines Verfalls von Vermögenspreisen. Diese Gefahr ist umso größer, je mehr sich die Vermögenspreise von fundamental zu rechtfertigen Bewertungen entfernt haben.⁷¹

II. Fazit und Ausblick

Die Geldpolitik der EZB richtet sich nach der wirtschaftlichen Lage der gesamten Währungsunion. Aus diesem Grund können Nachteile, die für einzelne Staaten bestehen, nicht entscheidend sein. Vielmehr ist eine Gesamtbetrachtung vorzunehmen. Der expansive Kurs ist zur Erreichung der Preisstabilität, welche die EZB bei einer Inflationsrate unter, aber nahe 2% ansieht, durchaus angemessen.⁷² Die Politik der quantitativen Lockerung ist notwendig, um der deflationären Entwicklung entgegenzuwirken. Empirische Studien legen nahe, dass das Wirtschaftswachstum durch eine Politik der quantitativen Lockerung angeregt wird, und die Inflationsrate sich wieder auf das Zielniveau heben wird. Ohne die Niedrigzinspolitik wären die derzeitigen Inflationsraten wohl deutlich niedriger und das Wirtschaftswachstum vollkommen gebremst. So sieht auch EZB-Direktoriumsmitglied Benoît Coeuré die EZB-Politik für alternativlos. Auch EZB-Präsident Mario Draghi hat signalisiert, dass die EZB weiterhin ihre expansive Politik verfolgen wird.⁷³ Dies voraussichtlich auch über März 2017 hinaus. Zwar wurde hierüber in der Sitzung des EZB-Rates vom 20.10.2016 noch nicht entschieden, doch äußerte Draghi sich dahingehend, dass eine baldige Abweichung von diesem Kurs als unwahrscheinlich anzusehen sei.⁷⁴ Ein abruptes Abweichen ist im Hinblick auf die zu erwartenden Auswirkungen auf die Wirtschaft auch nicht zu empfehlen. Abzuwarten bleibt, ob in der EZB-Ratssitzung am 08.12.2016 genaueres zu dem weiteren Vorgehen nach März 2017 festgelegt wird.

Die Bundesregierung plant wohl einen Gesetzesentwurf zur Vermeidung von Preisblasen.⁷⁵

⁷¹ Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT.

⁷² Markus Gerhard, Die Bank, Heft 10/2016, S. 42-45 / FINANZMARKT.

⁷³ Börsen-Zeitung vom 21.10.2016, Draghi signalisiert Verlängerung der EZB-Wertpapierkäufe, S. 1.

⁷⁴ Börsen-Zeitung vom 21.10.2016, Draghi signalisiert Verlängerung der EZB-Wertpapierkäufe, S. 1.

⁷⁵ <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/immobilien-droht-deutschland-eine-preisblase-a-1118163.html>.