



Verwaltungs- und Wirtschaftsakademie  
und Berufsakademie Göttingen  
Prof. Dr. Dr. h.c. Günter Gabisch

# **Geldpolitische Maßnahmen der Europäischen Zentralbank während der Eurokrise**

Thesis

Ralf Schwethelm  
Leinestraße 4  
37327 Wingerode

BW11.W.097

24. April 2014

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	III
Abbildungsverzeichnis .....	IV
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemaufriss .....	1
1.2 Gang der Untersuchung .....	2
2 Theoretische Grundlagen.....	3
2.1 Die Europäische Zentralbank .....	3
2.1.1 Gründung der EZB und Einführung des Euros.....	3
2.1.2 Aufbau und Organe der EZB.....	6
2.1.3 Aufgaben der EZB .....	7
2.2 Geldpolitische Instrumente.....	9
2.2.1 Offenmarktgeschäfte.....	9
2.2.2 Ständige Fazilitäten .....	11
2.2.3 Mindestreservpolitik .....	12
2.3 Ziele der Geldpolitik.....	13
2.4 Der Weg in die Eurokrise .....	13
3 Der geldpolitische Transmissionsmechanismus.....	15
3.1 Begriffsklärung und Wirkungsweise .....	15
3.2 Wirkungskanäle des Transmissionsmechanismus.....	16
3.2.1 Der Zinskanal.....	17
3.2.2 Der Wechselkurskanal .....	19
3.2.3 Der Kreditkanal .....	20
3.2.4 Der Kanal der relativen Preise.....	21
4 Geldpolitische Maßnahmen während der Eurokrise.....	22
4.1 Relevante Vorüberlegungen .....	22
4.2 Konventionelle geldpolitische Maßnahmen .....	24
4.2.1 Änderung der Leitzinsen.....	24
4.2.2 Refinanzierungsgeschäfte .....	25
4.2.3 Mindestreservpolitik .....	26
4.2.4 Grenzen der konventionellen Geldpolitik.....	26
4.3 Unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen .....	28
4.3.1 Umstellung der Refinanzierungsgeschäfte .....	29

4.3.1.1 Vom Zinstender zum Mengentender .....	29
4.3.1.2 Erweiterung des Liquiditätsrahmens .....	30
4.3.1.2 Erweiterung des Sicherheitsrahmens .....	31
4.3.2 Notkreditprogramm ELA.....	33
4.3.3 Kauf von besicherten Schuldverschreibungen.....	34
4.3.4 Kauf von Staatsanleihen .....	35
4.3.5 Erfolge der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen .....	37
4.3.6 Risiken der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen.....	37
5 Schlussbetrachtung und Ausblick.....	39
Literaturverzeichnis .....	41
Eigenständigkeitserklärung.....	46

## Abkürzungsverzeichnis

ABS	-	Asset-Backed Securities
Abs.	-	Absatz
AEUV	-	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
Art.	-	Artikel
CBPP	-	Covered Bonds Purchase Programme
CBPP2	-	Covered Bonds Purchase Programme 2
ECU	-	European Currency Unit
ELA	-	Emergency Liquidity Assistance
ESZB	-	Europäische System der Zentralbanken
EU	-	Europäische Union
EWG	-	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWI	-	Europäisches Währungsinstitut
EWS	-	Europäisches Währungssystem
EWU	-	Europäische Währungsunion
EWUU	-	Europäische Wirtschafts- und Währungsunion
EZB	-	Europäische Zentralbank
IWF	-	Internationaler Währungsfonds
NZB	-	Nationale Zentralbank
OMT	-	Outright Monetary Transactions
SMP	-	Securities Markets Programme

## Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Der Vertrag von Maastricht: 3 Stufen auf dem Weg zur Währungsunion...	4-5
Abb. 2: Geldpolitische Operationen des Eurosystems .....	11
Abb. 3: Geldpolitische Operationen des Eurosystems .....	12
Abb. 4: „Weg“ der Geldpolitik.....	16
Abb. 5: IS-LM-Diagramm.....	17
Abb. 6: IS-LM-Diagramm bei expansiver Geldpolitik.....	18
Abb. 7: Inflation im Euroraum .....	23
Abb. 8: Leitzinssätze der EZB.....	24
Abb. 9: Renditen auf 10-jährige Staatsanleihen .....	27
Abb. 10: Haupt- und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte in der Eurozone .....	30

# 1 Einleitung

## 1.1 Problemaufriss

*„Innerhalb ihres Mandats ist die EZB bereit, alles zu tun, um den Euro zu retten. Und glauben Sie mir – es wird reichen.“<sup>1</sup>*

Die Festlegung der Währungsordnung und die Durchführungsbestimmungen für die Geldpolitik sind wichtige Sektoren der Wirtschaftspolitik. Durchaus besteht die Möglichkeit Zentralbankgelder zur Umsetzung politischer Ziele einzusetzen und somit zweckzuentfremden. Über viele Jahrhunderte konnten Regierungen dieser Verlockung nicht widerstehen, was letztendlich Inflation und Währungskrisen beflügelte. Der Missbrauch von Zentralbankgeldern führte schließlich dazu, dass häufig eigenständige und unabhängige Institutionen mit einem detaillierten Aufgabenbereich geschaffen wurden. Die Erhaltung des Geldwerts steht dabei im Vordergrund und die Finanzierung von Staaten wurde explizit untersagt. In Europa entwickelte sich vor diesem Hintergrund die Europäische Zentralbank (EZB) als gemeinsame Währungsbehörde.<sup>2</sup> Viele Jahre betrieb sie beinahe unscheinbar ihre Geldpolitik mit dem Ziel die Stabilität der Währung zu erhalten. Doch einige Zeit später trat die Währungshüterin aus ihrem Schatten.

Im Zuge der Eurokrise wurde die EZB vor eine gewaltige Herausforderung gestellt. Schwierige Turbulenzen auf den Finanzmärkten drohten außer Kontrolle zu geraten und das gesamte Bankensystem in Europa zu gefährden. Komplette Staaten der Eurozone gerieten in eine Schiefelage und konnten nur durch bisher nicht dagewesene Hilfsmaßnahmen finanziell überleben. Es bildete sich ein Teufelskreis aus Banken- und Staatsschuldenkrise. Zeitweise bestand sogar die Gefahr eines Zusammenbruchs der Währungsunion. Die EZB griff, neben der Politik, im Rahmen ihrer Möglichkeiten ein und trug zur Beruhigung der Marktsituation bei. Dazu kamen Instrumente aus ihrem Standardrepertoire und teils umstrittene, unkonventionelle Maßnahmen zum Einsatz. Um den Fortbestand der Eurozone zu sichern, sollten alle Mittel der Geldpolitik eingesetzt werden, wie es Mario Draghi in seinem o. g. Zitat verspricht. Kritiker befürchten deshalb unter anderem, dass sich die EZB immer mehr von ihrer geldpol-

---

<sup>1</sup> Mario Draghi im Rahmen seiner Rede zur Global Investment Conference am 26.07.2012 in London.

<sup>2</sup> Vgl. Kooths, Stefan/van Roye, Björn: Nationale Geldschöpfung im Euroraum, Mechanismen, Defekte, Therapie, S. 3.

tischen Tradition fortbewegt und ihr Hauptziel, einen stabilen Geldwert zu gewährleisten, vernachlässigt.<sup>3</sup>

## 1.2 Gang der Untersuchung

Die vorliegende Arbeit untersucht sämtliche, von der EZB durchgeführte oder veranlasste Handlungen im Rahmen ihrer Geldpolitik zur Bekämpfung der Eurokrise. Die Maßnahmen werden kritisch beleuchtet und deren Auswirkungen herausgehoben. Zusätzliche oder teils ergänzende politische Schritte der Regierungen bleiben im Rahmen dieser Thesis unberücksichtigt. Auf Grund der Aktualität der Thematik, musste vor allem im vierten Kapitel auf digitale Quellen zurückgegriffen werden, da aussagekräftige Fachbücher nur im geringen Umfang vorhanden sind.

Zu Beginn des zweiten Gliederungspunkts widmet sich die Thesis den theoretischen Grundlagen. Wichtige Informationen zur Entstehungsgeschichte, zum organisatorischen Aufbau und zum Aufgabenspektrum der EZB bilden den Grundstein. Daran knüpfen Erläuterungen zu den geldpolitischen Instrumenten und Zielen an, bevor die Ausführungen zur Eurokrise dieses Kapitel abschließen. Im folgenden Abschnitt wird der Übertragungsweg von geldpolitischen Entscheidungen in den wirtschaftlichen Bereich geklärt. Die Ausführungen über die Funktionsweisen der verschiedenen Wirkungskanäle dieses Transmissionsprozesses bestimmen den Absatz. Die detaillierte Beschreibung der geldpolitischen Maßnahmen der EZB während der Eurokrise erfolgt im vierten Punkt der Arbeit. Nach der Darstellung von wichtigen Zusammenhängen zu Beginn des Kapitels, schließt sich die Auseinandersetzung mit den durchgeführten konventionellen Maßnahmen der Notenbank an. Daraufhin beschäftigt sich der Gliederungspunkt 4.3 eingehend mit den erfolgten unkonventionellen geldpolitischen Handlungen der Währungsbehörde. Neben der Umstellung der Refinanzierungsgeschäfte und der ELA-Notkredite werden die Ankäufe von besicherten Schuldverschreibungen und von Staatsanleihen beleuchtet. Vor der zusammenfassenden Schlussbetrachtung inklusive Ausblick erfolgt eine Darlegung der positiven Wirkungen und der möglichen Risiken von den realisierten geldpolitischen Interventionen der EZB.

---

<sup>3</sup> Vgl. Grabau, Maik/Joebges, Heike: Money for Nothing and the Risks for Free?, S. 4.

## **2 Theoretische Grundlagen**

Die grundlegenden Sachverhalte zum Thema dieser Thesis sind Bestandteil dieses Kapitels. Hierbei wird im ersten Schritt detailliert auf die EZB eingegangen. Im weiteren Verlauf schließt sich die Betrachtung der Geldpolitik an. Die geldpolitischen Stellhebel sowie zentrale Ziele werden thematisiert. Zum Abschluss dieses Kapitels wird der Weg in die Eurokrise näher beleuchtet.

### **2.1 Die Europäische Zentralbank**

#### **2.1.1 Gründung der EZB und Einführung des Euros**

Um die Gründungsgeschichte und Entwicklung der EZB darzustellen, ist ein Rückblick bis in die 60er Jahre des vergangenen Jahrhunderts notwendig. 1962 äußerte die Kommission der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) erstmals Gedanken eine Europäische Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) zu errichten. Da zu diesem Zeitpunkt das politische Entgegenkommen der einzelnen Länder fehlte, sowie bereits ein System fester Wechselkurse von Bretton-Woods bestand, wurde der Vorschlag aber verworfen. Bereits einige Jahre später, als wachsende Spannungen im weltweiten Währungssystem aufkamen, schien eine wirtschafts- und währungspolitische Kooperation in Europa immer wichtiger. 1971 verabschiedete der Ministerrat der EWG eine Entscheidung zur Einführung einer gemeinsamen EWWU, welche bis zum Jahr 1980 in drei Stufen verwirklicht werden sollte. Aber auch dieser Versuch schlug nach dem Kollaps des Bretton-Woods-Systems im Jahr 1973 fehl. Es gelang außerdem nicht sich innerhalb der EWG auf identische Vorstellungen einer gemeinsamen Stabilitätspolitik zu einigen.<sup>4</sup>

Um weiterhin eine Stabilität der Wechselkurse zu erreichen, wurde 1972 der Europäische Wechselkursverbund gegründet. Die Teilnehmerländer einigten sich hierbei darauf, dass deren Währungskurse sich nur um höchstens +/- 2,5 % vom festgelegten Leitkurs unterscheiden durften. Der Europäische Wechselkursverbund hielt allerdings nicht lange Bestand und wurde durch das Europäische Währungssystem (EWS) verdrängt.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Vgl. Görgens, Egon/Ruckriegel, Karlheinz/Seitz, Franz: Europäische Geldpolitik, S. 34.

<sup>5</sup> Vgl. Arya, Kuimars: Möglichkeiten und Probleme der Geld- und Wirtschaftspolitik in der Euro-Zone, S. 10.

Das im Jahr 1979 gegründete EWS sah analog des Europäischen Wechselkursverbands vor, dass sich die Währungsschwankungen der einzelnen Teilnehmerländer in einer Spanne von +/- 2,5 % um den fixen Leitkurs bewegen durften. Großer Unterschied jedoch war, dass als Referenzwert eine künstliche Währungseinheit, der European Currency Unit (ECU), festgelegt wurde.<sup>6</sup>

In den 1980er Jahren wurde der Gedanke einer EWWU wieder aufgegriffen und in der Einheitlichen Europäischen Akte schriftlich fixiert. Der Europäische Rat erteilte daraufhin einen Prüfauftrag an eine dafür geschaffene Arbeitsgruppe unter Leitung des Kommissionspräsidenten Delors. Ziel war es, konkrete Umsetzungsschritte einer EWWU zu beleuchten. Die Ergebnisse wurden in dem so genannten Delors-Bericht aufgenommen. Dieser sah eine Umsetzung der EWWU anhand von drei Phasen vor. Der Europäische Rat beschloss im Juni 1989 die erste Umsetzungsphase zum 1. Juli 1990 zu beginnen. Weiterhin wurde durch den Europäischen Rat der Beschluss gefasst zur Abstimmung des weiteren Vorgehens eine Regierungskonferenz einzuberufen. Aus dieser Regierungskonferenz ging im Jahr 1991 ein Vertragsentwurf hervor, der durch den Europäischen Rat im Dezember 1991 in Maastricht gebilligt wurde (Vertrag über die EU). Durch einen langwierigen Ratifikationsprozess innerhalb der einzelnen Länder, trat der Maastrichter Vertrag erst am 1. November 1993 in Kraft. Er erweiterte die Umsetzungspunkte aus dem Delors-Bericht und enthält die Eckpunkte zur Schaffung einer EWWU (vgl. Abb.1).<sup>7</sup>

<p style="text-align: center;">Stufe 1 Beginn 1. Juli 1990</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Liberalisierung des Kapitalverkehrs</li> <li>- Schaffung des Binnenmarkts</li> <li>- Inkrafttreten des Maastricht-Vertrags</li> <li>- Fixierung der Zusammensetzung der ECU</li> <li>- Beginn der Wirtschafts- und Währungspolitik</li> </ul>
<p style="text-align: center;">Stufe 2 Beginn 1. Januar 1994</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Gründung des Europäischen Währungsinstituts (EWI)</li> <li>- Unabhängigkeit der nationalen Zentralbanken</li> <li>- Stärkere Koordination der Geld- und Währungspolitik</li> <li>- Stärkung der Konvergenz</li> <li>- Einrichtung eines Kohäsionsfonds</li> </ul>

<sup>6</sup> Vgl. Weindl, Josef: Europäische Gemeinschaft, S. 319f.

<sup>7</sup> Vgl. Görgens, Egon/Ruckriegel, Karlheinz/Seitz, Franz: Europäische Geldpolitik, S. 34f.

Stufe 3 Beginn 1. Januar 1994	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Gründung der Europäischen Zentralbank</li> <li>- Unwiderrufliche Fixierung der Wechselkurse</li> <li>- Einführung der einheitlichen europäischen Währung</li> </ul>
----------------------------------	--

Abb. 1: Der Vertrag von Maastricht: 3 Stufen auf dem Weg zur Währungsunion<sup>8</sup>

Am 1. Januar 1994 erfolgte die Gründung des EWI mit Sitz in Frankfurt/Main. Zu seinen Aufgaben gehören die Koordination der Geldpolitik und die Vorbereitung für die Einführung der gemeinschaftlichen europäischen Währung namens Euro. Zu Beginn der 3. Stufe des Maastrichter Vertrags ging aus dem EWI, nach einem Beschluss des Rates der Europäischen Union, die EZB hervor. Weiterhin wurde als Bezeichnung anstatt EWWU der Name Europäische Währungsunion (EWU) gewählt. Am 1. Januar 1999 startete die EWU schließlich mit den 11 Mitgliedsländern Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, Portugal, Niederlande, Belgien, Luxemburg, Österreich, Finnland und Irland. Ab diesem Zeitpunkt übernahm die EZB die alleinige geldpolitische Verantwortung im Euroraum. Die neue Währungsbehörde EZB bildet von nun an zusammen mit den nationalen Zentralbanken (NZBen) der Mitgliedstaaten der EWU das Europäische System der Zentralbanken (ESZB).<sup>9</sup> Mit Beginn der EWU fand auch die Einführung der neuen Währung Euro - zunächst als Buchgeld - statt. Drei Jahre später erfolgte der Tausch der nationalen Zahlungsmittel gegen Euroscheine und Euromünzen. Nach Abschluss einer Übergangsfrist ist der Euro seit dem 1. März 2002 das alleinige Zahlungsmittel in der EWU. Im Jahr 2014 besteht die EWU mittlerweile aus insgesamt 18 Mitgliedsstaaten. Zusätzlich zu den 11 Gründungsländern sind Griechenland (2001), Slowenien (2007), Malta (2008), Zypern (2008), Slowakei (2009), Estland (2011) und Lettland (2014) beigetreten. Die EU-Mitgliedsstaaten Bulgarien, Dänemark, Litauen, Tschechische Republik, Polen, Ungarn, Schweden, Rumänien und das Vereinigte Königreich nehmen derzeit nicht an der Einheitswährung teil.<sup>10</sup>

<sup>8</sup> Vgl. Borchert, Manfred: Geld und Kredit, S. 17.

<sup>9</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: Die ersten zehn Jahre, S. 1ff.

<sup>10</sup> Vgl. Gabisch, Günter: Aussen- und Weltwirtschaft, S. 50f.

## 2.1.2 Aufbau und Organe der EZB

Die EZB ist, wie im Punkt 2.1.1 erwähnt, ein Bestandteil des ESZB. Dazu gehören neben der EZB die gesamten NZBen aller EU-Staaten. Da allerdings nicht alle Staaten der EU den Euro als gesetzliches Zahlungsmittel eingeführt haben, findet eine Trennung zwischen den so genannten Euroländern (Mitglieder der EWU) und den EU-Staaten statt. Genau dieser Unterscheidung wird die EZB mit ihren drei Entscheidungsorganen gerecht. Diese sind das Direktorium, der Rat der EZB sowie der Erweiterte Rat der EZB.<sup>11</sup> Alle drei Organe sind bei ihrer Aufgabenerfüllung vollkommen unabhängig und frei in ihren Entscheidungen. Jegliche Ratschläge, Weisungen und Versuche von Beeinflussungen anderer Institutionen wie EU-Organen oder Landesregierungen an die EZB bzw. an die NZBen sind strengstens untersagt.<sup>12</sup>

Das Direktorium der EZB wird mit der qualifizierten Mehrheit vom Europäischen Rat ausgewählt und für acht Jahre ernannt. Im Jahr 2014 besteht es aus dem Präsidenten Mario Draghi (Italien), dem Vizepräsidenten Vitor Constâncio (Portugal) sowie vier weiteren Mitgliedern. Diese vier Mitglieder sind derzeit Benoît Cœuré (Frankreich), Sabine Lautenschläger (Deutschland), Yves Mersch (Luxemburg) und Peter Praet (Belgien).<sup>13</sup> Gemäß des Art. 283 Abs. 2 AEUV müssen die Direktoriumsmitglieder die Staatsangehörigkeit eines Mitgliedsstaats der EWU besitzen und erfahrene Persönlichkeiten aus dem Banken- und Währungssektor sein. Sie üben ihre Funktion bei der EZB hauptamtlich aus und sind vollkommen weisungsunabhängig. Jedes Mitglied besitzt im Direktorium ein Stimmrecht, wobei bei Stimmenparität die Präsidentenstimme entscheidet. Nach der Beendigung ihrer Amtszeit ist eine erneute Mitgliedschaft im Direktorium ausgeschlossen. Eine vorzeitige Amtsenthebung eines Direktoriumsangehörigen kann nur durch den Europäischen Gerichtshof auf Ersuchen des Direktoriums oder des Rats der EZB erfolgen.<sup>14</sup>

Der Rat der EZB stellt das oberste Beschlussorgan dar. Er besteht derzeit aus den sechs Mitgliedern des Direktoriums sowie den 18 Präsidenten der NZBen deren Länder den Euro als gesetzliches Zahlungsmittel eingeführt haben. Deutschland wird dabei vom Bundesbankpräsidenten Jens Weidmann vertreten. Der EZB-Rat findet sich zweimal im Monat zur Tagung im Eurotower in Frankfurt/Main zusammen.<sup>15</sup>

---

<sup>11</sup> Vgl. Schmidt, Siegmund/Schünemann, Wolf J.: Europäische Union, S. 124.

<sup>12</sup> Vgl. Farmer, Karl/Vik, Thomas: Internationale Ökonomik, S. 124.

<sup>13</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: Das Direktorium, S. 1.

<sup>14</sup> Vgl. Schmidt, Siegmund/Schünemann, Wolf J.: Europäische Union, S. 125.

<sup>15</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: Der EZB-Rat, S. 1.

Jedes Direktoriumsmitglied sowie alle 18 Präsidenten der NZBen besitzen ein Stimmrecht, wobei nach dem Mehrheitsprinzip gehandelt wird. Bei Stimmgleichheit entscheidet, wie auch im Direktorium, die Stimme des Präsidenten der EZB. Sollte die Anzahl der Präsidenten der NZBen im EZB-Rat jedoch über 18 steigen und somit 25 stimmberechtigte Personen im EZB-Rat vertreten sein, greift ein Rotationsprinzip. Dies beinhaltet, dass maximal 15 NZB-Präsidenten ein Stimmrecht erhalten. Die Mitgliedsländer werden dann anhand ihrer volkswirtschaftlichen Größe in zwei Gruppen aufgeteilt, wobei Deutschland zu der Gruppe der fünf größten Volkswirtschaften gehört. Diese Gruppe erhält insgesamt nur vier Stimmrechte, sodass abwechselnd ein Land immer kein Stimmrecht besitzt. In der zweiten Gruppe befinden sich dann die restlichen Länder, welchen die verbleibende Anzahl an elf Stimmen zur Verfügung steht. Die mindestens 14 Länder mit deren NZB-Präsidenten wechseln sich, analog der ersten Gruppe, mit den Stimmrechten ab. Somit erhalten kleinere Länder ein selteneres Stimmrecht. Die Umstellung auf das Rotationsprinzip wird auf Grund der ansonsten zu groß werdenden Anzahl an stimmberechtigten Vertretern vorgenommen. Dadurch besitzen nicht mehr alle Eurostaaten ein gleichrangiges Stimmrecht, sodass der Gleichbehandlungsgrundsatz gelockert wird.<sup>16</sup>

Das dritte Beschlussorgan stellt der Erweiterte Rat der EZB dar. Dieser setzt sich derzeit aus dem Präsidenten Mario Draghi, dessen Vizepräsidenten Vitor Constâncio und den 28 Präsidenten aller NZBen der EU-Mitgliedsstaaten zusammen.<sup>17</sup> Dieses Organ bindet somit auch die Staaten in die europäische Geldpolitik ein, die den Euro nicht als gesetzliches Zahlungsmittel eingeführt haben. Sollten in Zukunft einmal alle 28 EU-Mitgliedsstaaten den Euro einführen, würde der Erweiterte Rat der EZB entfallen, da somit sämtliche Länder über den Präsidenten ihrer NZB einen Sitz im Rat der EZB erhalten.<sup>18</sup>

### **2.1.3 Aufgaben der EZB**

Die EZB ist zusammen mit den NZBen für die einheitliche Durchführung der Geldpolitik im Euroraum zuständig. Dabei hat sie gemäß dem Art. 127 AEUV die Preisniveaustabilität zu gewährleisten, um Inflation zu verhindern. Per Definition des EZB-Rats aus dem Jahr 1998 ist ein stabiles Preisniveau erreicht, wenn der Harmonisierte Verbraucherpreisindex des gesamten Währungsgebiets im Vergleich zum Vor-

---

<sup>16</sup> Vgl. Gischer, Horst/Herz, Bernhard/Menkhoff, Lukas: Geld, Kredit und Banken, S. 45.

<sup>17</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: Der Erweiterte Rat, S. 1.

<sup>18</sup> Vgl. Farmer, Karl/Vlk, Thomas: Internationale Ökonomik, S. 126.

jahr einen Anstieg von unter aber nahe bei 2 % aufweist. Dies stellt das primäre Ziel und somit auch die Hauptaufgabe der EZB dar. Um die angestrebte Preisniveaustabilität zu erreichen, haben sich gegebenenfalls alle weiteren Ziele und Aufgaben unterzuordnen.<sup>19</sup> Neben dieser Hauptaufgabe zeichnet sich die EZB im Zusammenspiel mit den NZBen auch für weitere Angelegenheiten verantwortlich. Diese sind im Art. 127 AEUV fixiert. Dazu gehören die Festlegung und Ausführung der Geldpolitik in der Europäischen Gemeinschaft, die Durchführung sämtlicher Devisengeschäfte, die Verwaltung der offiziellen Währungsreserven der einzelnen Mitgliedsstaaten sowie die Sicherstellung der Funktionstätigkeit der Zahlungssysteme.<sup>20</sup> Weiterhin obliegt es der EZB die Verteilung der Euro-Banknoten durch die NZBen im Euro-Währungsgebiet zu genehmigen. Zur ordnungsgemäßen Erfüllung des vielfältigen Aufgabenspektrums sind statistische Daten von besonderem Stellenwert. Diese erhebt die EZB in Kooperation mit den NZBen teilweise selbst. Nicht nur innerhalb Europas, sondern weltweit, pflegt die EZB intensive Arbeitsbeziehungen zu verschiedenen Institutionen und Organen.<sup>21</sup>

Den im Punkt 2.1.2 vorgestellten Beschlussorganen kommen dabei unterschiedliche Befugnisse zu. Das Direktorium ist mit der Leitung sämtlicher Geschäfte der EZB beauftragt. Es organisiert die Sitzungen und Beratungen des EZB-Rats und ist mit der Durchführung der geldpolitischen Maßnahmen im Euroraum vertraut. Hierzu muss das Direktorium die Beschlüsse des EZB-Rats umsetzen und die entsprechenden Handlungsanweisungen an die NZBen weiterleiten.<sup>22</sup> Der Rat der EZB legt Leitlinien und Konzepte fest, die zur Aufgabenerfüllung der EZB dienen. Die durchzuführende Geldpolitik im Euroraum wird erörtert und beschlossen. Er legt die konkreten geldpolitischen Ziele fest und bestimmt bei seinen Tagungen die Leitzinssätze und die zur Verfügung gestellte Zentralbankgeldmenge für die Refinanzierungsgeschäfte.<sup>23</sup> Der Erweiterte Rat der EZB übernimmt im Wesentlichen die Aufgaben des EWI. Er steht der EZB in einer Beraterfunktion zur Seite und wirkt bei der Erstellung des Jahresberichts sowie bei statistischen Erhebungen mit. Er leistet notwendige Vorarbeiten für die endgültige Festlegung von Wechselkursen zum Euro für Währungen der Mitgliedsstaaten die den Euro noch nicht eingeführt haben.<sup>24</sup>

---

<sup>19</sup> Vgl. Gischer, Horst/Herz, Bernhard/Menkhoff, Lukas: Geld, Kredit und Banken, S. 48.

<sup>20</sup> Vgl. Europäische Union: Vertrag über die Europäische Union und Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, S. 87.

<sup>21</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: Aufgaben, S. 1f.

<sup>22</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: Das Direktorium, S. 1.

<sup>23</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: Der EZB-Rat, S. 1.

<sup>24</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: Der Erweiterte Rat, S. 1.

## 2.2 Geldpolitische Instrumente

Wie im Kapitel 2.1.3 beschrieben, ist die EZB zusammen mit den NZBen verantwortlich für die Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsraum und bildet das ESZB. Um dieser Verantwortlichkeit nachzukommen und aktiv Geldpolitik zu betreiben, stehen dem ESZB eine Reihe an verschiedenen Instrumenten zur Verfügung. Das ESZB kann im Wesentlichen auf drei Bereiche geldpolitischer Instrumente zurückgreifen. Es kann Offenmarktgeschäfte realisieren, ständige Fazilitäten bereitstellen und von Geldinstituten verlangen, dass sie gewisse Mindestreserven vorhalten.<sup>25</sup>

### 2.2.1 Offenmarktgeschäfte

Mit Offenmarktgeschäften gibt das ESZB initiativ Hinweise über die künftige geldpolitische Ausrichtung. Sie werden eingesetzt, um die Zinssätze und die Liquidität am Geldmarkt zu regulieren. Die EZB gibt aus den vier möglichen Varianten der Offenmarktgeschäfte die entsprechende vor und bestimmt zudem die Konditionen der Durchführung.<sup>26</sup>

Den größten Stellenwert der Offenmarktgeschäfte nehmen die Hauptrefinanzierungsgeschäfte in Anspruch. Wöchentlich bietet die Währungsbehörde den Geschäftsbanken über die NZBen an, befristete Transaktionen durchzuführen. Es besteht somit die Möglichkeit für die Geldhäuser einen Kredit in Anspruch zu nehmen. Die Laufzeit ist auf eine Woche begrenzt und es fallen Zinskosten an. Diese Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden im Standardtenderverfahren durchgeführt. Die Abwicklung der Transaktionen erfolgt innerhalb von 24 Stunden. Das Standardtenderverfahren unterscheidet zwei mögliche Varianten, das Mengentender und das Zinstender. Beim Mengentenderverfahren wird im Vorfeld durch das ESZB der Zinssatz festgelegt, zu dem sich die Geschäftsbanken Zentralbankgeld leihen können. Als Kreditsicherung dienen häufig Wertpapiere. Dabei richtet sich die Zuteilungshöhe an der zu diesem Zeitpunkt im Umlauf befindlichen Zentralbankgeldmenge. Beim Zinstenderverfahren hingegen wird im Vorfeld nicht der Zinssatz sondern die zur Verfügung stehende Geldmenge durch das ESZB festgelegt. Der Zinssatz wird aus den jeweiligen Geboten der Geschäftsbanken errechnet, wobei das ESZB einen Mindest-

---

<sup>25</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet, S. 10.

<sup>26</sup> Vgl. Borchert, Manfred: Geld und Kredit, S. 256.

bietungssatz, den so genannten Hauptrefinanzierungssatz, festlegt. Die verschiedenen Gebote der Geschäftsbanken werden anhand der Höhe des Zinssatzes sortiert. Gebote unterhalb des Mindestbietungssatzes finden keine Berücksichtigung. Die zur Verfügung stehende Geldmenge wird nun absteigend der Zinssatzgebote gegen die Verpfändung von Wertpapieren verteilt, bis diese erschöpft ist. Seit dem 28. Juni 2000 erfolgen die Hauptrefinanzierungsgeschäfte im Zinstenderverfahren. Zuvor wurden sie als Mendentender durchgeführt.<sup>27</sup>

Die zweite Variante der Offenmarktgeschäfte sind die längerfristigen Refinanzierungen. Im Wesentlichen unterscheiden sie sich zu den Hauptrefinanzierungsgeschäften durch die Fristen. Einmal im Monat werden die befristeten Transaktionen mit einer üblichen Laufzeit von 3 Monaten angeboten und sollen Refinanzierungsmittel über einen längeren Zeitraum zur Verfügung stellen. Die restliche Verfahrensweise erfolgt analog den Hauptrefinanzierungsgeschäften im Zinstenderverfahren.<sup>28</sup>

Feinststeuerungsoperationen beeinflussen, als dritte Variante der Offenmarktgeschäfte, die Marktliquidität und die Zinssätze in kleinerem Umfang. Der Einsatz dieses Instruments erfolgt nicht in regelmäßigen Abständen sondern nur bei Bedarf, vor allem wenn unvorhergesehene Liquiditätsschwankungen auftreten. In der Regel erfolgt die Regulierung im Rahmen der Feinststeuerung über befristete Transaktionen oder durch Devisenswapgeschäfte und der Hereinnahme von Termineinlagen.<sup>29</sup> Bei den Devisenswapgeschäften werden Euro gegen eine Fremdwährung gewechselt und zu einem späteren Zeitpunkt wieder zurück getauscht. Bei der Hereinnahme von Terminanlagen erfolgt ein Angebot an die Geschäftsbanken, Kapital für eine feste Laufzeit und zu einem festen Zinssatz bei den NZBen zu hinterlegen, um Liquidität aus dem Markt zu entziehen.<sup>30</sup>

Die vierte Möglichkeit Offenmarktgeschäfte zu betreiben, bieten strukturelle Operationen. Das ESZB führt diese mit Hilfe von befristeten Transaktionen, der Ausgabe von Schuldverschreibungen der EZB oder durch endgültige Käufe bzw. Verkäufe durch.<sup>31</sup> Genutzt werden die strukturellen Operationen um Liquiditätsverschiebungen zwischen dem ESZB und dem Finanzsektor auszugleichen. Die Ausgabe der Schuldverschreibungen, deren Laufzeit in der Regel weniger als 1 Jahr beträgt, zielt in erster Linie darauf ab Liquidität aus dem Markt zu schöpfen. Bei endgültigen Käufen bzw. Verkäufen werden durch das ESZB von den Geschäftsbanken Aktiva erworben

---

<sup>27</sup> Vgl. Heertje, Arnold/Wenzel, Heinz-Dieter: Grundlagen der Volkswirtschaftslehre, S. 242f.

<sup>28</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet, S. 10.

<sup>29</sup> Vgl. Borchert, Manfred: Geld und Kredit, S. 269.

<sup>30</sup> Vgl. Borchert, Manfred: Geld und Kredit, S. 265.

<sup>31</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet, S. 11.

bzw. veräußert, mit denen sich die Geldhäuser Zentralbankgeld beschaffen könnten. Diese Transaktionen finden bei Bedarf als bilaterales Geschäft statt.<sup>32</sup> In der folgenden Abbildung sind die verschiedenen Varianten der Offenmarktpolitik noch einmal in übersichtlicher Form dargestellt:

Geldpolitische Geschäfte	Transaktionsart		Laufzeit	Rhythmus	Verfahren
	Liquiditätsbereitstellung	Liquiditätsabschöpfung			
<i>Offenmarktgeschäfte</i>					
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	befristete Transaktionen	-	eine Woche	wöchentlich	Standard-tender
längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	befristete Transaktionen	-	drei Monate	monatlich	Standard-tender
Feinststeuerungsoperationen	befristete Transaktionen Devisenswaps	befristete Transaktionen Hereinnahme von Termin-einlagen Devisenswaps	nicht standardisiert	unregelmäßig	Schnell-tender bilaterale Geschäfte
strukturelle Operationen	befristete Transaktionen	Emission von Schuldverschreibungen	standardisiert/ nicht standardisiert	regelmäßig/ unregelmäßig	Standard-tender
	endgültige Käufe	endgültige Verkäufe	-	unregelmäßig	bilaterale Geschäfte

Abb. 2: Geldpolitische Operationen des Eurosystems<sup>33</sup>

### 2.2.2 Ständige Fazilitäten

Unter dem geldpolitischen Instrument der ständigen Fazilitäten wird eine vorübergehende Kredit- bzw. Einlagengewährung der Geschäftsbanken beim ESZB verstanden. Dies erfolgt quasi über Nacht und die Initiative geht im Vergleich zu den Offenmarktgeschäften nicht von den Zentralbanken, sondern von den Geschäftsbanken aus. Die ständigen Fazilitäten lassen, analog zu den Offenmarktgeschäften, Rückschlüsse über den allgemeinen geldpolitischen Kurs der Währungsbehörde zu und geben besonders einen Richtwert für die Tagesgeldsätze vor. Es werden zwei mögliche Varianten unterschieden, die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagenfazilität. Die Banken können sich dieser Instrumente jederzeit bedienen und deren Umfang selbst bestimmen. Ständige Fazilitäten bieten den Geldinstituten somit eine kurzfristige Möglichkeit der Liquiditätsbereitstellung bzw. –abschöpfung.<sup>34</sup>

<sup>32</sup> Vgl. Merk, Gerhard: Offenmarktpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB), S. 7f.

<sup>33</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet, S. 11f.

<sup>34</sup> Vgl. Wildmann, Lothar: Makroökonomie, Geld und Währung, S. 157.

Im Rahmen der Spitzenrefinanzierungsfazilität können sich die Geldhäuser vorübergehend Geld bei der EZB beschaffen. Häufig wird hierauf zurückgegriffen, wenn ein nicht vorhersehbarer Finanzbedarf auftritt. Die zu zahlenden Zinsen liegen hierfür über dem aktuellen Marktzinssatz, sodass diese Refinanzierungsalternative vergleichsweise teuer ist. Deshalb nutzen die Geschäftsbanken die Spitzenrefinanzierungsfazilität meist nur in Notfällen. Das Vorhandensein geeigneter Sicherheiten ist aber unabdingbar.<sup>35</sup> Die EZB bietet den Geschäftsbanken bei vorhandener überschüssiger Liquidität an, diese temporär in Form einer Einlage anzulegen, was im Fachjargon als Einlagefazilität bezeichnet wird. Den Geldhäusern steht diese Möglichkeit zwar schnell und unkompliziert zur Verfügung, jedoch nur zu sehr geringen Zinssätzen. Der festgelegte Zinssatz für die Einlagefazilität wird von keiner Bank unterboten, da andere Geschäftsbanken nicht zu noch schlechteren Konditionen Geld anlegen würden.<sup>36</sup> Die folgende Abbildung 3 stellt die Varianten der ständigen Fazilitäten noch einmal übersichtlich dar.

Geldpolitische Geschäfte	Transaktionsart		Laufzeit	Rhythmus	Verfahren
	Liquiditäts- bereitstellung	Liquiditäts- abschöpfung			
<i>Ständige Fazilitäten</i>					
Spitzenrefinanzierungsfazilität	befristete Transaktionen	-	über Nacht	Inanspruchnahme auf Initiative der Geschäftsbank	
Einlagefazilität	-	Einlagenan- nahme	über Nacht	Inanspruchnahme auf Initiative der Geschäftsbank	

Abb. 3: Geldpolitische Operationen des Eurosystems<sup>37</sup>

### 2.2.3 Mindestreservpolitik

Bei dem Instrument der Mindestreservpolitik müssen die Geschäftsbanken Pflichteinlagen, die sogenannte Mindestreserve, bei der EZB hinterlegen. Aus den Bilanzpositionen der einzelnen Banken wird die Reservebasis ermittelt und mit dem gültigen Mindestreservesatz multipliziert. Zu Beginn der EWU wurde dieser auf 2 % festgelegt. Den Geschäftsbanken ist es gestattet ihrer Pflicht im Monatsdurchschnitt nachzukommen, also beispielsweise fehlende Pflichteinlagen zum Monatsbeginn am Monatsende auszugleichen.<sup>38</sup> Die Verzinsung der hinterlegten Reserven erfolgt mit dem Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte. Dadurch entsteht den

<sup>35</sup> Vgl. Gaitanides, Charlotte: Das Recht der Europäischen Zentralbank, S. 119.

<sup>36</sup> Vgl. Wildmann, Lothar: Makroökonomie, Geld und Währung, S. 157.

<sup>37</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet, S. 12.

<sup>38</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Mindestreserve, S. 1.

Geschäftsbanken kein größerer Nachteil. Eine Änderung des Mindestreservesatzes hätte direkte Auswirkungen auf die Liquiditätssituation der Banken. Eine Erhöhung verursacht eine Geldmengenreduktion und eine Senkung führt zu einer Geldmengenzunahme. Das Instrument der Mindestreservpolitik wird nur sehr selten in Anspruch genommen, da sich hiermit die Geldmenge nur grob steuern lässt.<sup>39</sup>

### **2.3 Ziele der Geldpolitik**

Das Hauptziel aller geldpolitischen Anstrengungen der EZB beruht auf der Preisstabilität (vgl. Punkt 2.1.3). Um dies zu erreichen setzt die Währungsbehörde die ihr zur Verfügung stehenden, soeben erläuterten, geldpolitischen Instrumente ein. Die Erfüllung ihres Hauptziels definiert die EZB bei einer jährlichen Inflationsrate von unter, aber nahe bei 2 % im gesamten Euro-Währungsraum. Eine absolute Preisstabilität wird auf Grund der dann drohenden Deflationsgefahr nicht angestrebt. Zur Zielerfüllung greift die EZB auf das Zwei-Säulen-Konzept zurück. Die erste Säule beschäftigt sich mit der Inflationsentwicklung. Es werden Variablen wie Wirtschaftswachstum und Kreditnachfrage beobachtet und analysiert, die einen Einfluss auf die Inflation nehmen. Die zweite Säule widmet sich der Geldmengenentwicklung, da ein Wachstum der Geldmenge Inflationsrisiken birgt. Je nach aktueller Wirtschaftslage richtet die EZB ihre Geldpolitik aus. Bei einer schlechten wirtschaftlichen Situation wird sie meist eine expansive Geldpolitik betreiben, sodass die Geschäftsbanken mehr Geld erhalten. Die dadurch sinkenden Zinsen sollen Investitionen von Unternehmen und Konsum der privaten Haushalte anregen. Diese wirtschaftspolitische Unterstützung ist möglich, da in wirtschaftlichen Schwächephase die Gefahr von Inflation meist nicht sehr hoch ist. Sollte sich die konjunkturelle Lage verbessern und die Inflationsgefahr steigen, handelt die EZB genau entgegengesetzt und fährt häufig einen kontraktiven Kurs. Nach dem keynesianischen Modell wird dabei von einer antizyklischen Geldpolitik gesprochen.<sup>40</sup>

### **2.4 Der Weg in die Eurokrise**

Mit dem Eintritt in die EWU gaben die Staaten ihre individuellen Kompetenzen im Bereich der Währungspolitik an die EZB ab. Geldpolitische Entscheidungen wurden

---

<sup>39</sup> Vgl. Wienert, Helmut: Grundzüge der Volkswirtschaftslehre, S. 158.

<sup>40</sup> Vgl. Klump, Rainer: Wirtschaftspolitik, S. 120 – 124.

von diesem Zeitpunkt an einheitlich getroffen und umgesetzt. In den Ländern der Eurozone herrschten und herrschen aber unterschiedliche wirtschaftliche Voraussetzungen, welche sich in diversen Wachstums- und Inflationsraten widerspiegeln. Auf diese unterschiedlichen Strukturen trifft nun eine einheitliche Geldpolitik. In der Folge sind die Auswirkungen in den einzelnen Ländern verschieden. Die Länder erreichten bei der Aufnahme in die EWU zwar die festgelegten Konvergenzkriterien, jedoch kamen sie anschließend schnell von diesem Weg ab. Genau diese Kriterien sollten eine gemeinsame wirtschaftliche Grundlage schaffen, wurden aber nach der Aufnahme in die EWU von kaum einem Land erfüllt. Die gemeinsame Geldpolitik verschärft nun sogar die Kluft zwischen den Wachstums- und Inflationsraten, was zu einem steigenden Ungleichgewicht der Leistungs- und Kapitalbilanzen zwischen den Eurostaaten führt.<sup>41</sup> Weiterhin wurden mit der Einführung der EWU die Zinsen für die Staatsfinanzierung auf ein gemeinsames niedriges Niveau festgesetzt. Dies bewirkte, dass vor allem die Länder mit einer schwachen Wirtschaftsleistung sich zur Finanzierung ihrer Staatshaushalte zunehmend verschuldeten. Vor ihrer Angehörigkeit in der EWU mussten sie, auf Grund von Risikozuschlägen, noch deutlich höhere Zinslasten tragen. Zu diesen Ländern zählen in erster Linie die GIPS-Staaten: Griechenland, Irland, Portugal und Spanien.<sup>42</sup> In diesen Staaten stiegen die „auf Pump“ finanzierten Importe und die Exporte ließen nach, was ein Leistungsbilanzdefizit mit sich brachte. Ohne die EWU hätte dies zu einer Abwertung der Währungen in den einzelnen Ländern geführt. Dieser Mechanismus war auf Grund der Gemeinschaftswährung jedoch ausgeschaltet und die Defizite in den Leistungsbilanzen wurden durch Kredite der Euroländer mit einem Leistungsbilanzüberschuss finanziert. Dadurch hatte die EWU einen Teufelskreis produziert. Die wirtschaftliche Situation sowie die Staatsschuldenbelastung in den GIPS-Staaten spitzten sich immer weiter zu. Darin liegt die hauptsächliche strukturelle Ursache der Eurokrise.

Durch die internationale Finanzmarktkrise in den Jahren 2008 und 2009 blieben die Kredite der Überschussländer aus.<sup>43</sup> In der Folge geriet die Weltwirtschaft im Jahr 2009 in eine tiefe Rezession. Bereits die Rettung der Banken während der Finanzmarktkrise durch die Staaten erwies sich als sehr kostspielig. Um die Wirtschaft in den einzelnen Ländern wieder anzutreiben, legten die Regierungen, auch in der Eurozone, zahlreiche Konjunkturprogramme auf. Dieses Vorgehen trieb die Staats-

---

<sup>41</sup> Vgl. Scharpf, Fritz W. (Die Eurokrise), S. 325f.

<sup>42</sup> Vgl. Sichert, Werner: Unser Geldsystem, S. 19f.

<sup>43</sup> Vgl. Scharpf, Fritz W. (Die Eurokrise), S. 326 – 329.

schulden vieler Euroländer extrem in die Höhe, sodass vor allem weniger wettbewerbsfähiger Staaten, wie den GIPS-Ländern, eine Schuldenfalle drohte.<sup>44</sup>

Besonders in Griechenland nahm das Staatsdefizit zu und erreichte 2009 einen Stand von 130 % des Bruttoinlandsprodukts. Dies entsprach einer Gesamtverschuldung in Höhe von 298 Milliarden Euro. Auf Grund der bestehenden griechischen Wettbewerbsnachteile konnte die Produktivität des Landes nicht gesteigert werden, um so die Schulden zu refinanzieren. Die Regierung in Athen wurde allmählich handlungsunfähig. Am 9. Dezember 2009 stuft die Ratingagentur Fitch die griechische Kreditwürdigkeit herab. Dadurch erhöhten sich schlagartig die Refinanzierungskosten des Landes. Der griechische Ministerpräsident Papandreou verkündete daraufhin die drohende Insolvenz. Dieses Ereignis markiert den Ausbruch der Eurokrise.<sup>45</sup> In den folgenden Jahren ergreifen sämtliche europäische und nationale Regierungen und Zentralbanken Maßnahmen, um die Ausweitung der Eurokrise zu verhindern. Mit Hilfe von milliardenschweren Rettungspaketen werden Stabilitätsmechanismen geschaffen, um die Krise zu bekämpfen. Die EZB versucht durch ihre geldpolitischen Handlungen ebenfalls einen wichtigen Beitrag dazu zu leisten. In dieser Arbeit werden die Maßnahmen der EZB detailliert im Punkt 4 beleuchtet und weitere Aspekte im Verlauf der Eurokrise aufgegriffen.

### **3 Der geldpolitische Transmissionsmechanismus**

#### **3.1 Begriffsklärung und Wirkungsweise**

Geldpolitische Entscheidungen der EZB finden in der Regel Umsetzung durch den Einsatz der zur Verfügung stehenden Instrumentarien (vgl. Punkt 2.2). Den Auslöser, die liquiditätspolitische Ausrichtung der Währungsbehörde zu ändern, gibt die aktuelle Situation der Volkswirtschaft. Auf geänderte Voraussetzungen am Markt reagiert die EZB mit entsprechenden Maßnahmen um ihre Ziele zu verfolgen. Dabei ist es wichtig, die Auswirkungen der geldpolitischen Handlungsweisen auf die Wirtschaft einzuordnen. Dieser Wirkungsweg wird als Transmissionsmechanismus bezeichnet und beschreibt die generellen Einflüsse der monetären Impulse auf die Volkswirtschaft und vor allem auf das Preisniveau. Auf Grund von teilweise langen und ungewissen Zeitverzögerungen lassen sich die Folgen jedoch nur sehr schwer

---

<sup>44</sup> Vgl. Plumpe, Werner: Wirtschaftskrisen, S. 113.

<sup>45</sup> Vgl. Illing, Falk: Die Euro-Krise, S. 47 – 53.

prophezeien.<sup>46</sup> Dies liegt nicht zuletzt daran, dass die EZB zwar eine geldpolitische Maßnahme durchführen kann, für ihre Umsetzung aber die Mitwirkung der verschiedensten Marktteilnehmer erforderlich ist.<sup>47</sup> So läuft üblicherweise der Impuls der Währungshüterin zuerst über die Geschäftsbanken, da über diese die geldpolitischen Instrumente wirken. Daraus resultiert eine Verhaltensänderung bei den Geldhäusern, welche die neuen Gegebenheiten berücksichtigen und eine Reaktion bei den Nichtbanken (z. B. Kunden der Geschäftsbanken) verursachen. Erst die nun ausgelösten Handlungen nehmen Einfluss auf die von der EZB verfolgten Ziele der Geldpolitik. Schematisch kann der erläuterte Prozess wie folgt dargestellt werden:<sup>48</sup>

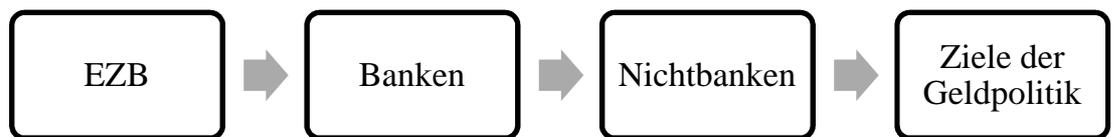


Abb. 4: „Weg“ der Geldpolitik<sup>49</sup>

In der Fachliteratur werden verschiedene Kanäle dargestellt und untersucht über die der Transmissionsprozess wirkt. Dazu zählen der Zinskanal, der Wechselkurskanal, der Kreditkanal und der Kanal der relativen Preise. Sie beruhen allesamt auf der Überlegung, dass veränderte geldpolitische Bedingungen nur eine sehr langsame Reaktion der Preise hervorrufen. Die sich anpassende Geldmenge und die damit zusammenhängende Zinsänderung bewirken Vermögenseffekte verschiedenster Art.<sup>50</sup> In den folgenden Punkten werden die genannten Wirkungskanäle des Transmissionsmechanismus näher erläutert.

### 3.2 Wirkungskanäle des Transmissionsmechanismus

Im Rahmen der Eurokrise ergriff die EZB Maßnahmen, welche zu einer deutlichen Zunahme der Liquiditätsmenge am Markt führten. Aus diesem Grund werden die verschiedenen Transmissionskanäle im Folgenden ausschließlich unter dem Gesichtspunkt einer expansiven Geldpolitik dargestellt.

<sup>46</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: Transmissionsmechanismus, S. 1.

<sup>47</sup> Vgl. Duwendag, Dieter u. a.: Geldtheorie und Geldpolitik in Europa, S. 175.

<sup>48</sup> Vgl. Mussel, Gerhard: Grundlagen des Geldwesens, S. 148f.

<sup>49</sup> Vgl. Mussel, Gerhard: Grundlagen des Geldwesens, S. 149.

<sup>50</sup> Vgl. Illing, Gerhard: Theorie der Geldpolitik, S. 145.

### 3.2.1 Der Zinskanal

Die Wirkung von Zinsänderungen auf den realen wirtschaftlichen Sektor können mit Hilfe des keynesianischen IS-LM-Modells beschrieben werden. Es erfolgt eine Untersuchung des Einflusses der Zinsen auf die Investitionsentscheidungen und die Konsumgüternachfrage. Die Grundlage bilden rational handelnde Unternehmen, die Investitionsprojekte durchführen, wenn deren Renditen oberhalb der langfristigen Realzinsen liegen. Somit erbringt die Investition einen Gewinnvorteil im Vergleich zu der Anlage der finanziellen Mittel am Markt.<sup>51</sup>

Das IS-LM-Modell enthält die Gleichgewichtskurve des Gütermarkts (IS-Kurve) und die Gleichgewichtskurve des Geldmarkts (LM-Kurve). Dabei steht das „I“ für Investition, das „S“ für Sparen, das „L“ für die Geldnachfrage und das „M“ für das Geldangebot. Die IS-Kurve reproduziert alle Varianten von Zinsen ( $i$ ) und Volkseinkommen ( $Y$ ), für die ein Gleichgewicht auf dem Gütermarkt gilt. Die LM-Kurve hingegen zeigt mit den gleichen Variablen, Zinsen und Volkseinkommen, das Gleichgewicht für den Geldmarkt. Im Schnittpunkt beider Kurven existiert somit das gesamtwirtschaftliche Gleichgewicht.<sup>52</sup> Grafisch lässt sich dies in folgender Weise darstellen:

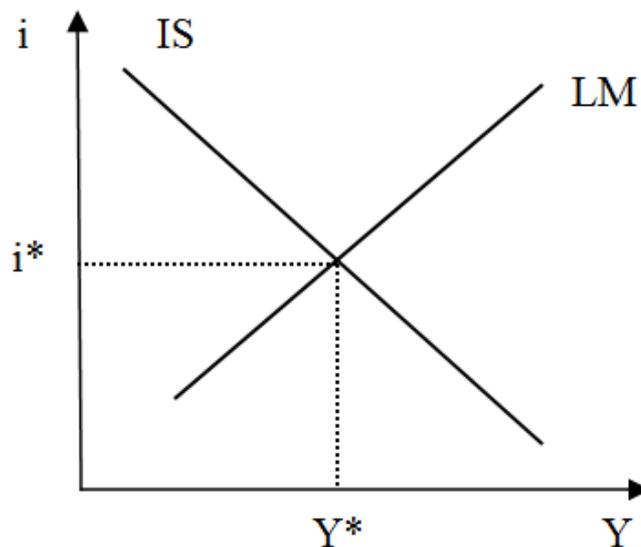


Abb. 5: IS-LM-Diagramm<sup>53</sup>

Im Gleichgewicht gilt der Zinssatz  $i^*$  und das Volkseinkommen  $Y^*$ . Typisch für das keynesianische Modell ist der antizyklische Einsatz der geldpolitischen Instrumente.

<sup>51</sup> Vgl. Illing, Gerhard: Theorie der Geldpolitik, S. 146.

<sup>52</sup> Vgl. Wildmann, Lothar: Makroökonomie, Geld und Währung, S. 101ff.

<sup>53</sup> Vgl. Mussel, Gerhard: Grundlagen des Geldwesens, S. 154.

Dies bedeutet, dass die EZB in einer Phase der wirtschaftlichen Rezession durch eine expansive Geldpolitik entgegenwirkt. Während eines Booms hingegen werden die geldpolitischen Möglichkeiten restriktiv ausgeführt, sodass die Gefahren für die Preisniveaustabilität bekämpft werden.<sup>54</sup>

Führt die EZB eine expansive Geldpolitik durch, bewirkt dies ein Anwachsen der Geldmenge am Markt. Die LM-Kurve verschiebt sich deshalb nach rechts. In der Folge steigt das gleichgewichtige Einkommen  $Y^*$  an und der gleichgewichtige Zins  $i^*$  fällt ab (vgl. Abb. 6).

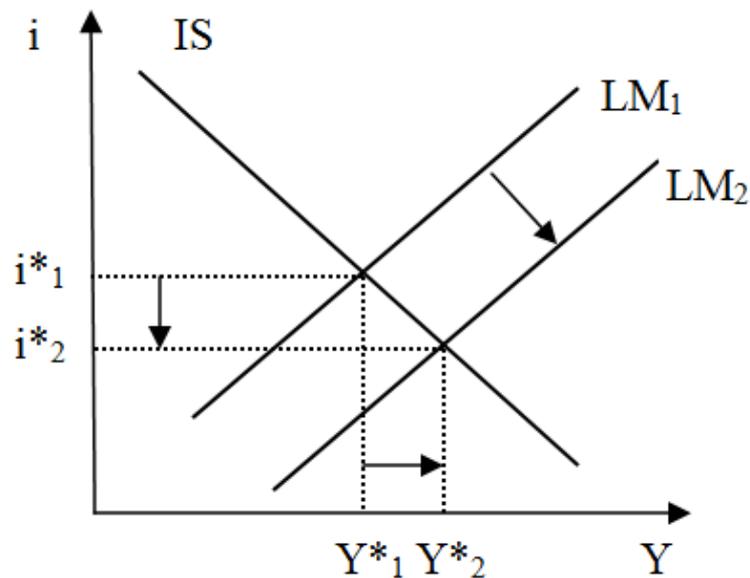


Abb. 6: IS-LM-Diagramm bei expansiver Geldpolitik<sup>55</sup>

Der Rückgang der Zinsen beeinflusst nun die Investitionsentscheidungen von Unternehmen. Bisher unrentable Projekte werden auf Grund der gesunkenen Marktzinsen interessant und die Investitionstätigkeiten steigen. Dadurch wächst das Volkseinkommen, worauf die Konsumgüternachfrage zunimmt. Der Zins wirkt somit als Brücke zwischen dem geldpolitischen Bereich und dem wirtschaftlichen Sektor und übernimmt die Funktion des Transmissionswegs. Über den Zinskanal schlägt sich demnach der Zentralbankimpuls auf die Wirtschaft nieder. Festzuhalten bleibt, dass das Preisniveau sehr langsam auf die gestiegene Geldmenge reagiert. Wenn sich die Preise allmählich der neuen Situation angepasst haben, geht dementsprechend die

<sup>54</sup> Vgl. Mussel, Gerhard: Grundlagen des Geldwesens, S. 154.

<sup>55</sup> Vgl. Mussel, Gerhard: Grundlagen des Geldwesens, S. 155.

Nachfrage wieder zurück. Im Ergebnis ebbt die realen Effekte des Zentralbankimpulses langfristig ab und es bleibt nur die Preisreaktion zurück.<sup>56</sup>

### 3.2.2 Der Wechselkurskanal

Durch geldpolitische Intervention der EZB werden die Wechselkurse beeinflusst. Da im europäischen Währungsraum der Wechselkurs des Euros zwischen den Ländern fest bei 1:1 liegt, ändert sich dieser nicht. Eine Reaktion auf die Geldpolitik erfolgt in der EWU über die Preise. Wechselkursänderungen treten gegenüber anderen Währungen auf, zu denen keine festgelegten Paritäten existieren, wie z. B. zwischen dem Euro und dem Dollar. Die Devisenkurse reagieren besonders auf Zins- und Preisunterschiede in den beteiligten Ländern. Nur dadurch werden auf den Gütermärkten Änderungen ausgelöst, die letztlich auch die Exporte beeinflussen. Ein expansiver geldpolitischer Impuls der EZB, führt so, wie bei der Analyse des Zinskanals, zu einem Rückgang der Zinsen im Euroraum. Bei gleichbleibenden Bedingungen im Ausland werden dortige Finanzanlagen, auf Grund des gesunkenen Zinsniveaus, für Investoren interessanter. Der Euro erleidet einen Nachfragerückgang, weshalb der Wechselkurs sinkt.<sup>57</sup> Die Abwertung verbilligt die europäischen Produkte im Vergleich zu den ausländischen Gütern, was eine zunehmende Auslandsnachfrage nach europäischen Erzeugnissen bewirkt. Im Ergebnis steigt der Absatz der Investitions- und Konsumgüter an. Der Wirkungsweg des Zinskanals wird also durch den Wechselkurskanal verstärkt.

Im Ausland könnten diese Maßnahmen jedoch sehr kritisch angesehen werden, da die europäische Wirtschaft einen Kostenvorteil gegenüber den ausländischen Wirtschaften erhält. Die zusätzlich exportierten Waren führen zu einem Produktionsrückgang im Ausland. Dadurch werden im Ausland Arbeitsplätze vernichtet, sodass solche Maßnahmen zu Lasten der ausländischen Länder gehen. Aus diesem Grund ist zumeist mit Gegenreaktionen zu rechnen, die zu einem Abwertungswettlauf der Währungen führen können. Katastrophale Folgen für alle Beteiligten sind das Ergebnis. Deshalb ist es ratsam durch eine intelligente Geldpolitik solche Wettläufe im Vorfeld zu unterbinden. Zumal der wirtschaftliche Vorteil nicht von langer Dauer ist, da wie beim Zinskanal auch, langfristig nur die Preisreaktion bleibt.<sup>58</sup>

---

<sup>56</sup> Vgl. Mussel, Gerhard: Grundlagen des Geldwesens, S. 155 – 158.

<sup>57</sup> Vgl. Gischer, Horst/Herz, Bernhard/Menkhoff, Lukas: Geld, Kredit und Banken, S. 231.

<sup>58</sup> Vgl. Illing, Gerhard: Theorie der Geldpolitik, S. 149.

### 3.2.3 Der Kreditkanal

Neben den Transmissionskanälen der Zinsen und Wechselkurse können sich geldpolitische Maßnahmen auch über den so genannten Kreditkanal auf den realen Sektor niederschlagen. Dabei ist zu erkennen, dass die Auswirkungen des monetären Impulses meist vergleichsweise intensiver ausfallen, als zu vermuten wäre. Informationsbedingte Kreditelektionen sind hierfür die Ursache. Zu unterscheiden sind in diesem Zusammenhang zwei verschiedene Konzepte, der Bankenkreditkanal und der Bilanzkanal.<sup>59</sup>

Über den Bankenkreditkanal spiegelt sich das Angebotsverhalten der Geschäftsbanken mit Krediten als Wirkung auf geldpolitische Impulse wieder. Auf eine expansive Geldpolitik wird bei kleineren Banken auf Grund der geringeren Liquidität und Kapitalausrüstung eine umfangreichere Erweiterung der zinsgünstigen Kreditangebote stattfinden als bei Großbanken.<sup>60</sup> Viele Kreditnachfrager, die keine ausreichenden Möglichkeiten besitzen sich am Kapitalmarkt zu finanzieren, sind auf Bankkredite angewiesen. Hierzu zählen vor allem private Konsumenten und kleinere Unternehmen. Durch das gesteigerte, günstigere Kreditangebot können diese Nachfrager ihre Investitionen und Konsumausgaben finanzieren und somit erhöhen.<sup>61</sup>

Betrachtet man den Bilanzkanal, läuft der Übertragungsweg der monetären Impulse über den freien Kapitalmarkt und nicht über die Geschäftsbanken. Die Möglichkeit sich über den Kapitalmarkt zu finanzieren, bietet sich vor allem Großunternehmen. Es ergeben sich jedoch zwei Probleme. Zum Ersten kennt der Kreditgeber nicht die Form der Geldanlage die der Kreditnehmer wählt. Dadurch kann er nicht beurteilen, ob die geliehenen Mittel zurückbezahlt werden können und als Selbstschutz entsprechende Sicherheiten verlangen. Kann der Kreditnehmer diese nicht vorweisen, bleibt der Weg zu den Finanzmitteln versperrt. Daraus resultiert das zweite Problem. Wenn nicht genügend Sicherheiten im Unternehmen vorhanden sind, deutet dies auf ein geringes Vermögen hin. Weiterhin lässt sich daraus schlussfolgern, dass vermutlich wenig Eigenkapital im Unternehmen gebunden ist. Mögliche Gefahren sich zu riskanten Investitionen mit hohen Renditen, aber auch großen Misserfolgspotentialen hinreißen zu lassen, steigen. Die Wahrscheinlichkeit Finanzmittel auf dem Kapitalmarkt zu erhalten, nimmt daher weiter ab. Fährt die Zentralbank nun aber eine expansive Geldpolitik, so nehmen die Aktienkurse zu. In der Folge steigt somit auch

---

<sup>59</sup> Vgl. Görgens, Egon/Ruckriegel, Karlheinz/Seitz, Franz: Europäische Geldpolitik, S. 293f.

<sup>60</sup> Vgl. Clement, Reiner/Terlau, Wiltrud/Kiy, Manfred: Angewandte Makroökonomie, S. 443.

<sup>61</sup> Vgl. Demary, Markus/ Matthes, Jürgen: EZB auf Abwägen?, S. 10f.

der Eigenkapitalwert des Unternehmens, was die eben skizzierten Probleme abschwächt und die Grundlage für die Beschaffung von liquiden Mitteln am Kapitalmarkt bildet. Dies trägt wiederum zu einer höheren Investitionstätigkeit der Unternehmen bei.<sup>62</sup>

### **3.2.4 Der Kanal der relativen Preise**

Die bisher aufgezeigten Wirkungskanäle der Zinsen, des Wechselkurses und der Kredite gehen auf keynesianische Ansätze zurück. Der Kanal der relativen Preise vertritt hingegen die Sichtweise der Monetaristen. In dieser Transmissionstheorie halten Kapitalanleger ein breit gefächertes Portfolio an Finanzanlagen, von Geld und Aktien über Grundbesitz bis hin zu Konsumgütern. Durch geldpolitische Maßnahmen wird das ausgeglichene Finanzportfolio jedoch gestört, sodass es an die neuen Bedingungen angepasst werden muss. Eine expansive Geldpolitik bewirkt, wie beschrieben, einen Rückgang der Zinsen. Dadurch steigen die Kurse der festverzinslichen Wertpapiere, weshalb Anleger versuchen diese in ihr Portfolio aufzunehmen und deshalb kaufen. Die Aktienkurse und damit auch der Marktpreis der Aktienunternehmen steigen. Neue Investitionsprojekte können durch die Firmen realisiert werden. Zudem bewirken die steigenden Kurse der Aktien noch einen Vermögenszuwachs bei den privaten Haushalten. In der Summe führt auch der Kanal der relativen Preise zu einer Zunahme der Investitionsnachfrage und des privaten Konsums. Nachdem sich die Preise der Vermögensanlagen angepasst haben, ebbt auch hier der reale Einfluss der Geldpolitik ab und es bleiben die Preisänderungen zurück. Der Wirkungsprozess ist in die gleiche Richtung wie beim Zinskanal gerichtet und führt zu ähnlichen Ergebnissen.<sup>63</sup> Jedoch ist anzumerken, dass während des Transmissionsprozesses in den realwirtschaftlichen Bereich unerwünschte Nebeneffekte auftreten können. Sollte es auf Grund der gestiegenen Investitionsneigungen auch zu einer anwachsenden Kreditnachfrage kommen, könnten die Kreditzinsen wieder steigen, was zu einem Rückkopplungseffekt führen würde. Der ursprüngliche geldpolitische Impuls würde somit abgeschwächt oder sogar neutralisiert.<sup>64</sup>

---

<sup>62</sup> Vgl. Demary, Markus/ Matthes, Jürgen: EZB auf Abwägen?, S. 11f.

<sup>63</sup> Vgl. Illing, Gerhard: Theorie der Geldpolitik, S. 153.

<sup>64</sup> Vgl. Borchert, Manfred: Geld und Kredit, S. 182.

## 4 Geldpolitische Maßnahmen während der Eurokrise

### 4.1 Relevante Vorüberlegungen

Wie im Punkt 2.4 bereits ausgeführt wurde, resultiert die Eurokrise aus einem generellen strukturellen Problem der EWU. Einzelne Länder häuften über viele Jahre immer mehr Schulden an, um ihre Staatshaushalte zu finanzieren. Die Kredite kamen dabei größtenteils von den Banken. Finanzinstitute und Staaten sind im Euroraum sehr eng miteinander verknüpft. Dies bewirkt, dass sich die Probleme des einen Sektors schnell auf den anderen Sektor übertragen können und sich folglich ein Teufelskreis entwickelt. Geraten die Geldhäuser, wie während der Finanzkrise 2008, in eine Schieflage, sind die Staaten gezwungen sie zu retten. Dabei besteht das große Risiko selbst in finanzielle Not zu gelangen. Andersrum führen Staatsschuldenkrisen dazu, dass die Banken große Verlustrisiken tragen, da diese hauptsächlich die Staatsanleihen ihres Landes halten.<sup>65</sup> 2008 mussten Banken mit staatlichen Milliardenhilfen unterstützt werden, um einen Zusammenbruch der systemrelevanten Geldhäuser zu verhindern. Die anschließende weltwirtschaftliche Rezession verstärkte den Druck auf die Länder der EWU, sodass sie teure Konjunkturpakete auf den Weg brachten. Finanziert wurden die Maßnahmen mit Krediten, was zu einer extrem steigenden Verschuldung führte. Die Verschuldungssituation in einigen Staaten wurde so prekär, dass sie sich nicht mehr refinanzieren konnten. Infolgedessen stand die EWU vor einer Staatsschuldenkrise, welche die Eurokrise impliziert.<sup>66</sup>

Die ergriffenen Gegenmaßnahmen der EZB können nicht nur separat auf die Eurokrise bezogen werden, sondern gelten auch für die vorgelagerte Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise. Eine starre Abgrenzung der geldpolitischen Maßnahmen ist hier nicht möglich, da sich kausale Zusammenhänge ergeben. Vor allem während der Finanzmarktkrise betrieb die EZB bereits eine expansive Geldpolitik, um den Bankensektor zu unterstützen.

Fraglich ist, ob die EZB durch ihre expansiven Maßnahmen nicht dem Hauptziel der Preisniveaustabilität entgegenwirkt und dies im Rahmen der Krisenbekämpfung aus den Augen verliert. Aufschluss hierüber gibt die Betrachtung der Inflationsentwicklung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (vgl. Abb. 7). Die durchschnittliche Inflation in der EWU ist in den letzten 15 Jahren relativ stabil und weist keine größeren Ausrisse nach oben und unten auf. Auch die teils extrem großen Unter-

---

<sup>65</sup> Vgl. Demary, Markus/ Matthes, Jürgen: EZB auf Abwägen?, S. 17.

<sup>66</sup> Vgl. Landeszentrale für politische Bildung Baden-Württemberg: Euro-Krise, S. 1f.

schiede zwischen den Ländern mit den höchsten und niedrigsten Inflationsraten nahmen im Zeitverlauf stetig ab, selbst wenn es während der Finanzmarktkrise ein deutliches Auseinanderfallen gab.

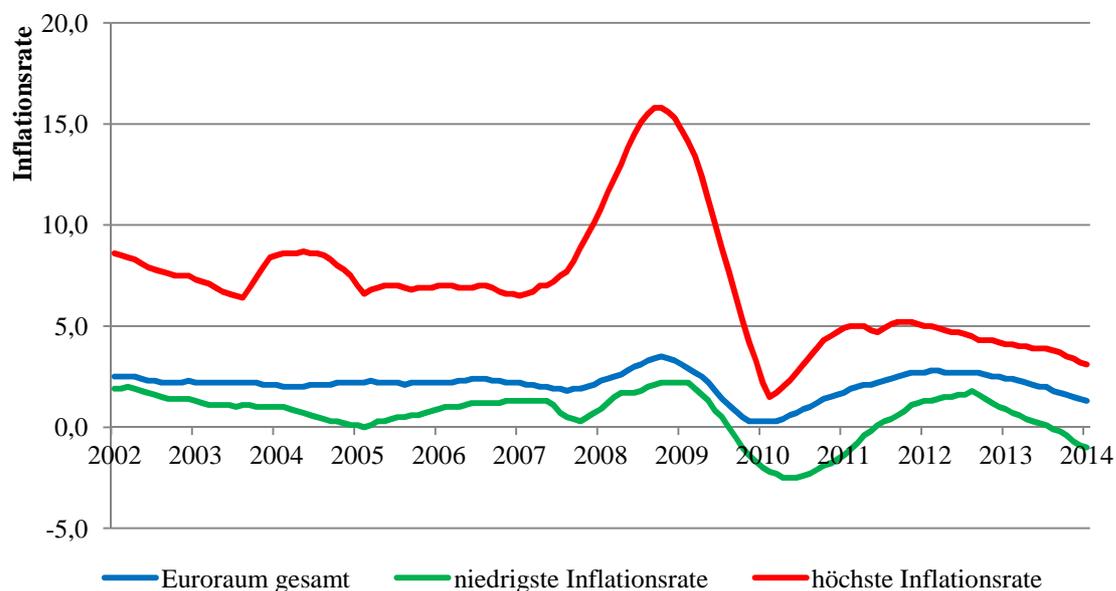


Abb. 7: Inflation im Euroraum<sup>67</sup>

Nach einem kurzzeitigen Anstieg der Inflationsrate in der Eurozone während des Jahres 2008 auf um die 4 % und einem abrupten Abfall im Jahr 2009 mit sogar Deflationsrisiken, hat sie sich seit 2011 konstant um den Wert von 2 % stabilisiert. Seit Mitte 2013 ging die Inflationsrate für die Eurozone sogar weiter zurück und liegt aktuell bei unter 1 %.<sup>68</sup> Auch für die folgenden Jahre erwartet die EZB keinen enormen Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex und schätzt diesen für 2014 auf 1 %, für 2015 auf 1,3 % und für 2016 auf 1,5 %.<sup>69</sup> Diese Zahlen belegen eindeutig, dass die EZB ihr Hauptziel auch trotz einer expansiven Geldpolitik erfüllt hat und sich in den kommenden Jahren daran vermutlich nichts ändert.<sup>70</sup>

Im Folgenden werden die geldpolitischen Schritte der EZB während der Krisenzeit detailliert dargestellt. Dabei liegt der Schwerpunkt vorerst auf den gewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen, die der EZB im Rahmen ihrer Instrumente zur Verfügung stehen. Anschließend werden die eher außergewöhnlichen Handlungsweisen beleuchtet, die zur Bekämpfung der Eurokrise dienen sollten.

<sup>67</sup> Vgl. Eurostat: HVPI (2005 =100) – Monatliche Daten (monatliche Veränderungsrate).

<sup>68</sup> Vgl. Demary, Markus/ Matthes, Jürgen: EZB auf Abwägen?, S. 3.

<sup>69</sup> Vgl. Jost, Sebastian: (Inflationserwartungen), S. 1.

<sup>70</sup> Vgl. Demary, Markus/ Matthes, Jürgen: EZB auf Abwägen?, S. 3.

## 4.2 Konventionelle geldpolitische Maßnahmen

### 4.2.1 Änderung der Leitzinsen

Die Änderungen der Leitzinsen stellt für die EZB ein wichtiges wenn nicht sogar das wichtigste Instrument zur Geldmengengenregulierung dar. Der Begriff Leitzins hat sich in den Sprachgebrauch vieler Menschen eingepägt. Korrekterweise müsste aber vom Hauptrefinanzierungssatz die Rede sein, da dies die offizielle Bezeichnung der EZB ist. Am Hauptrefinanzierungssatz orientieren sich die Zinsen für Einlagen und Kredite bei den Geschäftsbanken. Zu diesem Zinssatz können sich die Geldhäuser im Rahmen des Tendersverfahrens wöchentlich Liquidität bei der EZB beschaffen (vgl. 2.2.1). Weiterhin richten sich die Zinssätze für die Einlagen- und Spitzenrefinanzierungsfazilitäten am Leitzins aus. Die parallele Entwicklung ist in Abbildung 8 gut ersichtlich:<sup>71</sup>

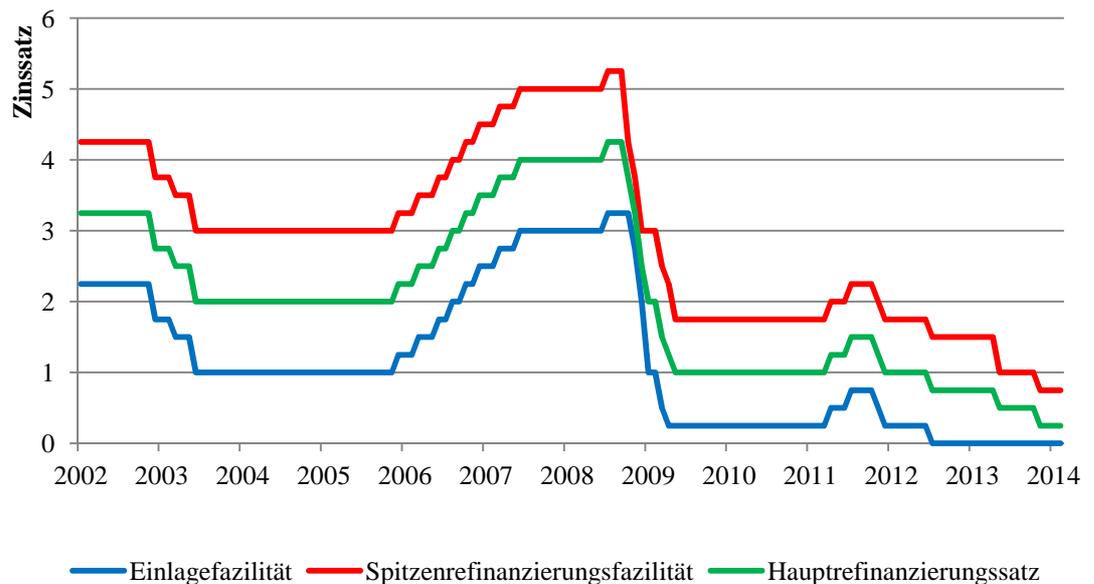


Abb. 8: Leitzinssätze der EZB<sup>72</sup>

Die Geschäftsbanken pflegen auch untereinander enge Beziehungen und leihen sich Geld. Diese Transaktionen finden auf dem sogenannten Interbankenmarkt statt. Die dafür fälligen Zinssätze orientieren sich in der Regel ebenfalls am Hauptrefinanzierungssatz. Durch die Finanzmarktkrise rutschten die Interbankmarktzinsen ab. Mit einer drastischen Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes von 4,25 % im September

<sup>71</sup> Vgl. Grabau, Maik/Joebges, Heike: Money for Nothing and the Risks for Free?, S. 14.

<sup>72</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Zinssatz der EZB für die Einlagefazilität, Zinssatz der EZB für die Spitzenrefinanzierungsfazilität, Zinssatz der EZB für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte.

2008 bis auf 1 % im Mai 2009 reagierte darauf die EZB. Gleichermaßen entwickelten sich die Zinssätze für Einlage- und Spitzenrefinanzierungsfazilität (vgl. Abb. 8). Demzufolge konnten sich die Geschäftsbanken zu sehr guten Konditionen Zentralbankgeld leihen.<sup>73</sup> Der Hauptrefinanzierungssatz wurde von diesem Zeitpunkt an, bis auf eine kurzfristige Anhebung im Jahr 2012, weiter gesenkt und liegt zu Beginn des Jahres 2014 bei 0,25 Prozentpunkten. Die Zinsen für Einlagen bei der EZB sind schon seit Mitte 2012 bei 0 % festgesetzt (vgl. Abb. 8). Weitere Reduzierungen des Hauptrefinanzierungssatzes sind somit kaum noch möglich, weshalb festzuhalten ist, dass dieses Mittel seine Grenze erreicht hat.<sup>74</sup>

#### **4.2.2 Refinanzierungsgeschäfte**

Die Durchführung von Refinanzierungsgeschäften erfolgt im Rahmen der Offenmarktpolitik und soll zur Liquiditätssicherung bei den Geschäftsbanken beitragen. In der Regel finden solche Geschäfte in Form von Hauptrefinanzierungs- bzw. längerfristigen Refinanzierungsgeschäften wöchentlich bzw. monatlich statt (vgl. 2.2.1). Da diese Finanzierungsalternativen bei der EZB jedoch vergleichsweise teurer sind als Kredite auf dem Interbankenmarkt, schließen Geschäftsbanken häufig untereinander Liquiditätsgeschäfte ab. Durch die Pleite der Investmentbank Lehman Brothers im Jahr 2008 wurde das Vertrauen der Geschäftsbanken untereinander zerstört, sodass der Interbankenmarkt zusammenbrach. Die EZB musste den Platz des Interbankenmarkts einnehmen, um den kompletten Finanzsektor vor dem Kollaps zu bewahren.<sup>75</sup> Dabei wurden die Verfahrensweisen der Refinanzierungsgeschäfte geändert und beispielsweise deren Laufzeiten erheblich verlängert oder die Zuteilungsverfahren angepasst. Die Geschäftsbanken beglichen mit dem Zentralbankgeld ihre Verbindlichkeiten untereinander und steigerten dadurch ihre Abhängigkeit zur EZB. Refinanzierungsgeschäfte mit einer deutlich längeren Laufzeit, wie die üblichen 3 Monate, wurden die Regel.<sup>76</sup> Da die erhebliche Umstellung der Refinanzierungsgeschäfte keine gewöhnliche geldpolitische Maßnahme mehr darstellt, wird auf die genauere Verfahrensweise und die Auswirkungen näher im Punkt 4.3 bei den unkonventionellen Maßnahmen eingegangen.

---

<sup>73</sup> Vgl. Grabau, Maik/Joebges, Heike: Money for Nothing and the Risks for Free?, S. 15.

<sup>74</sup> Vgl. Demary, Markus/ Matthes, Jürgen: EZB auf Abwägen?, S. 14.

<sup>75</sup> Vgl. Ruckriegel, Karl-Heinz: Das Verhalten der EZB während der Finanzmarktkrise(n), S. 3f.

<sup>76</sup> Vgl. Mallien, Jan/Vogel, Hannes: (Plan), S. 1f.

### 4.2.3 Mindestreservpolitik

Die Mindestreservpolitik bietet eine Möglichkeit den expansiven geldpolitischen Kurs der EZB während der Krise zu unterstützen. Hierüber wird die Höhe der Pflichteinlagen der Geschäftsbanken bei der EZB gesteuert. Eine Senkung der Mindestreservesätze erhöht den Spielraum zur Kreditschöpfung der Banken und beeinflusst die Entwicklung der im Umlauf befindlichen Geldmenge, diese steigt an.<sup>77</sup> Zum 18. Januar 2012 setzte die EZB den Satz für die Mindestreserven von 2 % auf 1 % herab und verbesserte somit die finanzielle Situation der Banken.<sup>78</sup>

### 4.2.4 Grenzen der konventionellen Geldpolitik

Die bisher aufgezeigten Reaktionen der EZB auf die Eurokrise im Rahmen ihrer Standardinstrumentarien stießen an ihre Grenze. Die Leitzinsen wurden immer weiter gesenkt und erreichen beinahe die Marke von 0 %. Die herkömmlichen Refinanzierungsgeschäfte konnten die Geldnachfrage der Banken nicht mehr befriedigen und die Mindestreservpolitik lässt ebenfalls keinen großen weiteren Spielraum für Interventionen offen. Da zusätzlich auch die Übertragungswege der geldpolitischen Entscheidungen der EZB Störungen aufwiesen, konnten die konventionellen Maßnahmen nicht im gewohnten Umfang wirken.<sup>79</sup>

Dies resultiert zum Einen aus einer Störung des Zinskanals. Die von der EZB gesenkten Leitzinsen wurden nicht über günstige Kredite von den Banken an Haushalte und Unternehmen weitergeleitet. Der übliche Zusammenhang zwischen den kurzfristigen und langfristigen Zinsen war nicht mehr gegeben, was sich anhand von Renditen auf Staatsanleihen des Euroraums mit 10-jähriger Laufzeit belegen lässt. Seit Beginn der Eurokrise stiegen die Zinsen für Papiere der Schuldenländer wie Griechenland, Portugal oder Irland deutlich an (vgl. Abb. 9). Ursache dafür, sind die extrem angewachsenen Risikoprämien für den Staatsanleihenkauf dieser Länder, weil sie eben in finanzieller Not sind und so das Ausfallpotenzial dementsprechend hoch ist. Besonders die Zinsen der griechischen Papiere stiegen zeitweise bis auf 30 % an. Aber auch die portugiesischen, irischen und spanischen Staatsanleihen konnten nur zu deutlich höheren Zinsen am Markt angebracht werden. Zu Zinssenkungen hinge-

---

<sup>77</sup> Vgl. Grabau, Maik/Joebges, Heike: Money for Nothing and the Risks for Free?, S. 10.

<sup>78</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: Die Reaktion der EZB auf die Krise (3), S. 1.

<sup>79</sup> Vgl. Demary, Markus/ Matthes, Jürgen: EZB auf Abwägen?, S. 17.

gen kam es nur in den Staaten die vom Markt als sicheres Investmentland, wie zum Beispiel Deutschland und Frankreich, betrachtet wurden.<sup>80</sup>

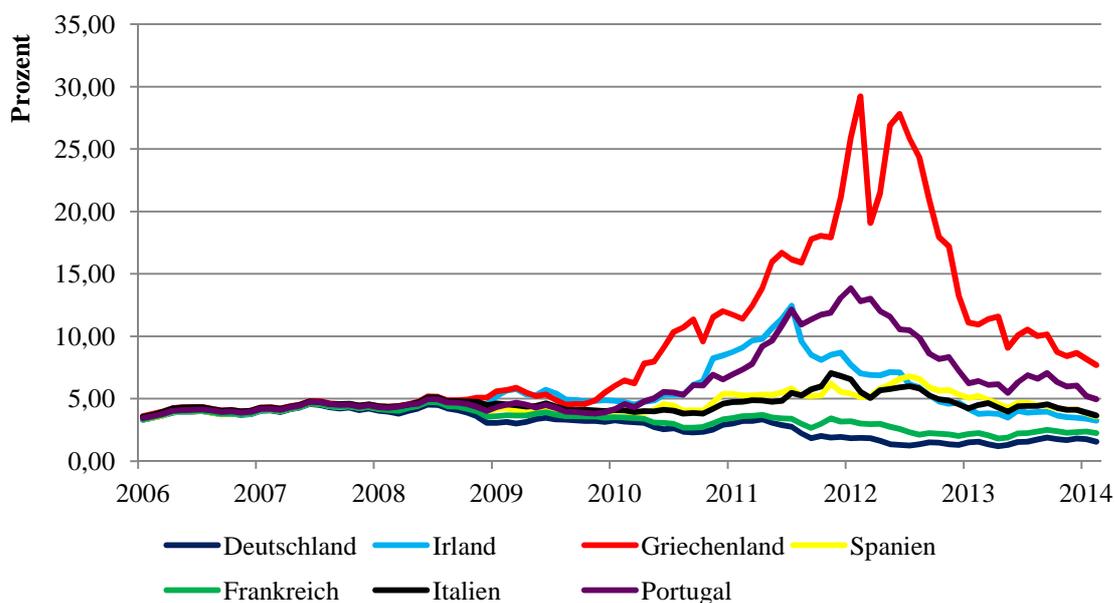


Abb. 9: Renditen auf 10-jährige Staatsanleihen<sup>81</sup>

Die stattgefundenen Leitzinssenkungen haben demnach nicht dazu beigetragen, dass die langfristigen Zinsen in Griechenland, Portugal, Irland, Spanien und Italien ebenfalls sinken, sondern diese sind teilweise extrem gestiegen. Resultat ist die Lösung der Bindung zwischen den kurzfristigen und langfristigen Zinsen in diesen Ländern und folglich die Störung des Zinskanals. Erst nachdem die EZB im dritten Quartal 2012 eindeutig erklärte den Euro nicht scheitern zu lassen, verkleinerte sich der Zinsunterschied der verschiedenen Staatsanleihen wieder langsam. Ähnlich, aber nicht so extrem, verhält es sich mit den Zinsen für Bankkredite. Während in den stabilen Euroländern wie Deutschland und Frankreich die Zinsen für Kredite mit den Leitzinsen der EZB sinken, sind diese in den Krisenländern sogar noch gestiegen. Die günstigeren Kredite sind somit nicht in der Wirtschaft angelangt.<sup>82</sup>

Auch der Bankkreditkanal wurde durch das starke Ansteigen der Zinsen beeinträchtigt. Besonders für kleinere Unternehmen stellt das eine Bedrohung dar, da sie sich hauptsächlich über die Banken finanzieren. Dies ist unter anderem mit dem Kursverlust der Staatsanleihen der Krisenländer zu begründen. Die Papiere wurden von den Geldinstituten zu Zeiten niedriger Zinsen erworben. Als dann die Zinsen stark an-

<sup>80</sup> Vgl. Demary, Markus/ Matthes, Jürgen: EZB auf Abwägen?, S. 17 – 21.

<sup>81</sup> Vgl. Eurostat: Langfristige Renditen öffentlicher Anleihen.

<sup>82</sup> Vgl. Demary, Markus/ Matthes, Jürgen: EZB auf Abwägen?, S. 21ff.

stiegen, verbuchten die Banken Bewertungsverluste für die Papiere. Da Staatsanleihen eigentlich als sichere Geldanlage galten, mussten die Geldhäuser dafür kein Eigenkapital zurücklegen. Die enormen Verluste konnten deshalb nicht durch Rücklagen abgedeckt werden und die Banken gerieten in Liquiditätsprobleme. Darunter leidet in den betroffenen Ländern die Kreditvergabe an die Wirtschaftssubjekte. Einen weiteren Indikator für die Bankenprobleme der Krisenländer und somit auch einer Störung des Bankkreditkanals, zeigen die Einlagen der Banken der verschiedenen Länder bei der Währungsbehörde und die Inanspruchnahme von Refinanzierungskrediten von der EZB. 2008 stammten etwa 60 % der Einlagen bei der EZB aus den Ländern Deutschland, Frankreich, Niederlande und Luxemburg und ca. 26 % der Einlagen aus den Krisenländern. 2011 hingegen kamen 68 % der Einlagen aus den stabilen Ländern und nur noch 9 % aus den Ländern Griechenland, Portugal, Spanien, Italien und Irland. Genau entgegengesetzt entwickelte sich die Quote der Refinanzierungskredite. 2008 gingen rund 40 % der Refinanzierungskredite in die stabilen Staaten und 26 % in die Südländer. 2011 beanspruchten die Banken der Krisenländer 70 % der Refinanzierungskredite und die Nicht-Krisenländer nur 8 %. Diese Zahlen belegen eindeutig die Liquiditätsprobleme der Banken in den Südländern, da sie ihre Staatsanleihen nicht mehr als Sicherheit auf dem Interbankenmarkt einsetzen konnten.<sup>83</sup>

Auf Grund der Störung der Transmissionswege des Zinskanals und des Bankkreditkanals für die regulären geldpolitischen Maßnahmen erreichten diese nicht ihre volle Wirkung. Es wurden daher unkonventionelle Handlungen notwendig.

### **4.3 Unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen**

Der Internationale Währungsfonds (IWF) unterscheidet bei den unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen zwischen verschiedenen Formen. Dazu gehören Liquidity Easing, Credit Easing und Quantitative Easing. Beim Liquidity Easing erleichtert die Zentralbank den Geschäftsbanken den Zugang zu frischer Notenbankliquidität im Rahmen ihrer existierenden Instrumente. Sie akzeptiert dann beispielsweise Sicherheiten die zuvor nicht zulässig waren. Die EZB hat dafür ihre Refinanzierungsgeschäfte umgestellt. Im Bereich des Credit Easing unterhält die Zentralbank selbst Geschäftsbeziehungen auf Märkten die für den Wirtschafts- und Bankensektor

---

<sup>83</sup> Vgl. Demary, Markus/ Matthes, Jürgen: EZB auf Abwägen?, S. 24ff.

wichtig sind, um diese zu stabilisieren. Sie kauft von den privaten Teilnehmern zum Beispiel besicherte Schuldverschreibungen. Im Rahmen des Quantitative Easing erwirbt die Notenbank staatliche Anleihen, um Geld auf den entsprechenden Markt zu bringen und die Zinsen für die Wertpapiere zu drücken. Die EZB verfolgte im Zuge der Eurokrise alle diese Maßnahmen die in den folgenden Punkten näher beleuchtet werden.<sup>84</sup>

### **4.3.1 Umstellung der Refinanzierungsgeschäfte**

#### **4.3.1.1 Vom Zinstender zum Mengentender**

Die EZB führte ihre Refinanzierungsgeschäfte seit dem Jahr 2000 als Zinstender durch. Dabei wurde eine festgelegte Menge an Zentralbankgeld im Auktionsverfahren an die Geschäftsbanken versteigert (vgl. 2.2.1). Ab dem 15. Oktober 2008 stellte die Währungsbehörde dieses Verfahren auf einen Mengentender mit Vollzuteilung um. Folglich wird im Vorfeld nicht mehr die Geldmenge festgesetzt, sondern der Zinssatz, welcher dem Hauptrefinanzierungssatz entspricht. Dadurch können die Banken Liquidität in unbegrenzter Höhe von der EZB erhalten. Die Notwendigkeit dieser Verfahrensänderung liegt darin begründet, da vielen Geschäftsbanken die Versorgung mit frischen Geldmitteln auf dem Interbankenmarkt nach dem großen Vertrauensverlust im Bankensektor verwehrt blieb. Aus Angst vor einem Imageverlust bei anderen Geldhäusern nutzten die Banken die Möglichkeit sich im Rahmen der Spitzenrefinanzierungsfazilität bei der EZB unbegrenzt zu refinanzieren nicht. Da aber ein großer Finanzbedarf bestand, überboten sich die Geldinstitute bei den Zinsgeboten der Hauptrefinanzierungsgeschäfte immer mehr und wichen somit stark vom Leitzins ab. In der Folge bestand die Gefahr, dass die Kredite der Banken sich ebenfalls verteuern und der Leitzins seine richtungsweisende Funktion verliert.<sup>85</sup> Die Änderung, dass sämtliche Liquiditätsforderungen der Banken vollkommen erfüllt werden, kennzeichnet eine fundamentale Anpassung der Geldmittelversorgung in der EWU. Bisher stellte die EZB nur so viel Zentralbankgeld zur Verfügung, wie für das Bankensystem im Ganzen notwendig war, um die Mindestreservepflicht zu erfüllen. Die weitere bankeninterne Verteilung erfolgte am Interbankenmarkt. Da dieser aber nicht vollkommen funktionierte, griff die Währungsbehörde ein.<sup>86</sup>

---

<sup>84</sup> Vgl. Grabau, Maik/Joebges, Heike: Money for Nothing and the Risks for Free?, S. 21.

<sup>85</sup> Vgl. Grabau, Maik/Joebges, Heike: Money for Nothing and the Risks for Free?, S. 21f.

<sup>86</sup> Vgl. Ruckriegel, Karl-Heinz: Das Verhalten der EZB während der Finanzmarktkrise(n), S. 3.

### 4.3.1.2 Erweiterung des Liquiditätsrahmens

Die EZB stellt im Regelfall Liquidität für die Geschäftsbanken im Rahmen ihrer Refinanzierungsgeschäfte nur auf kurze Dauer zur Verfügung. Die Laufzeiten der Hauptrefinanzierungsaktivitäten betragen dabei eine Woche und die längerfristigen Refinanzierungen drei Monate. Vor den Krisenzeiten nahmen die Banken vor allem die wöchentlichen Geschäfte wahr und die längerfristigen Refinanzierungen spielten nur eine untergeordnete Rolle (vgl. Abb. 10). Nach dem Ausbruch der Finanz- und Eurokrise seit dem Jahr 2008 verloren die kurzfristigen Hauptrefinanzierungsgeschäfte für die Banken an Bedeutung. Besonders wichtig wurde eine dauerhafte Liquiditätssicherung, weshalb die langfristigen Refinanzierungsgeschäfte deutlich an Stellenwert gewannen. Diese Entwicklung ist in der Abbildung 10 sehr gut zu erkennen.<sup>87</sup>

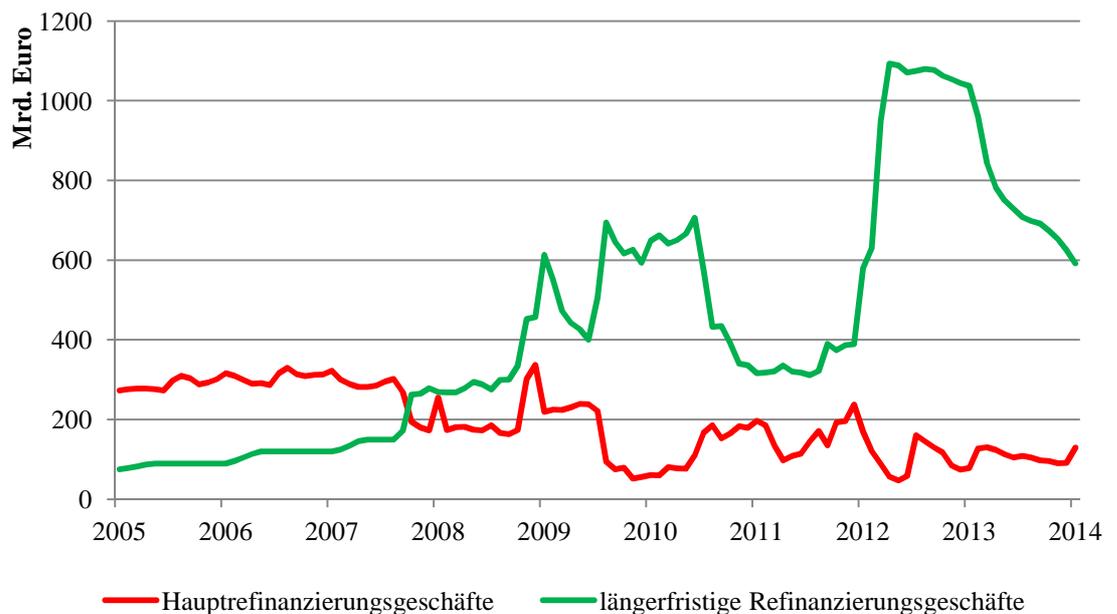


Abb. 10: Haupt- und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte in der Eurozone<sup>88</sup>

Die EZB reagierte auf den dauerhaften Bedarf an Finanzmitteln der Banken, indem sie die Laufzeiten der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte in einem ersten Schritt im Jahr 2008 auf sechs Monate und später im Jahr 2009 auf zwölf Monate verlängerte.<sup>89</sup> Im Dezember 2011 kündigte die EZB an zwei Refinanzierungsge-

<sup>87</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Offenmarktgeschäfte, S. 1f.

<sup>88</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Hauptrefinanzierungsgeschäfte / Eurosystem, Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte / Eurosystem.

<sup>89</sup> Vgl. Demary, Markus/ Matthes, Jürgen: EZB auf Abwägen?, S. 29.

schäfte mit einer Laufzeit von drei Jahren durchzuführen. Dies stellte eine bis dahin einmalige Maßnahme dar, da die Währungsbehörde nie zuvor über einen so langen Zeitraum Geld an die Geschäftsbanken verliehen hat. Im Rahmen des ersten so genannten Drei-Jahres-Tendergeschäft am 22. Dezember 2011 vergab die EZB 489 Milliarden Euro an Krediten an die Geldhäuser. Bei der zweiten Auflage am 29. Februar 2012 war die Summe sogar noch größer und betrug 530 Milliarden Euro.<sup>90</sup> Für diese Darlehen müssen die Banken Zinsen zahlen, die sich am geltenden Hauptrefinanzierungssatz orientieren. Die langfristige Bereitstellung der enormen Geldsummen soll vor allem die Liquiditätsversorgung in den Krisenländern Griechenland, Portugal, Irland, Italien und Spanien sicherstellen und eine Zuspitzung der Lage bei der Kreditvergabe verhindern. Teile der aufgenommenen Drei-Jahres-Tender wurden sofort dafür verwendet Refinanzierungsdarlehen mit einer kürzeren Laufzeit zurück zu zahlen, sodass die tatsächliche Geldmengenzunahme bei den Banken nicht die kompletten 1.019 Milliarden Euro betrug. Im ersten Tendergeschäft am 22. Dezember 2011 sind somit ca. 190 Milliarden Euro und im darauffolgenden ungefähr 315 Milliarden Euro netto an zusätzlichen Darlehen vergeben wurden (vgl. Abb. 10).<sup>91</sup> Doch die Maßnahme der EZB galt nicht in erster Linie nur dem Bankenbereich, sondern zielt indirekt auch auf die Schuldenstaaten ab. Die Währungshüter beabsichtigen, dass die einzelnen Banken mit dem billigen Zentralbankgeld die Staatsanleihen ihrer Länder kaufen, um Renditen zu erzielen und so die Lage an den Finanzmärkten stabilisieren. Bereits die reine Ankündigung der Währungsbehörde dreijährige Refinanzierungsgeschäfte durchzuführen, hatte deutlich zur Entspannung der Marktsituation beigetragen. Beispielsweise Spanien konnte danach zu wesentlich niedrigeren Zinsen Staatspapiere veräußern als noch kurze Zeit zuvor.<sup>92</sup>

#### **4.3.1.2 Erweiterung des Sicherheitsrahmens**

Geschäftsbanken die sich im Rahmen der Refinanzierungsgeschäfte Liquidität von der EZB beschaffen, müssen im Gegenzug bei der Währungsbehörde gewisse Sicherheiten hinterlegen. Bis zur Finanz- und Eurokrise waren dafür nur Pfänder mit erstklassiger Bewertung, wie beispielsweise Staatspapiere von mit AAA bewerteten Ländern, zugelassen. Nach der Lehman-Pleite weitete die EZB, wie bereits beschrie-

---

<sup>90</sup> Vgl. Mallien, Jan/Vogel, Hannes: (Plan), S. 1ff.

<sup>91</sup> Vgl. Peters, Heiko/Weistroffer, Christian: 3-jährige Refinanzierungskredite: EZB schlägt zwei Fliegen mit einer Klappe, S. 1.

<sup>92</sup> Vgl. Mallien, Jan/Vogel, Hannes: (Plan), S. 3f.

ben, ihre Refinanzierungsgeschäfte deutlich aus und senkte stufenweise die dafür notwendigen Sicherheitsqualitäten ab.<sup>93</sup> Von Oktober 2008 bis Dezember 2010 nahm die Währungsbehörde erstmals auch Fremdwährungsanleihen als Sicherheiten entgegen, was zuvor ausgeschlossen war. Weiterhin akzeptierten sie nun auch Staatsanleihen und Wertpapiere mit einer deutlich geringeren Qualität. Als Mindestbewertung musste nur die zehntbeste Bonitätsstufe BBB- erreicht sein. Im Mai 2010 ging die EZB sogar soweit und hob die Mindestanforderung an die Bonität für griechische Staatsanleihen zeitweise komplett auf, sodass auch Papiere Griechenlands auf „Ramschniveau“ als Sicherheit ausreichten. Nach einer kurzzeitigen Rücknahme dieser Regelung wurden die Bonitätsanforderungen aber wieder außer Kraft gesetzt. Weiterhin vollzog die Währungsbehörde im Jahr 2011 diesen Schritt auch für die Länder Irland und Portugal, wie auch ein Jahr später für Zypern.<sup>94</sup>

Bei den so genannten Asset-Backed Securities (ABS) wurde der geltende Sicherheitsrahmen ebenfalls erweitert. ABS sind forderungsbesicherte Wertpapiere die sich auf bestimmte Vermögenswerte wie beispielsweise Immobilienkredite oder Unternehmensdarlehen beziehen und als Sicherheiten der Banken bei den Refinanzierungsgeschäften dienen. Diese werden zusammengefasst und als separates Wertpapier weiterveräußert. Auch hier akzeptierte die EZB vor der Krise nur Papiere mit der Spitzenbewertung AAA. Im Dezember 2011 senkte die Währungsbehörde die Anforderung in einem ersten Schritt auf die Bonität A ab und reduzierte sie im Juni 2012 auf BBB. Zusätzlich verbreiterte sich der Rahmen der zugelassenen Vermögenswerte auf Konsum- und Leasingkredite. Da die ABS teilweise sehr risikobehaftet sind, nimmt die EZB vom jeweiligen Nennwert gewisse Abschläge vor, um bei einem möglichen Kreditausfall die Verlustgefahren abzufedern. Die Abschlagshöhen variieren je nach Risikobewertung und erreichen teilweise Werte von bis zu 45 %.<sup>95</sup>

Da die Geldhäuser in den Krisenstaaten auf Liquiditätshilfen der EZB angewiesen waren, stuften die Währungshüter die Anforderungen an die Sicherheiten schrittweise zurück. Die Banken verfügten allerdings nicht über ausreichend erstklassige Sicherheiten, sodass sie ansonsten an den expansiven Refinanzierungsmaßnahmen nicht hätten teilnehmen können. Somit wäre die Liquiditätspolitik für die Südländer nicht in vollem Umfang nutzbar gewesen und hätte ihre Ziele nicht erreicht.<sup>96</sup>

---

<sup>93</sup> Vgl. Grabau, Maik/Joebges, Heike: Money for Nothing and the Risks for Free?, S. 23.

<sup>94</sup> Vgl. Plickert, Philip: (Sicherheiten), S. 2f.

<sup>95</sup> Vgl. Rexer, Andrea: (Kreditvergabe), S. 1ff.

<sup>96</sup> Vgl. Demary, Markus/ Matthes, Jürgen: EZB auf Abwägen?, S. 32f.

### 4.3.2 Notkreditprogramm ELA

Mit der Euroeinführung wurde den NZBen des Währungsgebiets die Möglichkeit eingeräumt, Notfallkredite an die Geschäftsbanken ihres Landes zu vergeben. Diese so genannten Emergency Liquidity Assistance - Darlehen (ELA) stellen Übergangsfinaanzhilfen für zahlungsunfähige Geldhäuser dar. Sie dürfen nach den Richtlinien der EZB lediglich in Ausnahmesituationen zur Anwendung kommen und müssen zur Stabilisierung des europäischen Finanzsystems beitragen. Um über die ELA-Maßnahme Zentralbankgeld zu erhalten, sind von den Banken geeignete Sicherheiten bei den NZBen zu hinterlegen. Was jedoch unter geeignet zu verstehen ist, liegt im jeweiligen Interpretationsrahmen der nationalen Währungsbehörden.<sup>97</sup> Streng betrachtet handelt es sich bei ELA um keine einheitliche geldpolitische Handlungsweise, sondern um eigenständige Maßnahmen der NZB die von der EZB geduldet werden. Aus diesem Grund liegen die möglichen Risiken und Gefahren auch vollständig bei den nationalen Währungsbehörden und nicht bei der EZB. Sämtliche ELA-Geschäfte müssen jedoch unverzüglich im Rahmen eines festgelegten Verfahrens an die EZB gemeldet werden, welche diese mit einer Zweidrittelmehrheit im EZB-Rat stoppen kann.<sup>98</sup>

Das ELA-Programm rückte besonders im Mai 2012 in den Vordergrund, als die EZB einige griechische Geldhäuser wegen mangelhafter Qualität ihrer Sicherheiten von den üblichen Refinanzierungsgeschäften ausschloss. Die Banken waren somit auf Finanzmittel von der griechischen Nationalbank im Rahmen von ELA angewiesen. Die dafür hinterlegten Sicherheiten können daher nicht den Qualitätsanforderungen der EZB entsprechen. Das Ausfallrisiko bleibt aber vordergründig bei der griechischen Nationalbank und wird nicht auf das gesamte Eurogebiet verstreut.<sup>99</sup> Neben Griechenland kamen die ELA-Maßnahmen vor allem auch in Spanien, Irland und Zypern zum Einsatz. Über die genauen Beträge lässt sich jedoch nur spekulieren, da die NZBen keine offiziellen Zahlen bekanntgeben und diese in den Bilanzen unter dem Sammelposten sonstige Forderungen ausweisen. Schätzungsweise betragen die ELA-Hilfemaßnahmen Mitte 2012 zeitweise über 145 Milliarden Euro im gemeinsamen Währungsraum.

---

<sup>97</sup> Vgl. Kooths, Stefan/van Roye, Björn: Nationale Geldschöpfung im Euroraum, Mechanismen, Defekte, Therapie, S. 10.

<sup>98</sup> Vgl. Grabau, Maik/Joebges, Heike: Money for Nothing and the Risks for Free?, S. 26.

<sup>99</sup> Vgl. Black, Jeff/Doyle, Dara: (Kreditmärkte), S. 1f.

Die Notkredite der NZBen kamen bereits schon in Deutschland im Jahr 2008 zum Einsatz. Seinerzeit erhielt die angeschlagene Hypo Real Estate ca. 20 Milliarden Euro von der Deutschen Bundesbank im Rahmen der ELA-Hilfen. Die Unterstützung überbrückte aber nur einen Zeitraum von wenigen Monaten, wobei die NZB der Krisenländer dieses Instrument nun dauerhaft einsetzen und so Banken künstlich am Leben erhalten.<sup>100</sup>

### **4.3.3 Kauf von besicherten Schuldverschreibungen**

Auf Grund der zahlreichen Turbulenzen im Bankensektor nach der Lehman-Pleite drohte der für diesen Bereich enorm wichtige Handelsplatz für besicherte Schuldverschreibungen wegzubrechen.<sup>101</sup> Besicherte Schuldverschreibungen, im Fachjargon auch als Covered Bonds bezeichnet, sind Wertpapiere, die meist von Banken ausgegeben werden und einen Ausfallschutz bieten. In der Regel bürgt dafür das emittierende Institut mit einer Reihe an Sicherheiten wie Hypotheken und Staatsanleihen.<sup>102</sup> Vor allem in den Südländern der Eurozone gerieten die besicherten Schuldverschreibungen nach dem Platzen der Immobilienblase extrem unter Druck. Die Papiere verloren an Wert und drohten teils auszufallen. Um den Zusammenbruch dieses wichtigen Marktsegments zu verhindern, entschied die EZB im Mai 2009 Covered Bonds zu kaufen anstatt nur als Sicherheit für ihre Refinanzierungsgeschäfte zu akzeptieren. Sie legte dafür das Covered Bond Purchase Programme (CBPP) auf, indem besicherte Schuldverschreibungen im Wert von bis zu 60 Milliarden Euro erworben werden konnten. Die EZB nimmt den bisherigen Eigentümern so das Risiko eines möglichen Ausfalls ab und trägt es selbst.

Bis Juni 2010 fanden die Ankäufe im Rahmen des CBPP sowohl auf dem Primär- als auch auf dem Sekundärmarkt statt und erstreckten sich über die gesamte Eurozone. Die Bedingungen für die Refinanzierung der Banken sollten dadurch erleichtert und die Kreditvergabe an Unternehmen und Privathaushalte angekurbelt werden.<sup>103</sup> Die Papiere müssen jedoch gewisse Voraussetzungen erfüllen, beispielsweise den gültigen Standards der EZB für Sicherheiten entsprechen. Weiterhin sind für die Währungshüter die Covered Bonds mit einer gewissen Marktliquidität von Interesse, so dass diese einen Umfang von mindestens 500 Millionen Euro aufweisen sollten. Ein

---

<sup>100</sup> Vgl. Brendel, Matthias/Jost, Sebastian: (Jeder druckt für sich allein), S. 1ff.

<sup>101</sup> Vgl. Grabau, Maik/Joebges, Heike: Money for Nothing and the Risks for Free?, S. 23.

<sup>102</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Gedeckte Schuldverschreibung, S. 1.

<sup>103</sup> Vgl. Demary, Markus/ Matthes, Jürgen: EZB auf Abwägen?, S. 34.

Rating von zumindest AA stellt eine weitere Anforderung dar. In Ausnahmefälle können auch besicherte Schuldverschreibungen ab einem Volumen von 100 Millionen Euro und mit einer Bonitätsnote über dem spekulativen Bereich (nicht unter BBB-) gekauft werden.<sup>104</sup> Seit November 2011 startete die EZB eine Neuauflage ihres Ankaufprogramms von besicherten Schuldverschreibungen (CBPP2) im geplanten Umfang von 40 Milliarden Euro. Das Kontingent wurde aber nichtmals zur Hälfte ausgeschöpft, da die Nachfrage nach den Covered Bonds ab Frühjahr 2012 wieder stieg und sich die Marktsituation normalisierte.<sup>105</sup>

### **4.3.4 Kauf von Staatsanleihen**

Nach Einschätzung der EZB spitzte sich im Frühjahr 2010 die Nervosität auf den Finanzmärkten, vor allem im Bereich der Staatsanleihen, extrem zu. Eine Ansteckung auf weitere Sektoren wie die Aktien- und Devisenmärkte schien sehr wahrscheinlich. Die Währungshüter fürchteten um die Stabilität der Gemeinschaftswährung vor dem Hintergrund des gestörten geldpolitischen Transmissionsprozesses und ergriffen eine sehr umstrittene Maßnahme.<sup>106</sup> Dabei akzeptierte die Währungsbehörde die Staatsanleihen nicht mehr nur als Sicherheiten für ihre Geschäfte mit den Banken, sondern erwarben diese selbst in begrenztem Umfang am Sekundärmarkt. Dies bedeutet, dass die Zentralbank die Staatsanleihen über die Geschäftsbanken vom jeweiligen Land kauft und nicht direkt selbst als Nachfrager auftritt. Im Mai 2010 beschloss der Rat der EZB dafür das Securities Markets Programme (SMP).<sup>107</sup> Allein in den beiden ersten Monaten kaufte die Währungsbehörde Staatspapiere der Länder Griechenland, Irland und Portugal mit einem Wert von etwa 55 Milliarden Euro. In den folgenden Monaten agierte die EZB in diesem Bereich nur in einem geringen Umfang und ließ ihre SMP-Transaktionen ab dem Frühjahr 2011 vorerst komplett ruhen. Die Eurokrise schien zu diesem Zeitpunkt unter Kontrolle.

Mitte des Jahres 2011 weiteten sich die finanziellen Turbulenzen auf Spanien und Italien aus, was einen deutlichen Anstieg der Zinsen auf deren Staatspapiere zur Folge hatte. Es drohte sich ein Teufelskreis mit einer sich selbst verstärkenden Zinsspirale zu entwickeln. Steigende Zinsen für Staatsanleihen erhöhen die Wahrscheinlichkeit eines Bankrotts des Landes, was wiederum zu einer geringeren Bonitätsbeurtei-

---

<sup>104</sup> Vgl. Steltzner, Holger: (Pfandbriefkäufe), S. 1f.

<sup>105</sup> Vgl. Demary, Markus/ Matthes, Jürgen: EZB auf Abwägen?, S. 35.

<sup>106</sup> Vgl. Kerber, Markus: Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB, S. 4.

<sup>107</sup> Vgl. Sinn, Hans-Werner: Verantwortung der Staaten und Notenbanken in der Eurokrise, S. 17.

lung und damit zu weiter steigenden Zinsen für diese Länder führt. Eine mögliche Pleite Spaniens und Italiens hätte unvorhersehbare Folgen für die Eurozone, weshalb die EZB im August 2011 wieder Käufe im Rahmen des SMP durchführte. Die Umfänge erreichten hier aber eine neue Dimension, da auf Grund der Größe Spaniens und Italiens wesentlich höhere Summen notwendig waren. So bezifferte sich der Bestand an Staatsanleihen in den Büchern der EZB Anfang 2012 auf einen Höchstwert von etwa 220 Milliarden Euro. Der Anteil italienischer Schuldtitel betrug dabei knapp die Hälfte, spanische Papiere nahmen rund 20 % ein und der Rest verteilte sich auf griechische, portugiesische und irische Anleihen. Nachdem die EZB den Ankauf neuer Staatspapiere Anfang 2012 einstellte, ging der Gesamtbestand nach und nach zurück, da einzelne Teile zum Ende der Laufzeit durch die Staaten zurückbezahlt wurden. Das SMP konnte zwar phasenweise ein unkontrolliertes Ansteigen der Zinsen für die Krisenländer verhindern, aber nicht zu einer langfristigen Entspannung der Finanzmärkte beitragen.<sup>108</sup>

Am 6. September 2012 kündigte der Präsident der EZB Mario Draghi weitere, wenn nötig unbegrenzte, Käufe von Staatsanleihen im Rahmen einer modifizierten Maßnahme mit der Bezeichnung Outright Monetary Transactions (OMT) an. Diese beabsichtigt so viele Staatstitel wie nötig zu erwerben, um die Kursentwicklungen dauerhaft positiv zu beeinflussen und die Zinslast für Staaten weiter zu begrenzen.<sup>109</sup> Beim OMT sind die Hilfsmaßnahmen anders als beim SMP an Bedingungen geknüpft. So müssen Länder von denen die EZB Staatsanleihen am Sekundärmarkt kauft, strenge Spar- und Reformbedingungen akzeptieren. Ziel ist es die Staaten so notfalls zu grundlegenden und wichtigen Neuordnungen zu drängen. Es können nur Papiere mit einer verbleibenden Laufzeit zwischen einem und drei Jahren erworben werden.<sup>110</sup> Die umlaufende Geldmenge soll durch die OMT, analog wie beim SMP, nicht steigen. Die zusätzliche durch die Käufe von Staatsanleihen ausgegebene Liquidität wird durch gezielte Maßnahmen im Rahmen der Offenmarktgeschäfte vollumfänglich ausgeglichen.<sup>111</sup> Bis zum heutigen Zeitpunkt fand kein Erwerb eines Staatspapiers unter der Maßnahme des OMT's statt. Allein die reine Ankündigung bewirkte eine Beruhigung auf den Finanzmärkten und führte zu geringeren Zinsen für die Refinanzierung von Krisenländern.<sup>112</sup>

---

<sup>108</sup> Vgl. Demary, Markus/ Matthes, Jürgen: EZB auf Abwägen?, S. 36 – 39.

<sup>109</sup> Vgl. Sinn, Hans-Werner: Verantwortung der Staaten und Notenbanken in der Eurokrise, S. 26.

<sup>110</sup> Vgl. Witterauf, Peter: Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, S. 3.

<sup>111</sup> Vgl. Demary, Markus/ Matthes, Jürgen: EZB auf Abwägen?, S. 44.

<sup>112</sup> Vgl. Böcking, David: (Wunderwaffe), S. 1f.

### **4.3.5 Erfolge der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen**

Grundsätzlich hat die EZB mit ihren geldpolitischen Maßnahmen während der Eurokrise immer wieder zur Entspannung an den Finanzmärkten beigetragen. Durch die Ausweitung der akzeptierten Sicherheiten und der Umstellung des Tenderverfahrens für die Refinanzierungsgeschäfte trug sie einen wichtigen Anteil an der Versorgung der Geschäftsbanken mit liquiden Mitteln bei und verhinderte einen Kollaps des Bankensektors. Mit Hilfe der Programme für den Ankauf von besicherten Schuldverschreibungen oder für Staatsanleihen unterstützte die Währungsbehörde die Entwicklung der Kurse an den Märkten und dämmte enorme Zinssteigerungen für die Krisenländer ein.<sup>113</sup> Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung schätzte in seinem Gutachten 2012/13 ein, dass besonders die EZB mit ihren geldpolitischen Interventionen eine „große Aktie“ an der Stabilisierung der Finanzmärkte und Banken in der EWU hatte.<sup>114</sup>

### **4.3.6 Risiken der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen**

Die von den Währungshütern ergriffenen Maßnahmen während der Eurokrise bergen aber auch eine Reihe von Gefahren. Hauptaufgabe der EZB ist nach wie vor die Gewährleistung der Preisstabilität. Auf Grund der durchweg expansiven Geldpolitik in den letzten Jahren könnte ein wirtschaftlicher Aufschwung in der Eurozone große Inflationsrisiken beinhalten, wenn nicht zum rechten Zeitpunkt eingegriffen und entgegengesteuert wird. Derzeit liegt die durchschnittliche Inflationsrate der Eurozone zwar deutlich unter den angestrebten knapp 2 % (vgl. Abb. 7), aber die Spätfolgen sind heute nur schwer absehbar.

Das extrem geringe Zinsniveau in der EWU hegt ebenfalls ein gewisses Wagnis. Für die verschuldeten Staaten bedeutet dies zwar günstige Refinanzierungsbedingungen, jedoch schmelzen die Vermögensvolumen. Der kleine Zinsgewinn wird von der Inflation und der Steuer auf Kapitalerträge aufgezehrt, sodass das Vermögen real schrumpft. Riskantere, teils spekulative Investitionen sind die Folge, da hier die Verlockung hoher Renditen Anleger beeindruckt.<sup>115</sup> Unter den fallenden Zinsen leiden besonders langfristige Kapitalanlagen, wie Altersvorsorgen oder Versicherungsver-

---

<sup>113</sup> Vgl. Grabau, Maik/Joebges, Heike: Money for Nothing and the Risks for Free?, S. 26.

<sup>114</sup> Vgl. Witterauf, Peter: Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, S. 4.

<sup>115</sup> Vgl. Witterauf, Peter: Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, S. 4f.

träge. Zugesicherte Garantiezinsen können nicht gehalten werden und der abgeschwächte Zinseszinsseffekt lässt das Vermögen nicht so steigen wie erwartet.<sup>116</sup>

Durch die Akzeptanz qualitativ geringwertigerer Sicherheiten im Zuge ihrer geldpolitischen Handlungen während der Eurokrise hat sich die EZB unabsehbare Risiken in ihre Bücher geholt. Gegebenenfalls können vereinzelte Staaten auslaufende Wertpapiere nicht zurückzahlen, sodass bei der Währungsbehörde Verluste entstehen. Weiterhin besteht die Sorge durch die Ausweitung der Refinanzierungsgeschäfte, einige Banken künstlich am Leben gehalten zu haben und so strukturell notwendige Änderungen im Bankensektor nicht stattgefunden haben.<sup>117</sup>

Als weitere Gefahr ist festzuhalten, dass das Haftungsrisiko durch den Ankauf von Staatsanleihen für die solide geltenden Staaten, insbesondere für Deutschland, steigt. Umgekehrt werden die Sparanstrengungen der Krisenländer dadurch nicht gerade beflügelt, da ihnen durch die sinkenden Zinsen eine Last genommen wird. Die zweifelsfrei vorhandene Finanzierung von Staaten birgt Risiken einer Geldentwertung, weshalb der direkte Kauf von Staatspapieren durch die Währungshüter verboten ist. Die EZB nimmt aber im Rahmen ihres SMP- und OMT-Programms nur einen Umweg über den Sekundärmarkt, sodass dies zumindest eine mittelbare Staatsfinanzierung darstellt. Ob die Handlungen noch innerhalb der erlaubten Grenzen des Mandats der EZB liegen, wird kontrovers diskutiert und derzeit auch vom Europäischen Gerichtshof geklärt.<sup>118</sup> Über die Haftungsanteile der NZB und somit auch der einzelnen Länder an der EZB findet eine Vergemeinschaftung der Risiken und somit auch möglicher Verluste statt. Sollten angekaufte Staatsanleihen aus dem SMP ausfallen, müssten gegebenenfalls sämtliche Länder der EWU die Verluste tragen. Dieser Sachverhalt steht im Kontrast zum Art. 125 AEUV der besagt, dass Mitgliedsstaaten nicht für Schulden eines anderen Mitgliedslandes haften dürfen. Eine unmittelbare Haftung zwischen den Ländern liegt zwar nicht vor, aber über den Umweg der EZB ist eine indirekte Verlustbeteiligung sämtlicher Länder nicht von der Hand zu weisen. Bisher wurden von der EZB jedoch nur die Risiken übernommen, was nicht automatisch auch Verluste impliziert.<sup>119</sup>

---

<sup>116</sup> Vgl. Sinn, Hans-Werner: Verantwortung der Staaten und Notenbanken in der Eurokrise, S. 40.

<sup>117</sup> Vgl. Grabau, Maik/Joebges, Heike: Money for Nothing and the Risks for Free?, S. 32f.

<sup>118</sup> Vgl. Witterauf, Peter: Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, S. 5.

<sup>119</sup> Vgl. Grabau, Maik/Joebges, Heike: Money for Nothing and the Risks for Free?, S. 34 – 37.

## 5 Schlussbetrachtung und Ausblick

Die EZB versucht seit dem Beginn der Krisenzeit nach der Pleite der Investmentbank Lehman Brothers im Jahr 2008 die Finanzmärkte durch eine expansive Geldpolitik zu stabilisieren. Im Rahmen ihrer erprobten Maßnahmen, wie die mehrfache Senkung der Leitzinsen, gelang dies nicht nachhaltig. Die Transmissionskanäle, worüber die geldpolitischen Interventionen von der Währungsbehörde über die Geschäftsbanken bis hin in den realen wirtschaftlichen Bereich wirken, waren und sind teils heute noch gestört. Somit erreichten die monetären Maßnahmen nur unzureichend ihre Ziele.

Um dennoch die Eurokrise einzudämmen und gegen Spekulanten am Finanzmarkt vorzugehen, ergriff die EZB teilweise höchst umstrittene unkonventionelle Handlungsweisen. Einige Länder, besonders im Süden der Eurozone, kämpften und kämpften mit immer größer werdenden Staatsschulden. Die Zinsen für die Refinanzierungen sind für diese Länder kaum noch zu bezahlen. Nicht zuletzt um die Zinslast zu drücken, öffnete die Währungsbehörde ihre Geldschleusen. Sie modifizierte ihr System für die Durchführung der Refinanzierungsgeschäfte, indem vom Zinstender- auf das Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung umgestellt wurde. Dies ermöglicht den Geschäftsbanken jeglichen gewünschten Geldbetrag von den Währungshütern zu erhalten, solange ausreichende Sicherheiten dafür hinterlegt werden. Doch auch die Anforderungen für die Sicherheiten schraubte die EZB im Zuge der Eurokrise zurück, um den Banken den Zugang zu den Refinanzierungsgeschäften zu erleichtern. Die dadurch wachsenden Risiken trägt bei einem möglichen Kreditausfall die Zentralbank. Gerade in den Südländern, vor allem in Griechenland, kamen die ELA-Notfallkredite für notleidende Geschäftsbanken zum Einsatz. Diese Liquiditätshilfen gewährt die zuständige NZB selbst und haftet auch im Ernstfall.

Mit ihren beiden Ankaufprogrammen für besicherte Schuldverschreibungen CBPP und CBPP2 stützte die EZB ein wichtiges Marktsegment für den Bankensektor und kaufte in mehreren Etappen Covered Bonds für knapp 80 Milliarden Euro. Die umstrittenste und am kontroversesten diskutierte geldpolitische Maßnahme ergriff die Währungsbehörde im Frühjahr 2010. Sie kaufte im Rahmen des SMP Staatsanleihen verschiedener Länder, vor allem von Griechenland, Spanien, Italien, Portugal und Irland, am Sekundärmarkt im Wert von etwa 220 Milliarden Euro. Die Refinanzierungsbedingungen sollten für diese Staaten erleichtert werden, da ein Bankrott unvorhersehbare Auswirkungen hätte. Weil der langfristige Erfolg der Maßnahme aus-

blieb, kündigte die EZB im September 2012 ein abgeändertes Programm zum Ankauf einer unbegrenzten Menge an Staatsanleihen an, das OMT. Diese Ankündigung beruhigte die Finanzmärkte nachhaltig, sodass im Rahmen des OMT-Programms bis heute keine Transaktionen durchgeführt werden mussten. Jedoch ist die Zulässigkeit der Staatsanleihenkäufe durch die EZB höchst umstritten, da viele Kritiker einer Überschreitung ihres Mandats und eine direkte Staatsfinanzierung erkennen.

Vorausschauend ist festzuhalten, dass zukünftig ein hohes Gefahrenpotential besteht, wenn die Krisenpolitik der Währungshüter zu einem Dauerzustand wird. Die Staaten sind in der Pflicht wichtige und notwendige strukturelle Reformen schnellstmöglich durchzuführen und der Haushaltsdisziplin große Beachtung zu schenken. Weiterhin sind geeignete Kontrollmechanismen im Bankensystem zu installieren und weiterzuentwickeln. Die Maßgabe, dass die Probleme der Eurokrise mit einer expansiven Geldpolitik zu lösen sind, ist eine reine Wunschvorstellung. Die Auswirkungen werden so zwar kurzfristig bekämpft aber die Problemherde nicht behoben. Die Maßnahmen der EZB verschaffen den Staaten nur Zeit für notwendige Strukturreformen und zur Wiedererlangung der wirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit.<sup>120</sup>

---

<sup>120</sup> Vgl. Witterauf, Peter: Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, S. 8.

## Literaturverzeichnis

- Arya, Kuimars: Möglichkeiten und Probleme der Geld- und Wirtschaftspolitik in der Euro-Zone, Aachen 2002.
- Black, Jeff/Doyle, Dara: Eingefrorene Kreditmärkte zwingen EZB zu ELA-Darlehen für Banken. In: Die Welt, Online.  
<http://www.welt.de/newsticker/bloomberg/article106386588/Eingefrorene-Kreditmaerkte-zwingen-EZB-zu-ELA-Darlehen-fuer-Banken.html>, eingesehen am 22.03.2014, 4 Seiten.
- Böcking, David: Draghis Wunderwaffe darf vorerst weiter feuern. In: Spiegel Online.  
<http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/ezb-draghis-wunderwaffe-darf-vorerst-weiter-feuern-a-952165.html>, eingesehen am 24.03.2014, 5 Seiten.
- Borchert, Manfred: Geld und Kredit, Einführung in die Geldtheorie und Geldpolitik, München 2003.
- Brendel, Matthias/Jost, Sebastian: Jeder druckt für sich allein. In: Die Welt, Online.  
<http://www.welt.de/print/wams/wirtschaft/article106344100/Jeder-druckt-fuer-sich-allein.html>, eingesehen am 22.03.2014, 4 Seiten.
- Clement, Reiner/Terlau, Wiltrud/Kiy, Manfred: Angewandte Makroökonomie, Makroökonomie, Wirtschaftspolitik und nachhaltige Entwicklung mit Fallbeispielen, 5. Aufl., Bonn 2012.
- Demary, Markus/Matthes, Jürgen: EZB auf Abwägen?, Die unkonventionelle Geldpolitik der EZB – eine Bestandsaufnahme.  
[http://www.iwkoeln.de/\\_storage/asset/126285/storage/master/file/3415940/download/Die+EZB+auf+Abwegen+++Teil+1.pdf](http://www.iwkoeln.de/_storage/asset/126285/storage/master/file/3415940/download/Die+EZB+auf+Abwegen+++Teil+1.pdf), eingesehen am 10.03.2014, 45 Seiten.
- Deutsche Bundesbank: Gedeckte Schuldverschreibung.  
[http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/G/gedeckte\\_schuldverschreibung.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/G/gedeckte_schuldverschreibung.html), eingesehen am 22.03.2014, 1 Seite.
- Deutsche Bundesbank: Hauptrefinanzierungsgeschäfte / Eurosystem, Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte / Eurosystem.  
[http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen\\_Datenbanken/Makrooekonomische\\_Zeitreihen/its\\_details\\_value\\_node.html?tsId=BBK01.AU1716](http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen_Datenbanken/Makrooekonomische_Zeitreihen/its_details_value_node.html?startDate=2006&tsId.HASH=4d7028c5569754645067&searchIssued=0&frequency.HASH=04b12a84a613d625a6e3&comparedTo.GROUP=1&pageLocale=de&endDate=2014&frequency=M&input_=9180&searchIssued.HASH=9d427826d296140ab866&resourceId=9220&listId=&tsId=BBK01.AU1715&comparedTo=diffToPrevValueRel&listId.HASH=2bf482de0f615e7f0b91), eingesehen am 20.03.2014, 2 Exceltabellen.

Deutsche Bundesbank: Mindestreserve.

<http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Aufgaben/Geldpolitik/Mindestreserven/mindestreserven.html>, eingesehen am 06.03.2014, 2 Seiten.

Deutsche Bundesbank: Offenmarktgeschäfte, S. 1f.

[http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Dossier/Service/schule\\_und\\_bildung\\_kapitel\\_6.html?notFirst=true&docId=145088](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Dossier/Service/schule_und_bildung_kapitel_6.html?notFirst=true&docId=145088), eingesehen am 20.03.2014, 3 Seiten.

Deutsche Bundesbank: Zinssatz der EZB für die Einlagefazilität, Zinssatz der EZB für die Spitzenrefinanzierungsfazilität, Zinssatz der EZB für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte.

[http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen\\_Datenbanken/Makrooekonomische\\_Zeitreihen/its\\_details\\_value\\_node.html?tsId=BBK01.SU0200](http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen_Datenbanken/Makrooekonomische_Zeitreihen/its_details_value_node.html?tsId=BBK01.SU0200),

[http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen\\_Datenbanken/Makrooekonomische\\_Zeitreihen/its\\_details\\_value\\_node.html?tsId=BBK01.SU0201](http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen_Datenbanken/Makrooekonomische_Zeitreihen/its_details_value_node.html?tsId=BBK01.SU0201),

[http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen\\_Datenbanken/Makrooekonomische\\_Zeitreihen/its\\_details\\_value\\_node.html?tsId=BBK01.SU0202](http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen_Datenbanken/Makrooekonomische_Zeitreihen/its_details_value_node.html?tsId=BBK01.SU0202), eingesehen am 12.03.2014, 3 Exceltabellen.

Duwendag, Dieter u. a.: Geldtheorie und Geldpolitik in Europa, 5. Aufl., Berlin 1999.

Europäische Zentralbank: Aufgaben.

<http://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.de.html>, eingesehen am 05.03.2014, 2 Seiten.

Europäische Zentralbank: Das Direktorium.

<http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/eb/html/index.de.html>, eingesehen am 05.03.2014, 2 Seiten.

Europäische Zentralbank: Der Erweiterte Rat.

<http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/genc/html/index.de.html>, eingesehen am 05.03.2014, 4 Seiten.

Europäische Zentralbank: Der EZB-Rat.

<http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.de.html>, eingesehen am 05.03.2014, 3 Seiten.

Europäische Zentralbank: Die ersten zehn Jahre, Geschichte.

<http://www.ecb.europa.eu/ecb/10ann/history/html/index.de.html>, eingesehen am 03.03.2014, 13 Seiten.

Europäische Zentralbank: Die Reaktion der EZB auf die Krise (3).

[https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/fact/monpol/html/mp\\_014.de.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/fact/monpol/html/mp_014.de.html), eingesehen am 19.03.2014, 2 Seiten.

- Europäische Zentralbank: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet, Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems.  
[http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB\\_Publikationen/2012/2011\\_01\\_01\\_durchfuehrung\\_geldpolitik.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/EZB_Publikationen/2012/2011_01_01_durchfuehrung_geldpolitik.pdf?__blob=publicationFile), 2011, eingesehen am 05.03.2014, 96 Seiten.
- Europäische Zentralbank: Transmissionsmechanismus – der Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Preisen.  
[https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/fact/monopol/html/mp\\_007.de.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/fact/monopol/html/mp_007.de.html), eingesehen am 09.03.2014, 2 Seiten.
- Europäische Union: Vertrag über die Europäische Union und Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft.  
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/ce32120061229de00010331.pdf>, eingesehen am 05.03.2014, 331 Seiten.
- Eurostat: HVPI (2005 =100) – Monatliche Daten (monatliche Veränderungsrate).  
[http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=prc\\_hicp\\_mmor&lang=de](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=prc_hicp_mmor&lang=de), eingesehen am 15.03.2014, 1 Exceltabelle.
- Eurostat: Langfristige Renditen öffentlicher Anleihen.  
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=de&pcode=teimf050&plugin=0>, eingesehen am 19.03.2014, 1 Exceltabelle.
- Farmer, Karl/Vlk, Thomas: Internationale Ökonomik, Eine Einführung in die Theorie und Empirie der Weltwirtschaft, 3. erw. Aufl., Münster 2008.
- Gabisch, Günter: Aussen- und Weltwirtschaft, Göttingen 2012.
- Gaitanides, Charlotte: Das Recht der Europäischen Zentralbank, Tübingen 2005.
- Gischer, Horst/Herz, Bernhard/Menkhoff, Lukas: Geld, Kredit und Banken, Eine Einführung, 3. Aufl., Berlin 2012.
- Görgens, Egon/Ruckriegel, Karlheinz/Seitz, Franz: Europäische Geldpolitik, 6. Aufl., Konstanz und München 2014.
- Grabau, Maik/Joebges, Heike: Money for Nothing and the Risks for Free?, Zu Erfolgen und Risiken der EZB-Politik in der Eurokrise.  
<http://library.fes.de/pdf-files/wiso/10041.pdf>, eingesehen am 12.03.2014, 52 Seiten.
- Heertje, Arnold/Wenzel, Heinz-Dieter: Grundlagen der Volkswirtschaftslehre, 6. Aufl., Berlin 2001.
- Illing, Falk: Die Euro-Krise, Analyse der europäischen Strukturkrise, Wiesbaden 2013.
- Illing, Gerhard: Theorie der Geldpolitik, Eine spieltheoretische Einführung, Berlin 1997.

- Jost, Sebastian: EZB senkt Inflationserwartungen für 2014 und 2015. In: Die Zeit, Online.  
<http://www.zeit.de/news/2014-03/06/eu-ezb-senkt-inflationserwartungen-fuer-2014-und-2015-06152606>, eingesehen am 12.03.2014, 1 Seite.
- Kerber, Markus: Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB: Wie ist die neue Offenmarktpolitik der Europäischen Zentralbank zu bewerten?.  
[http://www.cesifo-group.de/DocDL/ifosd\\_2010\\_21\\_1.pdf](http://www.cesifo-group.de/DocDL/ifosd_2010_21_1.pdf), eingesehen am 24.03.2014, 8 Seiten.
- Klump, Rainer: Wirtschaftspolitik, Instrumente, Ziele und Institutionen, 2. aktual. Aufl., München 2011.
- Kooths, Stefan/van Roye, Björn: Nationale Geldschöpfung im Euroraum, Mechanismen, Defekte, Therapie.  
<https://www.ifw-kiel.de/pub/kd/2012/kd508-509.pdf>, eingesehen am 21.03.2014, 52 Seiten.
- Landeszentrale für politische Bildung Baden-Württemberg: Euro-Krise.  
[http://www.lpb-bw.de/euro\\_krise.html](http://www.lpb-bw.de/euro_krise.html), eingesehen am 11.03.2014, 10 Seiten.
- Mallien, Jan/Vogel, Hannes: Der listige Plan der EZB. In: Handelsblatt, Online.  
<http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/geldpolitik/euro-krise-der-listige-plan-der-ezb-seite-all/5983214-all.html>, eingesehen am 15.03.2014, 5 Seiten.
- Merk, Gerhard: Offenmarktpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB).  
[http://www.wiwi.uni-siegen.de/merk/downloads/lehrmittel/offenmarktpolitik\\_ezb.pdf](http://www.wiwi.uni-siegen.de/merk/downloads/lehrmittel/offenmarktpolitik_ezb.pdf), eingesehen am 06.03.2014, 9 Seiten.
- Mussel, Gerhard: Grundlagen des Geldwesens, 4. überarb. Aufl., Sternenfels 1997.
- Peters, Heiko/Weistroffer, Christian: 3-jährige Refinanzierungskredite: EZB schlägt zwei Fliegen mit einer Klappe.  
[http://www.dbresearch.de/servlet/reweb2.ReWEB?document=PROD0000000000286117&rwnode=DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD\\$NAVIGATION&rwobj=ReDisplay.Start.class&rwsite=DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD](http://www.dbresearch.de/servlet/reweb2.ReWEB?document=PROD0000000000286117&rwnode=DBR_INTERNET_DE-PROD$NAVIGATION&rwobj=ReDisplay.Start.class&rwsite=DBR_INTERNET_DE-PROD), eingesehen am 20.03.2014, 3 Seiten.
- Plickert, Philip: Von Sicherheiten zu Ramschpapieren. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Online.  
<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/europaeische-zentralbank-von-sicherheiten-zu-ramschnpapieren-12290139.html>, eingesehen am 20.03.2014, 4 Seiten.
- Plumpe, Werner: Wirtschaftskrisen, Geschichte und Gegenwart, München 2010.
- Rexer, Andrea: EZB lockt Banken zur Kreditvergabe. In: Süddeutsche Zeitung, Online.  
<http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/finanzkrise-in-europa-ezb-lockt-banken-zur-kreditvergabe-1.1725308>, eingesehen am 20.03.2014, 6 Seiten.

- Ruckriegel, Karl-Heinz: Das Verhalten der EZB während der Finanzmarktkrise(n).  
<http://www.wirtschaftsdienst.eu/downloads/getfile.php?id=2518>, eingesehen  
am 15.03.2014, 8 Seiten.
- Scharpf, Fritz W.: Die Eurokrise, Ursachen und Folgen, In: Zeitschrift für Staats-  
und Europawissenschaften, 9. Jg. (2011), H. 3, S. 324 – 337.
- Scheller, Hanspeter K.: Die Europäische Zentralbank, Geschichte, Rollen und Auf-  
gaben, Frankfurt a. M. 2000.
- Schmidt, Siegmund/Schünemann, Wolf J.: Europäische Union, Eine Einführung, 2.  
Aufl., Baden-Baden 2013.
- Sichert, Werner: Unser Geldsystem, Ursachen und Folgen der Finanzkrise, Berlin  
2012.
- Sieg, Gernot: Volkswirtschaftslehre, Mit aktuellen Fallstudien, 4. Aufl., München  
2012.
- Sinn, Hans-Werner: Verantwortung der Staaten und Notenbanken in der Eurokrise,  
Gutachten im Auftrag des Bundesverfassungsgerichts, Zweiter Senat.  
[http://www.cesifo-group.de/Sinn-Juni2013\\_EZB-Kurs](http://www.cesifo-group.de/Sinn-Juni2013_EZB-Kurs), eingesehen am  
21.03.2014, 74 Seiten.
- Steltzner, Holger: EZB startet Pfandbriefkäufe im Juli. In: Frankfurter Allgemeine  
Zeitung, Online.  
[http://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/ankaufprogramm-ezb-  
startet-pfandbriefkaeufe-im-juli-1812174.html](http://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/ankaufprogramm-ezb-startet-pfandbriefkaeufe-im-juli-1812174.html), eingesehen am 24.03.2014, 3  
Seiten.
- Weindel, Josef: Europäische Gemeinschaft, institutionelles System, Binnenmarkt  
sowie Wirtschafts- und Währungsunion auf der Grundlage des Maastrichter  
Vertrages, München 1996.
- Wienert, Helmut: Grundzüge der Volkswirtschaftslehre:, Makroökonomie, 2.  
überarb. Aufl., Stuttgart 2008.
- Wildmann, Lothar: Makroökonomie, Geld und Währung, Module der Volkswirt-  
schaftslehre, 2. Aufl., München 2010.
- Witterauf, Peter: Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank: Sind die Risiken  
beherrschbar?.  
[http://www.hss.de/uploads/tx\\_ddceventsbrowser/1-  
2013\\_Argu\\_kompakt\\_Geldpolitik-EZB\\_02.pdf](http://www.hss.de/uploads/tx_ddceventsbrowser/1-2013_Argu_kompakt_Geldpolitik-EZB_02.pdf), eingesehen am 24.03.2014, 9  
Seiten.

## **Eigenständigkeitserklärung**

Hiermit versichere ich, dass ich die vorliegende Arbeit selbstständig und ohne fremde Hilfe angefertigt habe. Ich versichere auch, dass ich bei allen Gedanken, Befunden und anderen Inhalten, die nicht von mir stammen, direkt vor Ort auf die entsprechenden Quellen verwiesen habe. Alle wörtlichen Zitate sind als solche kenntlich gemacht.

Göttingen, 24.04.2014

---

Ort, Datum



---

Unterschrift