Das Verfassungsgericht muss demnächst eine unbequeme Entscheidung fällen. Mit seinem Urteil zur Krisenpolitik der Europäische Zentralbank (EZB) hat es darüber zu befinden, ob eine wesentliche Maßnahme zur Beruhigung der Eurokrise rechtmäßig war. Die EZB hatte im vergangenen Jahr angekündigt, Staatsanleihen kriselnder Eurostaaten notfalls in „unbegrenztem" Maße anzukaufen – zu einer Zeit, als Italien und Spanien durch steigende Zinsen der Tod auf Raten drohte. Ein Gastbeitrag von **Axel Troost**[*] und **Philipp Hersel**.

Allein die Absichtserklärung der EZB sorgte für eine sofortige Entspannung auf den Märkten für italienische und spanische Staatsanleihen. Die EZB musste daher keine einzige Anleihe tatsächlich aufkaufen. Doch was wäre gewesen, wenn die EZB tatsächlich Staatsanleihen angekauft hätte, die später nicht zurückgezahlt würden? In diesem Fall stünden kaum vorstellbare Verluste in dreistelliger Milliardenhöhe im Raum.

Der normale Menschenverstand erwartet, dass hohe Verluste von einer Person oder Institution getragen werden müssen und dass damit schmerzhafte Einschnitte verbunden sind. Viele Menschen gehen deshalb intuitiv davon aus, dass Verluste der EZB bei den europäischen Steuerzahlerinnen und Steuerzahlern abgeladen würden. Viele Ökonomen und Politiker bestärken sie leider noch darin – zu Unrecht.

Aber die Intuition ist bei Zentralbanken und Geldpolitik oft ein schlechter Ratgeber. Denn erstens sind die Steuerzahlerinnen und Steuerzahler gesetzlich ausdrücklich nicht verpflichtet, Verluste von Zentralbanken auszugleichen. Und zweitens kann das Zentralbankwesen des Euroraums auch trotz immenser Verluste fortbestehen. Zentralbanken können ihre Aufgaben auch erfüllen, wenn ihr Kapital durch Verluste komplett aufgezehrt oder sogar negativ wird. Dies eröffnet einen deutlich entspannteren Umgang mit krisenbedingten Maßnahmen der EZB.

Verluste von Zentralbanken sind nicht ungewöhnlich

Verluste von Zentralbanken sind keineswegs selten. Sie resultieren meist aus der Neubewertung von Gold- und Währungsreserven. In den 1960er und 1970er Jahren verlor der Dollar gegenüber der D-Mark stark an Wert und die Bundesbank machte über viele Jahre hinweg große Verluste. Diese Verluste wurden aber zu keinem Zeitpunkt aus dem Bundeshaushalt ausgeglichen. Ganz im Gegenteil: In dieser Zeit wurden sogar Milliardenlöcher im Bundeshaushalt mit Bundesbankkrediten gestopft.

Auch die EZB hat seit ihrer Gründung mehrfach Verluste erwirtschaftet, die von ihr auf klassische Weise absorbiert wurden. Im Rahmen des laufenden Ankaufsprogramms könnten allerdings weit höhere Verluste entstehen, insbesondere durch den Ankauf und späteren

Ausfall spanischer und italienischer Anleihen. Die Rücklagen und das Kapital der EZB und der nationalen Zentralbanken des Euroraums wären schnell aufgezehrt. Daraus entstünde aber nicht automatisch ein Problem.

Zentralbanken sind auch mit negativem Eigenkapital voll funktionsfähig

Wenn die Verluste das Eigenkapital übersteigen, bedeutet das für ein normales Unternehmen die Insolvenz, denn es wäre logischerweise zahlungsunfähig. Da aber eine Zentralbank über das Recht verfügt, Geld zu schaffen, ist sie – quasi per Definition – in eigener Währung stets zahlungsfähig. Negatives Eigenkapital behindert eine Zentralbank daher zunächst einmal nicht und es gibt keine gesetzliche Notwendigkeit, die EZB oder die Bundesbank zu schließen, falls deren Eigenkapital negativ wird.

Weder die Bundesbank noch die EZB haben deswegen einen gesetzlichen Anspruch, dass Verluste durch ihre Anteilseigner bzw. Eigentümer ausgeglichen werden. Die einzige Konsequenz dieser Verluste wäre eine große negative Zahl in den Büchern der Zentralbank. Ungeachtet dessen bliebe der gesetzliche Auftrag an die EZB uneingeschränkt bestehen, nämlich die Geldpolitik in der Eurozone wahrzunehmen.

Geldpolitische Steuerungsfähigkeit der EZB bliebe erhalten

Ganz ohne Risiken ist ein solches Vorgehen natürlich nicht. Denn die Vorstellung, dass man große Verluste ohne dramatische Folgen einfach so in einer Zentralbankbilanz versenken könne, löst tiefe Verunsicherung aus. Für ein Geldsystem, das immer auf Vertrauen basiert, ist dies verständlicherweise ein Problem. Auch Inflationsrisiken müssten kontrollierbar bleiben. Doch die geldpolitische Steuerungsfähigkeit der EZB bliebe auch bei Verlusten im dreistelligen Milliardenbereich erhalten.

Die Hauptgefahr bei Zentralbankverlusten besteht in einer steigenden Geldmenge. Diese bedeutet aber nicht automatisch Inflation. Die EZB hat seit Beginn der Finanz- und Eurokrise zwischenzeitlich 900 Mrd. Euro zusätzlich in Umlauf gebracht und davon 500 Mrd. Euro bereits wieder zurückgeholt. Diese expansive Geldpolitik der EZB – auch gerne bildhaft als „Flutung der Märkte mit billigem Geld“ beschrieben – hat bislang keine erhöhte Inflation ausgelöst. Im Gegenteil: mit Verweis auf eine beunruhigend niedrige Inflationsrate hat die EZB gerade ihre Leitzinsen gesenkt.

Die EZB würde das Programm zum Ankauf von Staatsanleihen nur starten, wenn sich die Euro-Krise wieder dramatisch zuspitzte. In einem solchen Fall gäbe es sicher einen deutlichen Konjunktureinbruch, sodass fürs Erste keine Inflationsrisiken bestünden. Würden

dann auch noch Anleihen nicht oder nur teilweise zurückgezahlt – nur dann könnten der EZB Verluste entstehen –, dürfte die Rezession umso tiefer ausfallen. Die Währungsunion stünde dann vor dem Kollaps. Gerade dann ließe sich eine Verlustübernahme durch die EZB guten Gewissens als stabilisierende Maßnahme begründen. Denn die Alternative dazu wäre entweder der ungeordnete Zerfall des Euro oder aber neue, mit Steuergeldern finanzierte Rettungspakete von vielen hundert Milliarden Euro – beides wäre um ein Vielfaches teurer und politisch gefährlicher.

Selbstverständlich nützt eine Stabilisierung des Euro auf Kosten der EZB nur dann etwas, wenn es endlich zu einer Kehrtwende in der Krisenbekämpfung kommt. Statt sinnloser Sparwut brauchte es eine Investitionsoffensive, statt Disziplinierung der Krisenländer grundlegende Strukturreformen der Währungsunion, die auch das deutsche Wirtschaftsmodell in Frage stellen.

Sollte die Wiederbelebung des Euro gelingen und die Konjunktur in der Eurozone nach einigen Jahren wieder richtig Fahrt aufnehmen, dürfte zur Vermeidung von Inflationsgefahren schon eine Leitzinserhöhung ausreichen. Notfalls könnte die EZB auch noch Wertpapiere oder Gold aus ihren Beständen verkaufen, um darüber die Geldmenge zu verknappen und somit Inflationsgefahren auszuschließen.

Die EZB steht als potenzielles Endlager für die Kosten der Eurokrise bereit

Selbstverständlich sollte niemand leichtfertig dreistellige Milliardenverluste für die EZB riskieren. Schäden in dieser Größenordnung sind aber in Form ausblutender Ökonomien, dramatischer Arbeitslosigkeit und einer Sozialisierung von riesigen Verlusten des Finanzsektors längst eingetreten. Die richtige Frage ist nicht ob, sondern wie derartige Verluste möglichst unschädlich für die Menschen und den Frieden in Europa bewältigt werden können. Wesentliche Teile dieser Schäden in der Bilanz der EZB zu versenken erscheint daher vergleichsweise moderat – verglichen mit den Folgen eines Zusammenbruches der Währungsunion oder gar der Europäischen Union.

Während Verluste bei Rettungskrediten direkt Steuergeld kosten, lassen sich Verluste der EZB einfach bis zum Jüngsten Tag als rote Zahl in der Zentralbank-Bilanz parken. Die Euro-Zentralbanken könnten sogar weiterhin Gewinne an die nationalen Finanzminister ausschütten. Der EZB-Rat müsste dazu nur beschließen, dass die Verluste aus Anleihekäufen ausschließlich auf die EZB als Zentralinstitut fallen, während die nationalen Zentralbanken ihre Gewinne weiterhin an die Nationalstaaten ausschütten könnten. Die EZB würde damit zum Endlager des Eurosystems und die Begehrlichkeiten der nationalen Finanzminister nach Zentralbankgewinnen blieben weitgehend unberührt.

Die Langfassung des Artikels können Sie auf den Seiten der Arbeitsgruppe Alternative Wirtschaftspolitik nachlesen [PDF – 510 KB].

Zum Thema auf den NachDenkSeiten: Jens Berger – Häufig gestellte Fragen: Muss der Steuerzahler für Verluste der Zentralbanken haften?

[«*] Dr. Axel Troost ist MdB der Linkspartei, Geschäftsführer der Arbeitsgruppe Alternative Wirtschaftspolitik und Mitglied im Vorstand des Instituts Solidarische Moderne (ISM). Philipp Hersel ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter in Berlin.