

Paul Steinhardt

Ist die EZB-Politik »voll normal«?

Replik auf Jan Sparsam und Malte Flachmeyer

Wo ich ein Fragezeichen setze, setzen Jan Sparsam und Malte Flachmeyer in ihrem Beitrag im letzten Heft des *Leviathan*¹ ein dickes Ausrufezeichen. Im Zusammenhang mit der vom Bundesverfassungsgericht diskutierten Frage,² ob sich die Europäische Zentralbank (EZB) mit ihren Anleihekaufprogrammen im Rahmen ihres Mandats bewege, geben sie schon in der Überschrift ihres Artikels eine unmissverständliche Antwort: »Voll normal: Die unkonventionelle Geldpolitik der EZB seit der Euro-Krise«. Sie sei »[...] die Fortführung der Vorkrisenpolitik mit anderen Mitteln«. ³ Neben dieser empirischen These formulieren sie auch eine normative These:

»Angesichts der Zwangsmaßnahmen gegenüber den Schuldnerstaaten, an deren Vollzug die EZB maßgeblich beteiligt war, und der zunehmenden sozialen Ungleichheit erscheint die Bezeichnung der Krisenbekämpfungsmaßnahmen als »gemeinwohlorientiert« zynisch.«⁴

Mit dieser Aussage wenden sie sich explizit gegen eine Verteidigung der EZB-Politik, die Heiner Flassbeck und ich in unserem Buch *Gescheiterte Globalisierung*⁵ wie folgt zusammengefasst hatten:

»Die EZB-Politik der letzten Jahre ist als ein wichtiger Beitrag gegen den von Marktfundamentalisten gewollten »Wettbewerb der Nationen« zu interpretieren und verdient Unterstützung aller, die an der Entwicklung eines solidarischen und gemeinwohlorientierten Europas Interesse haben.«⁶

Mit den beiden Autoren bin ich einer Meinung, dass »eine isolierte Kritik an der Geldpolitik den Blick von der wirtschaftspolitischen Gesamtstruktur ablenkt«. ⁷ Sie lassen sich allerdings durch ihre Überzeugung, dass die EZB-Politik sich seit der Euro-Krise qualitativ nicht verändert habe, von diesem Blick gehörig »ablen-

1 Vgl. Sparsam, Flachmeyer 2020 und meine erste Erwiderung auf *MAKROSKOP* unter <https://makroskop.eu/?s=Voll+normal%3F>. Bei dem folgenden Beitrag handelt es sich um eine überarbeitete und stark erweiterte Version dieser Replik.

2 Bundesverfassungsgericht (BVerfGE) 2020, 2 BvR 859/15, 2 BvR 1651/15, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 980/16. www.bundesverfassungsgericht.de/e/rs20200505_2bvr085915.html (Zugriff vom 02.07.2020).

3 Sparsam, Flachmeyer 2020, S. 185.

4 Ebd., S. 185.

5 Flassbeck, Steinhardt 2018.

6 Ebd., S. 281.

7 Sparsam, Flachmeyer 2020, S. 183.

ken«. Auf Basis dieser Annahme werden sie dann zu ihrer Kritik an Heiner Flassbeck und mir verleitet, die einer sorgfältigen Überprüfung ebenfalls nicht standhalten kann.

1. Die Struktur der Finanzwirtschaft

Ihre empirische These, die unkonventionelle Geldpolitik sei »voll normal« und eine Fortführung der Vorkrisenpolitik mit anderen Mitteln, beruht auf einer Vorstellung der strukturellen Merkmale gegenwärtiger »Finanzwirtschaften«, die die beiden Autoren wie folgt auf den Punkt bringen:

»Je nach Bedarf der Finanzwirtschaft nach »externer« geldpolitischer Refinanzierung werden diese [geldpolitischen Mittel; P.S.] so weit angepasst und gegebenenfalls erweitert, wie es notwendig erscheint, um die Geschäftsbanken so liquide wie möglich zu halten.«⁸

Richtig ist, dass Zentralbanken Geschäftsbanken »Liquidität« zur Verfügung stellen. Wichtig ist zu verstehen, dass diese »Liquidität« einer Geschäftsbank ein Guthaben auf ihrem Zentralbankkonto ist. Aus einer rein technischen Perspektive ist diese »Liquidität« eine Zahl mit einem vorangestellten Währungssymbol, wie etwa €. Erzeugt wird sie, indem die Zentralbank der Geschäftsbank einen entsprechenden Betrag auf ihrem Konto gutschreibt. Die Verfügbarkeit von Liquidität ist zweifelsohne von der Bereitschaft einer Zentralbank abhängig, der Geschäftsbank entsprechende auf Währung lautende Beträge gutschreiben. Man sollte an dieser Stelle aber nicht den Fehler machen, aus dieser Tatsache auf eine besonders große Macht der Zentralbanken über die Geschäftsbanken zu schließen. Es ist keineswegs so – wie die beiden Autoren insinuierten –, dass Geschäftsbanken für die »Finanzierung« ihrer Geschäftsaktivitäten von der Bereitstellung von Liquidität durch die Zentralbank besonders abhängig wären.

Betrachten wir dazu die Kreditvergabe einer Geschäftsbank an einen ihrer Kunden in Höhe von zehn Millionen Euro. Sie gibt nicht etwa das Geld, das ihr vorab von ihrer Zentralbank oder ihren Sparer*innen zur Verfügung gestellt wurde, an ihre Kundschaft weiter. Sondern dieses Geld wird *in actu* mit der Kreditvergabe geschaffen. Mithilfe eines T-Kontos lässt sich dieser Geschäftsvorfall wie folgt darstellen:

8 Ebd., S. 182.

Abbildung 1: Bilanzielle Auswirkungen der Kreditvergabe einer Geschäftsbank

Geschäftsbank A			
Aktiva		Passiva	
Kredit	+ € 10 Mio.	Giroguthaben	+ € 10 Mio.

Kunde A			
Aktiva		Passiva	
Giroguthaben	+ € 10 Mio.	Kredit	+ € 10 Mio.

Deshalb spricht man in diesem Zusammenhang davon, Geschäftsbanken könnten »Geld aus dem Nichts« schaffen. Gemeint ist damit, dass Geschäftsbanken kein Geld von irgendjemandem brauchen, um zum Beispiel einen Kredit zu vergeben. Insbesondere brauchen sie, wie aus Abbildung 1 hervorgeht, dafür keine Reserven. Zwischen Geschäftsbanken und Geldverleihern – darauf hat der amerikanische Ökonom Hyman Minsky immer wieder hingewiesen – ist daher streng zu unterscheiden: »Banken sind gerade deshalb so bedeutsam, weil sie nicht unter den Beschränkungen eines Geldverleihers arbeiten – Banken brauchen vorab kein Geld in ihrer Kasse, um Geld verleihen zu können.«⁹ Das erklärt auch, warum die durch die »unkonventionelle Geldpolitik« der EZB geschaffene Liquidität, wie die beiden Autoren schreiben, »gleichsam steckengeblieben«¹⁰ ist. Geschäftsbanken können mit den durch Wertpapierankäufe der EZB generierten Reserven auf ihren Zentralbankkonten einfach nicht viel anfangen.

Die Rede von dem »Geld aus dem Nichts« hat also mit der wundersamen Verwandlung von Wasser in Wein durch den Jesu von Nazareth nichts zu tun. Hinter dieser Rede steckt nicht mehr – aber auch nicht weniger – als die Tatsache, dass Zentralbanken und Geschäftsbanken Geldproduzenten sind. Sie brauchen zur Produktion von Geld aber keine alchemistischen Wunderkräfte, sondern bedienen sich dabei »einer der schönsten Erfindungen des menschlichen Geistes« (Johann Wolfgang von Goethe) – der doppelten Buchführung.

Wofür aber braucht dann eine Geschäftsbank überhaupt Reserven? Im Wesentlichen, um ihren Mindestreservepflichten nachzukommen und den Zahlungsverkehr abzuwickeln. Mindestreserven verlangen Zentralbanken auf bestimmte Verbindlichkeiten einer Geschäftsbank. Bilanztechnisch sind auch Guthaben auf deren Girokonten »Verbindlichkeiten« gegenüber den Inhaber*innen eines Girokontos. Da diese »Verbindlichkeiten«, wie gezeigt, automatisch bei der Kreditvergabe entstehen, lösen sie auch entsprechende Verpflichtungen der Geschäftsbanken aus, auf ihrem Zentralbankkonto ein entsprechendes Guthaben auszuweisen.

9 Vgl. Minsky 2008, S. 249; Übersetzung P.S.

10 Sparsam, Flachmeyer 2020, S. 186.

Nehmen wir an, der Mindestreservesatz betrage 100 Prozent. Dann wäre man tatsächlich berechtigt, von der Notwendigkeit einer Refinanzierung des Kredits der Geschäftsbank an ihren Kunden durch die Zentralbank zu reden. Nun beträgt aber der Mindestreservesatz der EZB lediglich ein Prozent. Vergibt also eine Geschäftsbank einen Kredit von zehn Millionen Euro, dann braucht sie dafür lediglich ein Guthaben von 100.000 Euro bei ihrer Zentralbank. Der sich aus der Kreditvergabe von Geschäftsbanken ergebende Liquiditätsbedarf ist also sehr überschaubar.

Liquidität, also die Verfügbarkeit über Reserven, wird unter Umständen auch bei der Abwicklung des Zahlungsverkehrs benötigt. Nehmen wir zum Beispiel an, eine Geschäftsbank A habe den Überweisungsauftrag eines ihrer Kunden über eine Million Euro ausgeführt, dessen Empfänger ihr Girokonto bei einer anderen Geschäftsbank B halte. Über den exakt gleichen Zeitraum aber habe B einen Überweisungsauftrag einer ihrer Kundinnen, dessen Empfänger ein Girokonto bei A hält, in Höhe von 800.000 Euro vorgenommen. Diese beiden Überweisungen führen isoliert betrachtet zu den in Abbildung 2 dargestellten bilanziellen Veränderungen bei den an den Überweisungen involvierten Geschäftsbanken.

Abbildung 2: Kundenüberweisungen zwischen zwei Geschäftsbanken mit Netto-Clearing-Salden

Geschäftsbank A	
Aktiva	Passiva
	Überweisung von A nach B - € 1 Mio.
	Überweisung von B nach A + € 800 Tsd.

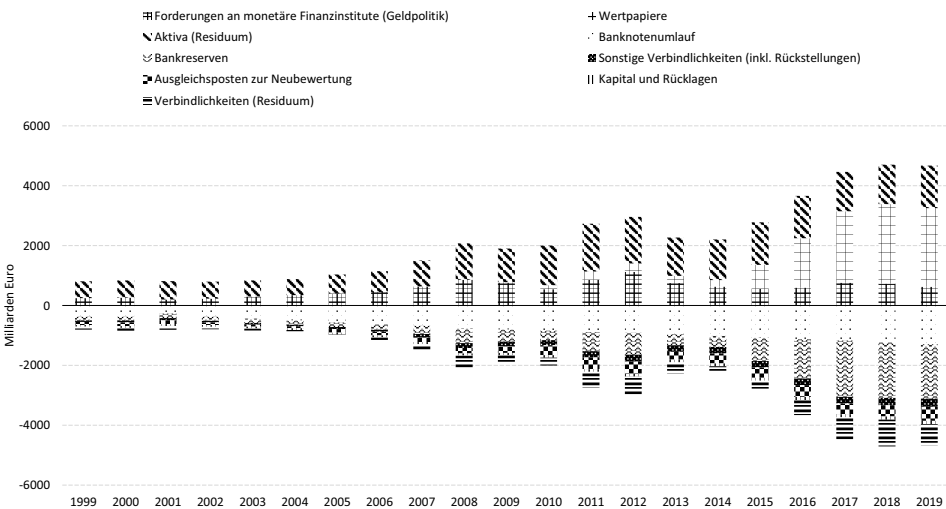
Geschäftsbank B	
Aktiva	Passiva
	Überweisung von A nach B + € 1 Mio.
	Überweisung von B nach A - € 800 Tsd.

Damit die Bilanzen der beiden Geschäftsbanken ins »Gleichgewicht« gebracht werden, muss die Differenz von 200.000 Euro (bei A von minus und bei B von plus 200.000) buchhalterisch »ausgeglichen« werden. Das kann dadurch geschehen, dass A an B 200.000 Euro an Reserven überweist. Auf der Aktivseite von Geschäftsbank A reduziert sich dann deren Guthaben bei der Zentralbank um 200.000 Euro, während sich das der Geschäftsbank B um exakt denselben Betrag erhöht. Diese Methode des »Ausgleichs« nennt man »Zahlungsausgleich«. Dabei wird deutlich: Wenn Geschäftsbanken untereinander eine Vielzahl von Überweisungen für ihre Kunden abwickeln, muss ein Zahlungsausgleich nur für den *Saldo der Überweisungsbeträge* in die eine und andere Richtung erfolgen.

Zu einem Zahlungsausgleich mithilfe von Reserven aber kommt es auch nur dann, wenn die Geschäftsbanken nicht bereit sind, sich solche Salden zu stunden. Tun sie das, bedarf es zum Ausgleich dieser Salden keiner Liquidität der Zentralbank. In unserem kleinen Beispiel würde dann Geschäftsbank B auf einen Zahlungsausgleich mit Reserven verzichten, A sozusagen einen Reservenkredit einräumen. Für solche Kredite wird oft die Stellung von Sicherheiten verlangt, wobei es sich dabei meist um Wertpapiere mit einem Marktpreis handelt. In diesem Fall spricht man dann von sogenannten »Repos« (*Repurchase Agreement*). Repos und andere Formen der Stundung des Zahlungsausgleichs zwischen Geschäftsbanken reduzieren den Bedarf an Liquidität also weiter. Dennoch ist nicht zu bestreiten, dass eine Geschäftsbank aufgrund mangelnder Liquidität in die Bredouille geraten kann. Da ein solcher Fall aber die Finanzstabilität in höchstem Maße gefährdet, sorgen Zentralbanken in aller Regel dafür, dass Geschäftsbanken liquide bleiben. Der Bedarf von Geschäftsbanken an Liquidität erscheint daher sehr begrenzt. Ein steigender Liquiditätsbedarf des gesamten Geschäftsbankensystems wäre nur mit einer Erhöhung des Mindestreservesatzes oder einer Zunahme des Zahlungsausgleichs mithilfe von Reserven zu erklären.

Ein Blick auf die konsolidierte Bilanz des Europäischen Zentralbankensystems¹¹ zeigt, dass die Reserven seit 2015 auffällig zugenommen haben (Abbildung 3, Wellenlinien). Da die EZB seit März 2015 begonnen hatte, unter ihrem Mitte 2014 initiierten sogenannten »Asset Purchase Programme« Wertpapiere anzukaufen, wirft das die Frage auf, ob man die »unkonventionelle Geldpolitik« tatsächlich mit dem Liquiditätsbedarf der Geschäftsbanken erklären kann.

Abbildung 3: Bilanzentwicklung des Euro-Systems 1999-2019



Quelle: EZB 2020 a.

11 EZB 2020 a.

Tatsache ist, dass der Mindestreservesatz im Dezember 2011 von zwei Prozent auf ein Prozent gesenkt wurde. Ein höherer Bedarf an Zentralbankgeld hat sich zweifelsohne im Nachgang zur Finanzkrise im Jahr 2007 ergeben, da sich Geschäftsbanken weigerten, sich gegenseitig Reserven zu leihen. Die Situation hatte sich aber spätestens seit Draghis berühmter »Whatever-it-takes«-Rede im Jahr 2012 wieder weitgehend normalisiert. Geschäftsbanken haben also gegenwärtig keinen Bedarf an dieser hohen Liquidität. Im Gegenteil, bei Minuszinsen haben sie ein Interesse, ihre Liquidität weitmöglichst zu reduzieren. Was erklärt die Überschussreserven dann? Vielleicht die »voll normale« Geldpolitik seit Anfang 2015, die man gerne auch als »quantitative easing« bezeichnet?

2. Voll normale Geldpolitik

Um dieser Frage nachzugehen, brauchen wir eine Vorstellung davon, was hinter dem Begriff der »Geldpolitik« steckt. Wie Sparsam und Flachmeyer richtig schreiben, sind darunter Maßnahmen der Zentralbank zur »Beeinflussung der kurzfristigen Geldmarktzinsen durch den Leitzins« zu verstehen.¹² Wie genau aber funktioniert die Steuerung der Geldmarktzinsen?¹³ Zunächst einmal muss man wissen, dass mit dem »Geldmarkt« der Interbankenmarkt für Reserven gemeint ist. Da Geschäftsbanken mit überschüssigen Reserven nicht viel anfangen können, sind sie gerne bereit, sie an Geschäftsbanken, die Reserven benötigen, gegen die Zahlung eines Zinses zu verleihen. Gibt es einen Überschuss an Reserven im System, kann das dazu führen, dass der Geldmarktzins unter den von der Zentralbank gesetzten Leitzins sinkt. Gibt es dagegen einen Mangel an Reserven, dann kann der Geldmarktzins über dem Leitzins liegen. Um das zu verhindern, verkauft bei einem Überschuss an Reserven eine Zentralbank im Rahmen sogenannter Offenermarktgeschäfte Anleihen aus ihrem Bestand. Besteht dagegen ein Mangel an Reserven, wird eine Zentralbank umgekehrt Anleihen aufkaufen.

In den meisten Währungsräumen agieren Zentralbanken als sogenannte *Lender of Last Resort*. Das heißt, sie stellen sicher, dass ihr Finanzministerium jederzeit zahlungsfähig ist. Staatsanleihen solcher Länder sind für Investoren daher ein risikoloses Investment. Die Renditen von Staatsanleihen werden deshalb maßgeblich vom Leitzins bestimmt. Dass die Rendite einer Staatsanleihe schwankt, liegt vor allem daran, dass sie handelbar ist: Wird erwartet, dass die Zentralbank den Leitzins senkt, steigt die Rendite. Hingegen fällt sie, wenn eine Erhöhung des Leitzinses erwartet wird. Sinkt oder steigt die Rendite von Staatsanleihen über ein Maß, das von der Zentralbank als akzeptabel erachtet wird, dann wird sie ebenfalls mit Käufen oder Verkäufen von Staatsanleihen am Sekundärmarkt intervenieren. Es sind damit aber Zentralbanken, die die Höhe sowohl des kurzfristigen als auch des langfristigen Zinsniveaus weitgehend festlegen.

12 Sparsam, Flachmeyer, 2020, S. 180.

13 Ich vereinfache an dieser Stelle stark. Etwas genauer erklärt werden die Instrumente der Geldpolitik in Paetz 2019.

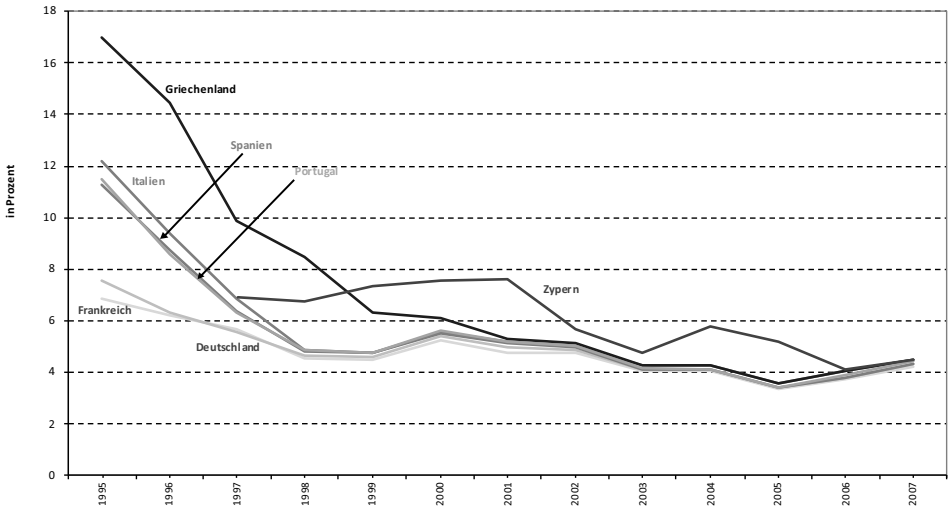
Diese Zinssätze dienen dann wiederum den Geschäftsbanken als Benchmark für das *Pricing* ihrer kommerziellen Kredite. Daher, so der unter Zentralbankern weit verbreitete Glaube, kann eine Zentralbank mit ihrer Zinspolitik die Wirtschaftsentwicklung steuern. Droht die Wirtschaftsentwicklung zu überhitzen, erhöht die Zentralbank den Leitzins; will sie die Wirtschaftsentwicklung ankurbeln, dann senkt sie den Leitzins. Je teurer/günstiger Kredite sind, desto weniger/mehr werden Unternehmen bereit sein, zu investieren. Ganz so einfach ist es freilich nicht.¹⁴ Aber ohne diesen Glauben könnte man von Geldpolitik nicht sinnvoll sprechen.

3. Voll schräg: Die unkonventionelle Geldpolitik der EZB

Nun ist richtig, dass die sogenannte »unkonventionelle Geldpolitik« der EZB auch aus einem Ankauf von Anleihen besteht. Ist das nicht Beweis genug, dass die EZB nichts weiter als die für Geldpolitik üblichen Offenmarktgeschäfte tätigt?

Betrachten wir noch einmal Abbildung 3. Auffällig ist, dass sich die Bilanzsumme des Europäischen Zentralbankensystems seit 2007 mehr als verdreifacht hat. Wer eine Zentralbank auf konventionelle Geldpolitik beschränkt sehen will, wird vor allem von der Entwicklung der Position »Wertpapiere« auf der Aktivseite (großkariertes Muster) und der damit einhergehenden Entwicklung der Reserven auf der Passivseite (Wellenlinienmuster) überrascht sein. Ganz offensichtlich sind Geschäftsbanken seit geraumer Zeit mit Reserven geflutet. Ein Mangel an Reserven, was den Ankauf von Staatsanleihen als geldpolitische Maßnahme ausweisen würde, kann also nicht der Grund für den massiven Ankauf von Anleihen durch die EZB sein.

Was aber erklärt dann die Liquiditätsflut in der Euro-Zone? Die kurze Antwort lautet: ein Spaziergang. Genauer: ein Spaziergang von Nicolas Sarkozy und Angela Merkel in dem kleinen Seort Deauville am 10. Oktober 2010. Bis dahin waren die Finanzmarktakteure der Meinung – trotz anders lautender Verträge –, dass der Euro-Raum sich nicht substanziell von anderen Währungsräumen, wie etwa dem des US-Dollars, unterscheidet. Man war also der Meinung, dass die Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion (EWU) niemals zahlungsunfähig werden könnten, weil die EZB – wie andere »normale« Zentralbanken auch – stets als *Lender of Last Resort* agieren würde. Deshalb konvergierten die Renditen aller Länder der EWU auf ein weitgehend identisches Niveau (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4: Langfristige Zinsen¹⁵ ausgewählter Euro-Länder vor der Krise

Quellen: AMECO, Financial Times, OECD.

Beim Spaziergang am Meer kam man dann wohl aber zu dem Schluss, den Worten der Verträge Taten folgen zu lassen. Man hatte sich tatsächlich darauf geeinigt, den Gläubigern griechischer Staatsanleihen einen sogenannten »Haircut« zu verpassen – sie also zu Wertberichtigungen zu zwingen. Anders ausgedrückt: Die EZB hat nicht, wie erwartet, als *Lender of Last Resort* agiert und damit die fristgerechte Bedienung der Anleihen Griechenlands sichergestellt. Dermaßen belehrt über ihren Irrglauben, reagierten die Finanzmärkte mit steigenden und sich weit auseinander entwickelnden Renditen auf die Staatsanleihen der Euro-Mitgliedsländer.

Seitdem hat die EZB versucht – angefangen mit der Auflage des »Securities Market Programme« (SMP) 2010, dem »Outright Monetary Transactions Programme« (OMT), das im September 2012 das SMP ablöste, über die »Whatever-it-takes«-Rede Mario Draghis bis hin zu dem seit Anfang 2015 aufgelegten »Asset Purchase Programme« (APP) –, das Misstrauen der Finanzmärkte zu besänftigen.¹⁶ Nun ist aber ganz unzweifelhaft die EZB mit dem Ankauf von Staatstiteln zum Gläubiger ihrer Mitgliedsländer in Höhe des stattlichen Betrags von 1.963 Milliarden Euro geworden. Wer nicht jeden Ankauf von Staatsanleihen unbesehen als normales Offenmarktgeschäft durchgehen lassen will, der wird kaum darum herumkommen, die Frage zu stellen, ob sich hinter dem Begriff der »unkonventio-

15 Rendite langfristiger Staatsanleihen (10 Jahre).

16 Hinter den Kürzeln SMP, OMT, APP stehen Anleihekaufprogramme auf dem Sekundärmarkt, die sich allerdings in den Ankaufbedingungen voneinander unterscheiden.

nellen Geldpolitik« nicht eine Form der der EZB verbotenen monetären Staatsfinanzierung versteckt.

4. Von Zynikern und Realisten

An dieser Stelle ist jenen, die die EZB-Politik kritisieren, ausdrücklich Recht zu geben.¹⁷ Was als »unkonventionelle Geldpolitik« verkauft wird, ist im Wesentlichen der Versuch, die institutionellen Beschränkungen der Fiskalpolitik durch das Euro-Regime mehr oder weniger trickreich zu umgehen. Zunächst einmal werden durch die Ankäufe von Staatsanleihen und damit herbeigeführten Zinssenkungen zweifelsohne Staatshaushalte der Euro-Länder finanziell entlastet. Es wird dadurch einfacher, im Rahmen des Euro-Regimes Fiskalpolitik zu betreiben. Darüber hinaus wird Geschäftsbanken und anderen Investoren signalisiert, dass es sich auch bei den Staatsanleihen ihrer Mitgliedsländer um weitgehend sichere *Assets* handelt. Marktfundamentalisten ist die EZB-Politik daher ein Dorn im Auge, wie Heiner Flassbeck und ich wie folgt begründet haben:

»Sie wollen Staaten zu bloßen Marktakteuren degradieren und lehnen daher die ›Privilegierung von Staatsanleihen in der Bankenregulierung‹ ab. Stattdessen fordern sie ein ›Insolvenzregime für Staaten‹,¹⁸ um sicherzustellen, dass auch Staaten mit ›angemessenen Risikoaufschlägen‹¹⁹ zu einer ›soliden‹ Haushaltspolitik gezwungen werden.«²⁰

Exakt vor diesem Hintergrund haben wir die Anleihekäufe der EZB als kleineres Übel verteidigt. Was aber ist daran »zynisch«? Ist es zynisch, wenn man begrüßt, dass ein Land wie Italien, das seit der Finanzkrise 2007 wirtschaftlich stagniert, einen größeren fiskalpolitischen Spielraum erhält? Ist es zynisch, mit Fiskalpolitik die Wirtschaft anzukurbeln, um damit zum Beispiel die hohen Arbeitslosenraten unter italienischen Jugendlichen zu reduzieren? Ich bin noch immer der Überzeugung, dass es eine gute Sache ist, wenn die EZB ihre Macht zur Schöpfung von Geld dazu nutzt, um zum Beispiel italienische Staatsanleihen anzukaufen und damit die italienische Regierung in die Lage zu versetzen, wirtschafts- und sozialpolitisch sinnvolle Maßnahmen zu finanzieren. Denn genau darin besteht die Aufgabe einer demokratisch legitimierten Zentralbank. Sie soll einer gewählten Regierung die finanziellen Mittel zur Verfügung stellen, die sie benötigt, um im Parlament beschlossene Projekte zu realisieren.

Problematisch ist freilich, dass die monetäre Staatsfinanzierung in Artikel 123 Absatz 1 im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) explizit verboten ist. Das wird auch nicht dadurch besser, dass die EZB, anstatt direkt Staatsanleihen von ihren Mitgliedsländern zu erwerben, diese am Sekundärmarkt erwirbt. Denn ob nun zunächst zum Beispiel eine Geschäftsbank eine Staatsan-

17 Vgl. Berg et al. 2012.

18 Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2015, S. 31.

19 Ebd., S. 15.

20 Flassbeck, Steinhardt 2018, S. 278.

leihe erwirbt, die sie dann an die EZB weiterverkauft, oder aber diese die Staatsanleihe direkt am Primärmarkt erwirbt, macht in der Sache keinen Unterschied. In beiden Fällen wird die EZB zum Gläubiger eines Mitgliedslands. Problematisch ist auch, dass bei dieser indirekten Form der »Finanzierung über die Notenpresse« die Geschäftsbanken finanziell profitieren. Warum aber sollten die Mitgliedsländer Zinsen bezahlen, wenn es möglich ist, von der EZB Geld kostenfrei zur Verfügung gestellt zu bekommen?²¹ Ganz nach dem Motto »Besser der Spatz in der Hand als die Taube auf dem Dach« ist zu konzedieren, dass eine bessere Alternative der Sicherstellung der Finanzierung staatlicher Ausgaben für Mitgliedsländer der Euro-Zone gegenwärtig nicht zur Verfügung steht. Eine ersatzlose Streichung des Artikels 123 zu erwarten ist utopisch. Eine Zwischenschaltung von Geschäftsbanken, wie gegenwärtig bei den Anleiheankäufen, ist daher zu tolerieren. Denn sie ist allemal besser als eine Finanzierung über den Europäischen Stabilitätsmechanismus, die Länder zu »Strukturenreformen« und einer sogenannten »soliden Finanzpolitik« verpflichtet und zudem einer Überwachung durch die Repräsentant*innen der »Geberländer« unterwirft.

Unter den gegebenen Umständen würde ich daher weiterhin den Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB als prinzipiell gemeinwohlorientiert rechtfertigen. Das heißt aber keineswegs, dass man damit gezwungen wäre, »Zwangmaßnahmen gegenüber den Schuldnerstaaten, an deren Vollzug die EZB maßgeblich beteiligt war«,²² gutzuheißen. Heiner Flassbeck und ich haben in unserem Buch die EZB wie folgt harsch kritisiert:

»In Griechenland hat man mithilfe einer unabhängigen Zentralbank namens EZB das demokratische Nein zu ›Strukturenreformen‹ in die Schranken gewiesen. Es war ohne Zweifel die Drohung der vor demokratischer Einflussnahme geschützten EZB, das gesamte griechische Bankensystem zum Einsturz zu bringen, welche das griechische Parlament schließlich davon ›überzeugte‹, die von der Troika diktierten ›Strukturenreformen‹ zu verabschieden.«²³

5. Autoritärer Wettbewerbssetatismus

Das Anleihekaufprogramm der EZB ist aber dennoch anders zu werten. Denn es ist *per se* nicht mit der Durchführung von »Strukturenreformen« gekoppelt. Allerdings hat die EZB Mittel und Wege gefunden, unliebsame »populistische« Regierungen in ihre Schranken zu weisen. Bestes Beispiel ist Italien. Nachdem die neue italienische Regierungskoalition aus Cinque Stelle und Lega angekündigt hatte, sich an ihre Wahlversprechen halten zu wollen, obwohl sie damit gegen die (unsinnigen) Regeln des Fiskalpakts verstoßen würde, ließ die Antwort der EZB nicht lange auf sich warten. In ihrem damaligen *Financial Stability Review*²⁴ fand sich die Aussage, dass die »fiskalpolitische Haltung« in Ländern mit einer hohen

21 Steinhardt 2020 a; Steinhardt 2020 b; Steinhardt 2020 c.

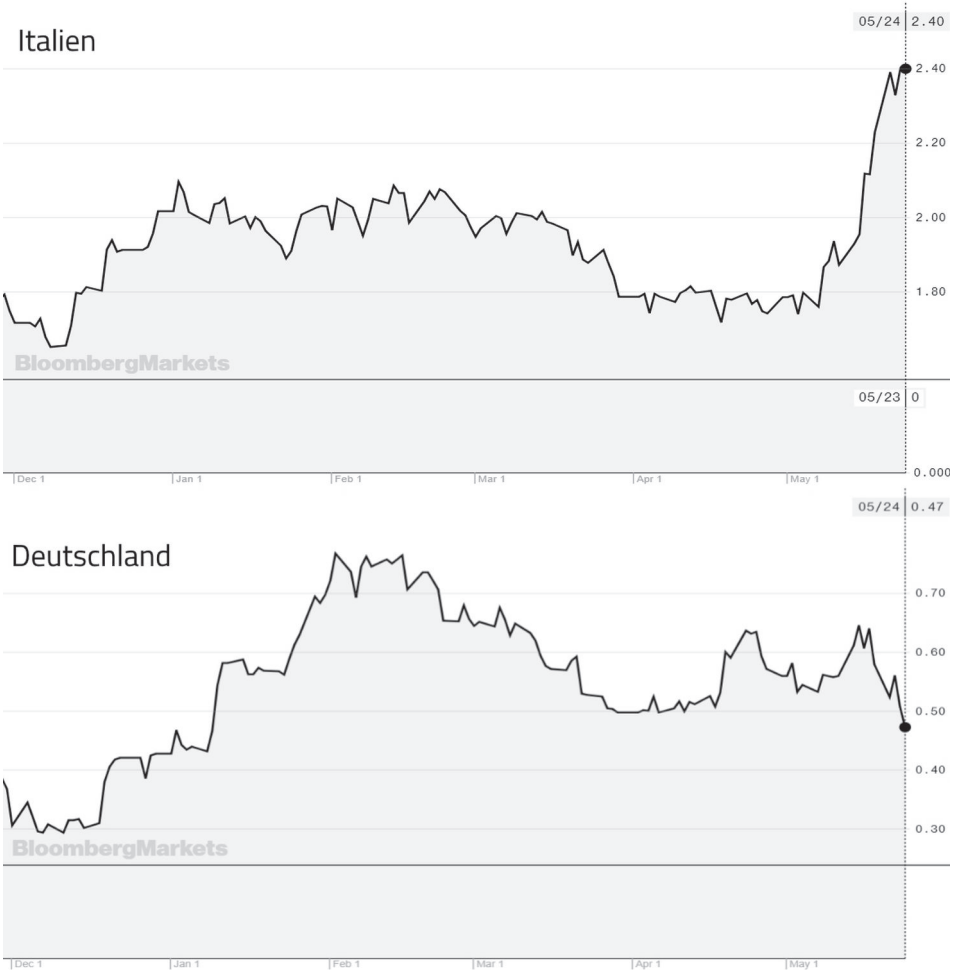
22 Sparsam, Flachmeyer 2020, S. 183.

23 Flassbeck, Steinhardt 2018, S. 349.

24 EZB 2020 b.

Staatsschuldenquote Auswirkungen auf die Renditen mancher Staatsanleihen im Euro-Raum haben könnte. Und siehe da, wie durch ein Wunder stiegen die Renditen für italienische und fielen die für deutsche Staatstitel (vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen von Deutschland und Italien in den letzten sechs Monaten



Quelle: Bloomberg.

Freilich handelt es sich bei dem Vorgang um kein Wunder. Die Finanzmärkte verstanden nur zu gut, dass die EZB gedroht hatte, Italien mit Anleihekäufen nicht mehr unter die Arme zu greifen. Um dieser Drohung Nachdruck verleihen zu können, hatte die EZB bereits, seitdem sich die Koalition zwischen der »rechten«

Lega und der »populistischen« Cinque Stelle abzeichnete, die Renditen auf italienische Staatsanleihen ansteigen lassen, indem sie den Ankauf italienischer Staatsanleihen zurückfuhr (vgl. Abbildung 6).

Abbildung 6: Nettoankauf italienischer Staatsanleihen durch die EZB (in Prozent des gesamten Anleihekaufprogramms)



Quelle: www.ft.com/content/8a688786-67f8-11e8-8cf3-0c230fa67aec.

Mit diesem Schritt hatte man aber nicht nur die Refinanzierungskosten für Italien erhöht, sondern gleichzeitig die italienischen Geschäftsbanken, die viele dieser Titel in Ihren Büchern hatten, unter Druck gesetzt. Denn steigende Renditen übersetzen sich in fallende Kurse und einen entsprechenden Wertberichtigungsbedarf. Da die Bilanzen italienischer Banken aufgrund der langen Rezession in Italien schon schwach waren, hat die EZB also damit gedroht, Teile des italienischen Bankensystems in den Konkurs zu treiben.

Wenn Sparsam und Flachmeyer die EZB als Teil einer »politisch-ökonomischen Formation« betrachten und diese mit Bezug auf Lukas Oberndorfer als »autoritären Wettbewerbsetatismus« bezeichnen,²⁵ findet das daher meine ungeteilte Zustimmung. Wenn sie es dann aber als »erstaunlich« erachten, dass »keine wirtschaftspolitische Maßnahme der EU öffentlich derart skandalisiert wird wie die Geldpolitik der EZB«,²⁶ zeigt das nur, dass sie verkennen, was die EZB zum Teil einer solchen Formation gemacht hat.

Lukas Oberndorfer²⁷ bestimmt ein Merkmal eines »autoritären Etatismus« wie folgt: »Die Legislative verliert bedeutend an Macht gegenüber der Exekutive, dies wird zweitens begleitet durch ein Schwinden der Rechtsstaatlichkeit.« Zunächst

25 Sparsam, Flachmeyer 2020, S. 185.

26 Ebd.

27 Oberndorfer 2018, S. 63.

einmal kann nicht der geringste Zweifel daran bestehen, dass die EZB außerhalb des ihr erteilten Mandats handelt. Ein erster Skandal war deshalb schon das Urteil des Europäischen Gerichtshofs (EuGH),²⁸ das der EZB einen Persilschein ausstellte. Völlig zu Recht hatte daher das Bundesverfassungsgericht in seinem Urteil zu den Anleiheankäufen der EZB²⁹ moniert, dass auf Basis der den Verträgen zugrunde liegenden Intentionen und ökonomischen Überzeugungen das Urteil des EuGH »nicht mehr nachvollziehbar und daher objektiv willkürlich« sei. Nun mag man, wie auch ich, die Anleihekäufe der EZB nach dem Motto »Not kennt kein Gebot« rechtfertigen. Es ist aber trotzdem daran zu erinnern, dass sich die EZB schon seit der Auflage des »Securities Markets Programme« im Mai 2010 weit außerhalb des ihr übertragenen Mandats bewegt.

Halten wir also fest: Die EZB ist unabhängig, was heißt, dass sie keinem demokratisch legitimierten Organ gegenüber rechenschaftspflichtig ist. Sie verletzt aber permanent das explizit in Artikel 123 Absatz 1 AEUV formulierte Verbot der monetären Staatsfinanzierung. Andreas Nölke ist daher uneingeschränkt zuzustimmen, dass die EZB inzwischen die Rolle einer europäischen Wirtschaftsregierung »usurpiert« habe. Die EZB maßt sich fraglos widerrechtlich an, darüber zu entscheiden, welches Mitgliedsland in welchem Umfang Fiskalpolitik betreiben darf.³⁰

6. Was tun?

Das bislang Gesagte mag als teilweise widersprüchlich erscheinen, verweist aber in Wirklichkeit auf eine Reihe von Dilemmata:

- (1) Die Staatsanleihekäufe der EZB lassen sich aus einer rechtsstaatlichen Perspektive nicht rechtfertigen. Die Bindung von Staatsapparaten an das von einem Parlament gesetzte Recht ist aber eine notwendige Bedingung von Demokratie.
- (2) Im institutionellen Rahmen der Euro-Zone ermöglichen die Anleiheankäufe aber einer Reihe von Ländern, ihren fiskalpolitischen Handlungsspielraum im Gemeinwohlinteresse zu vergrößern. Man könnte daher die EZB-Politik mit Bezug auf eine bekannte Unterscheidung von Fritz Scharpf³¹ aus einer »output-orientierten« Perspektive als demokratisch legitimiert erachten.
- (3) Freilich hat die EZB ihre Macht, wie zum Beispiel in Griechenland und Italien, eindeutig missbraucht. Was nur belegt, dass eine Organisation mit einer solchen Machtfülle dringend einer »input-orientierten« demokratischen Legitimation bedarf. Das institutionelle Set-up in der Euro-Zone schließt aber eine

28 EuGH 2018, Rechtssache C-493/17. <https://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2018-12/cp180192de.pdf> (Zugriff vom 02.07.2020).

29 BVerfGE 2020, 2 BvR 859/15, 2 BvR 1651/15, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 980/16. www.bundesverfassungsgericht.de/e/rs20200505_2bvr085915.html (Zugriff vom 02.07.2020).

30 Nölke 2020.

31 Scharpf 1970.

Steuerung und Kontrolle der EZB durch demokratisch gewählte Parlamente aus.

Da es gegenwärtig keine politisch realistische Alternative zu den Anleiheankäufen durch die EZB gibt, bleibt nur die Hoffnung, dass sich die EZB als benevolenter Diktator verhält. Ein solcher Zustand ist aber für einen jeden Demokraten unerträglich. Vor diesem normativen Hintergrund stellt sich die Frage, wie er sich politisch verändern lässt. Sparsam und Flachmeyer meinen, es sei nun an der »Zeit für alternative Experimente«.³² In den Sinn kommen ihnen dabei die Vorschläge zu einer Reform der Euro-Zone, die von integrationsaffinen politischen Linken schon seit Jahrzehnten propagiert werden: »eine gemeinsame Wirtschafts-, Finanz- und Sozialpolitik, Schuldenschnitte für die ärmsten Länder, eine EU-weite gemeinsame Arbeitslosenversicherung und Sozialhilfe«.

Wer solche Forderungen erhebt, verlangt nicht weniger als die sofortige Gründung der Vereinigten Staaten von Europa. Da die Verwirklichung dieses politischen Projekts wohl noch einige Zeit in Anspruch nehmen wird, ist zu fragen, welche Reformen in der Zwischenzeit unbedingt erfolgen müssen, damit die drängendsten Probleme der Euro-Zone einer Lösung zugeführt werden können. Heiner Flassbeck und ich haben in unserem Buch³³ als das größte Problem die makroökonomischen Ungleichgewichte innerhalb der Euro-Zone identifiziert. Mit Fiskalpolitik lassen sich zwar manche negativen Folgen abfedern, sie wird dieses Problem jedoch nicht lösen. Dazu bedürfte es einer europaweiten Koordination der Lohnentwicklung, um sicherzustellen, dass die Inflationsraten zwischen den Euro-Ländern sich nicht zu weit auseinanderentwickeln.³⁴ Martin Höpner und Martin Seliger haben in einer Studie des Max-Planck-Instituts zu den Realisierungschancen eines solchen Vorschlags allerdings richtig festgehalten: »Gab es nicht, gibt es nicht, wird es nicht geben.«³⁵ Ihre Argumente für dieses apodiktische Urteil wird man schwerlich widerlegen können. Die Euro-Zone umfasst Wirtschaftsräume, die in vielerlei Hinsicht sehr unterschiedlich sind. So zeichnen sie sich insbesondere durch äußerst heterogene Lohnfindungsmechanismen aus, deren Veränderung aufgrund von Pfadabhängigkeiten als unmöglich gelten dürften.

Wer auf die baldige Verwirklichung dieser Utopie nicht wetten mag, der wird nicht darum herumkommen, für eine Rückkehr zu nationalen Währungen zu plädieren. Zumindest dann nicht, wenn Demokratie und Rechtsstaatlichkeit nicht nur leere Worte sein sollen. Dann ist es unabdingbar, dass die Beziehung zwischen Zentralbank und Regierung so ausgestaltet ist, dass die Fiskalpolitik ausschließlich Aufgabe einer gewählten Regierung ist, die die diesbezüglich beschlossenen

32 Sparsam, Flachmeyer 2020, S. 189.

33 Flassbeck, Steinhardt 2018.

34 Die Bedeutung der Inflationsraten für die makroökonomischen Ungleichgewichte und die Notwendigkeit einer europaweiten Lohnkoordination werden ausführlich in Bibow, Flassbeck 2018 erläutert.

35 Höpner, Seeliger 2017.

Gesetze des Parlaments exekutiert. Eine solche Ausgestaltung aber ist im Rahmen der Euro-Zone nicht möglich, weil die EZB eine Bank ohne Staat ist.

Mit der Rückkehr zu nationalen Währungen wird ein Staat aber nicht nur in die Lage versetzt, eine demokratisch legitimierte Fiskalpolitik zu betreiben. Sie ermöglicht auch, über den Wechselkursmechanismus Lohndumpingstrategien wie der Deutschlands wirksam zu begegnen. Steigen die Löhne nicht im Einklang mit der Produktivitätsentwicklung, dann werden damit erzielte preisliche Wettbewerbsvorteile im internationalen Handel durch das Wechselkursventil tendenziell beseitigt.³⁶

Flexible Wechselkurse zu fordern heißt allerdings nicht, deren Bestimmung den Devisenmärkten überlassen zu wollen. Zu offensichtlich ist, dass spekulationsgetriebene Veränderungen der Wechselkurse, wie zum Beispiel durch sogenannte *Carry Trades*,³⁷ ebenfalls zu erheblichen Störungen des internationalen Handels führen können.³⁸ Zu denken ist vielmehr an ein Währungsregime zwischen Ländern mit eigenen Währungen, das auf der Grundlage eines gemeinsamen Inflationsziels bei Abweichungen entsprechende Wechselkursanpassungen verlangt. In diesem Sinn hat Martin Höpner sich bereits vor geraumer Zeit für ein erneuertes europäisches Währungssystem ausgesprochen.³⁹ Sicherlich besteht das Problem eines solchen Wechselkursregimes darin, die entsprechenden Verpflichtungen durchzusetzen. Immerhin aber, so Fritz Scharpf, stehen Staaten mit einer eigenen Währung als Druckmittel die nationale Geld-, Finanz-, Lohn- und Kreditpolitik zur Verfügung.⁴⁰

Die Wiederherstellung der nationalen Währungssouveränität ist sicherlich nicht hinreichend, um die Politik verstärkt auf das Gemeinwohl zu verpflichten. Notwendig ist sie aber allemal. Solange man sich dieser Einsicht verschließt, wird es noch unzählige Gelegenheiten geben, Papiere über die »Krise der Demokratie in Europa« zu schreiben. Ändern aber wird sich dadurch nichts.

Literatur

- Berg, Tim Oliver; Carstensen, Kai; Horn, Gustav A.; Lamla, Michael J.; Schnabl, Gunther; Sturm, Jan-Egbert; von Weizsäcker, Carl Christian 2012. »Zeitgespräch. Funktionswandel der EZB?«, in *Wirtschaftsdienst – Zeitschrift für Wirtschaftspolitik* 92, 2, S. 79-94. www.wirtschaftsdienst.eu/inhalt/jahr/2012/heft/2/beitrag/funktionswandel-der-ezb.html (Zugriff vom 02.07.2020).
- Bibow, Jörg 2020. »Was kann die Geldpolitik?«, in *MAKROSKOP – Magazin für Wirtschaftspolitik* vom 20. Mai 2020. <https://makroskop.eu/2020/05/was-kann-die-geldpolitik/> (Zugriff vom 02.07.2020).

36 Eine knappe Beschreibung dieser Zusammenhänge findet sich in Grunert, Tobergte 2017 und Flassbeck 2016.

37 Es handelt sich dabei um Arbitragegeschäfte, bei denen ein Investor in einem Land mit einem niedrigeren Zinsniveau einen Kredit aufnimmt und dann damit Anleihen in einem Land mit einem höheren Zinsniveau erwirbt.

38 Vgl. Kaczmarczyk 2019.

39 Höpner 2017.

40 Scharpf 2017.

- Bibow, Jörg; Flassbeck, Heiner 2018. *Das Euro-Desaster. Wie deutsche Wirtschaftspolitik die Eurozone in den Abgrund treibt*. Frankfurt a. M.: Westendverlag.
- EZB (Europäische Zentralbank) 2017. *Financial Stability Review*. www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/art/ecb.fsrart201711_03.en.pdf (Zugriff vom 02.07.2020).
- EZB (Europäische Zentralbank) 2020 a. *Konsolidierte Bilanz des Eurosystems zum 31. Dezember 2019*. www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/ecb.eurosystembalancesheet2019~fed8c5244.a.de.html (Zugriff vom 02.07.2020).
- EZB (Europäische Zentralbank) 2020 b. *Financial Stability Review*. www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/index.en.html (Zugriff vom 02.07.2020).
- Flassbeck, Heiner 2016. »Ist das Eurosystem unüberwindbar?«, in *MAKROSKOP – Magazin für Wirtschaftspolitik* vom 15. Dezember 2016. <https://makroskop.eu/2016/12/ist-das-eurosystem-ueberwindbar-eine-replik-auf-busch-uf/> (Zugriff vom 04.07.2010).
- Flassbeck, Heiner; Steinhardt, Paul 2018. *Gescheiterte Globalisierung – Ungleichheit, Geld und die Renaissance des Staates*. Berlin: Suhrkamp.
- Grunert, Günther; Tobergte, Walter 2017. »Ist der Euro alternativlos?«, in *MAKROSKOP – Magazin für Wirtschaftspolitik* vom 6. Januar 2017. <https://makroskop.eu/2017/01/ist-der-euro-alternativlos-1/> (Zugriff vom 03.07.2020).
- Höpner, Martin 2017. »Reformbaustelle Währungsunion: Voran in ein EWS II?«, in *Markt und Staat neu denken*. MAKROSKOP – Magazin für Wirtschaftspolitik 2/2017, S. 31-37.
- Höpner, Martin; Seeliger, Martin 2017. *Transnationale Lohnkoordination zur Stabilisierung des Euro? Gab es nicht, gibt es nicht, wird es nicht geben*. MPIfG Discussion Paper 17/1. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung. www.mpifg.de/people/mh/paper/HoepnerSeeliger2017TransnationaleLohnkoordination.pdf (Zugriff vom 02.07.2020)
- Kaczmarczyk, Patrick 2019. »Warten auf die nächste Krise«, in *MAKROSKOP – Magazin für Wirtschaftspolitik* vom 29. Juli 2019. <https://makroskop.eu/2019/07/warten-auf-die-naechste-krise/> (Zugriff vom 03.07.2010).
- Minsky, Hyman P. 2008. *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw-Hill.
- Nölke, Andreas 2020. »Gericht versus Gericht – oder Demokratie«, in *MAKROSKOP – Magazin für Wirtschaftspolitik* vom 15. Mai 2020. <https://makroskop.eu/2020/05/gericht-vs-gericht-oder-demokratie/> (Zugriff vom 02.07.2020).
- Oberndorfer, Lukas 2018. *Zwischen Normal- und Ausnahmestaat: Der Autoritäre Wettbewerbsetatismus und die Krise der Demokratie in Europa*. http://konferenzimforum.at/utopie/wp-content/uploads/220418_16Uhr_oberndorfer_ausnahmestaat.pdf (Zugriff vom 02.07.2020).
- Paetz, Michael 2019. *Das Innenleben der Zentralbanken*. MAKROSKOP Themenheft Herbst/Winter 2019, S. 14-19.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2015. *Sondergutachten. Konsequenzen aus der Griechenland-Krise für einen stabileren Euro-Raum*. Wiesbaden: Statistisches Bundesamt. www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/datiablage/download/sondergutachten/sg2015.pdf (Zugriff vom 02.07.2020).
- Scharpf, Fritz 1970. *Demokratietheorie zwischen Utopie und Anpassung*. Konstanz: UVK.
- Scharpf, Fritz 2017. »Auswege aus der Sackgasse«, in *MAKROSKOP – Magazin für Wirtschaftspolitik* vom 4. Juli 2017. <https://makroskop.eu/2017/07/ausweg-aus-der-sackgasse-der-europaeische-waehrungsverbund/> (Zugriff vom 04.07.2020).
- Sparsam, Jan; Flachmeyer, Malte 2020. »Voll normal: Die unkonventionelle Geldpolitik der EZB seit der Euro-Krise«, in *Leviathan* 48, 2, S. 176-194.
- Steinhardt, Paul 2020 a. »Die Europäische Zentralbank als Schutzwall?«, in *MAKROSKOP – Magazin für Wirtschaftspolitik* vom 31. März 2020. <https://makroskop.eu/2020/03/die-europaeische-zentralbank-als-schutzwall/> (Zugriff vom 02.07.2020).
- Steinhardt, Paul 2020 b. »Geld aus der Druckerpresse = Inflation?«, in *MAKROSKOP – Magazin für Wirtschaftspolitik* vom 5. Juni 2020. <https://makroskop.eu/2020/06/monetaere-staatsfinanzierung-und-die-inflation/> (Zugriff vom 02.07.2020).
- Steinhardt, Paul 2020 c. »Die Last mit der Schuldenlast«, in *MAKROSKOP – Magazin für Wirtschaftspolitik* vom 5. Juni 2020. <https://makroskop.eu/2020/06/die-last-mit-der-schuldenlast/> (Zugriff vom 02.07.2020).

Zusammenfassung: Jan Sparsam und Malte Flachmeyer erachten die EZB als Teil einer »politisch-ökonomischen Formation«, die sie mit Lukas Oberndorfer als »autoritären Wettbewerbsetatismus« bezeichnen. Es kann kein Zweifel bestehen, dass die EZB inzwischen die Funktion einer Wirtschaftsregierung usurpiert hat, die mit demokratischen Grundsätzen nicht zu vereinbaren ist. Keineswegs richtig aber ist, dass die sogenannte unkonventionelle Geldpolitik als »Fortführung der Vorkrisenpolitik mit anderen Mitteln« beschrieben werden kann. Sparsam und Flachmeyer entgeht der enorme Machtzuwachs der EZB, weil sie außer Acht lassen, dass die Anleihekäufe sich nicht quantitativ, sondern qualitativ von den für die Geldpolitik üblichen Offenmarktgeschäften unterscheiden. Sie sind in Wahrheit als fiskalpolitische Maßnahmen zu werten. Da sie das nicht berücksichtigen, unterschätzen sie einerseits die Dimension des demokratietheoretischen Problems der Anleihekäufe und überschätzen gleichzeitig die Möglichkeiten einer Reform der Euro-Zone.

Stichworte: Politische Ökonomie, Währungssouveränität, Europäische Zentralbank, Geldpolitik, Fiskalpolitik, Euro-Krise.

Is the ECB-Policy »Completely Normal«? A Reply to Jan Sparsam and Malte Flachmeyer

Summary: Jan Sparsam and Malte Flachmeyer consider the ECB to be part of a »politico-economic formation«, which they, together with Lukas Oberndorfer, describe as an »authoritarian competition state«. There can be no doubt that the ECB has now usurped the function of an economic government that is incompatible with democratic principles. But it is by no means true that the so-called unconventional monetary policy can be described as a »continuation of pre-crisis policy by other means«. Sparsam and Flachmeyer oversee the enormous increase in power of the ECB because they do not recognize that the bond purchases are not quantitatively but qualitatively different from the usual open market operations of monetary policy. In reality, the purchases of government bonds are fiscal policy measures. By failing to see this, they on the one hand underestimate the dimension of the democratic-theoretical problem of the bond purchases and at the same time they overestimate the possibilities of reforming the Euro zone.

Keywords: political economy, currency sovereignty, European Central Bank, monetary policy, fiscal policy, Euro crisis

Autor

Paul Steinhardt
MAKROSKOP – Magazin für Wirtschaftspolitik
Stollenweg 17
65195 Wiesbaden
Deutschland
paul.steinhardt@makroskop.eu