

# Die Europäische Zentralbank als Lender of Last Resort

Im Oktober 2008 musste die Europäische Zentralbank (EZB) die Liquidität massiv erhöhen, um das Bankensystem zu retten. Einigen Bedenken – sei es bezüglich Moral Hazard, Inflationsgefahr oder fiskalischen Folgen – zum Trotz zögerte sie keinen Augenblick, die Rolle als Lender of Last Resort für das Bankensystem zu übernehmen. Anders beim Ausbruch der Schuldenkrise der Staaten im Jahr 2010: Hier verfolgte die EZB eine zögerliche Stop-and-go-Politik, indem sie die Liquidität auf dem Obligationenmarkt einmal erhöhte und ein anderes Mal reduzierte. Als die Krise im Juli 2011 Spanien und Italien erreichte, sah sich die EZB erneut gezwungen, den Geldhahn aufzudrehen. Dieses Verhalten hat die Frage aufgeworfen: Hat die EZB die Rolle als Lender of Last Resort auf dem Obligationenmarkt zu spielen?

1 Vgl. Kopf(2011) und De Grauwe(2011) für weitere Ausführungen zu diesem Thema. Für formale theoretische Modelle vgl. Calvo (1988) und Gros (2011). Dieses Problem besteht auch in Schwellenländern, die Schulden in Fremdwährungen herausgeben. Vgl. Eichengreen et al. (2005).

Zunächst ist es wichtig, die Schwachpunkten des Obligationenmarktes in einer Währungsunion aufzuzeigen. Die Regierungen der Eurozone geben Staatsanleihen in einer «Fremdwährung» heraus, die sie zum Beispiel nicht mit Fiatgeld kontrollieren können. Folglich können die Regierungen den Inhabern der Obligationen nicht garantieren, jederzeit über die nötige Liquidität zu verfügen, um die Obligation am Ende der Laufzeit auszahlen zu können. Im Gegensatz dazu können «Stand-Alone-Staaten», welche Obligationen in ihrer eigenen Währung herausgeben, immer für die flüssigen Mittel zur Auszahlung der Obligationen sorgen und bieten somit eine implizite Garantie. Hier nimmt die Zentralbank die Rolle als Lender of Last Resort im Obligationenmarkt wahr. Das Fehlen einer solchen Garantie macht den Markt für Obligationen souveräner Staaten in einer Währungsunion anfällig für Liquiditätskrisen und erhöht das Übergreifen auf andere Staaten (*Contagion*) – ähnlich wie im Bankensystem. Diese Situation ähnelt derjenigen des Bankensystems, bevor die Zentralbanken ihnen die Rückendeckung gaben.

## Ein Lender of Last Resort schützt vor Bankenstürmen

In einem Bankensystem ohne diese Rückendeckung können Probleme der Zahlungsfähigkeit einer Bank die Inhaber von Guthaben schnell dazu bringen, ihre Guthaben abzuziehen und so einen Bankensturm zu verursachen. Dies löst eine Liquiditätskrise im gesamten Bankensystem aus. Die nächste Stufe besteht darin, dass die Banken ihre Anlagen verkaufen wollen, was zu einem Preiszerfall führt, der so weit gehen kann, dass die Schulden der Banken höher sind als



**Prof. Dr. Paul De Grauwe**  
International Economics  
Working Group, Center for  
Economic Studies, Katho-  
lieke Universiteit Leuven

ihr Vermögen. Auf diese Weise kann eine von einem Bankensturm ausgelöste Liquiditätskrise in eine Solvenzkrise ausarten und so die Befürchtungen, die am Ursprung des Bankensturms gewesen sind, bestätigen.

Genau diese Instabilität wird durch das einspringen der Zentralbank als Lender of Last Resort verhindert. Denn sobald die Leute wissen, dass sie in jedem Fall ihr Geld zurückerhalten, reagieren sie nicht panisch und ziehen ihre Guthaben nicht ab. Das Gute daran ist, dass diese Lösung kaum je benötigt wird: Die bloße Existenz eines Lender of Last Resort stoppt die Kaskade des Vertrauensverlusts. Die Obligationenmärkte in einer Währungsunion ähneln in der Struktur stark der des Bankensystems.

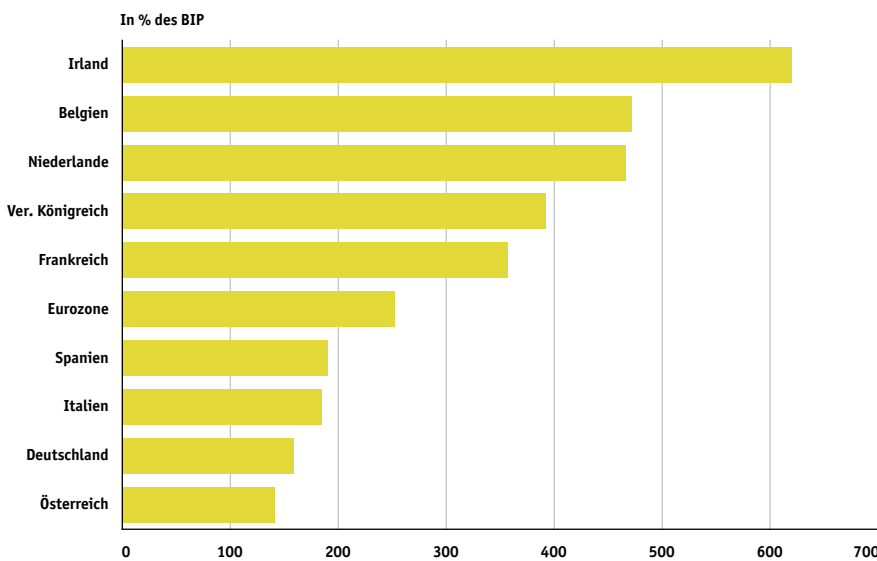
## Buyer of Last Resort für Staatsanleihen

Wenn in einem Land – wie Griechenland – Solvenzprobleme entstehen, können die Inhaber von Obligationen aus Angst vor dem Schlimmsten auch Obligationen anderer Staaten verkaufen. Dieser Vertrauensverlust kann eine Liquiditätskrise in diesen Märkten auslösen, weil kein Buyer of Last Resort vorhanden ist. Ohne diese Rückendeckung können die Ängste überhand nehmen, bis aus dem Liquiditätsproblem ein Solvenzproblem wird. Im Fall von Obligationen steht am Anfang des Teufelskreises, dass der Vertrauensverlust die Zinsen für den Rollover von Obligationen in die Höhe treibt. Da es immer ein Zinsniveau gibt, bei dem Staaten zahlungsunfähig werden, kann der Teufelskreis aus Ängsten und steigenden Zinssätzen zu einem sich selbst erfüllenden Ausfall führen.<sup>1</sup>

Das wichtigste Argument für eine Ernennung der EZB zum Lender of Last Resort im Obligationenmarkt ist, dass damit vermieden wird, dass Länder sich in einem für die Gesellschaft schlechtem Gleichgewicht wiederfinden, d.h. einer sich selbst erfüllenden Schuldenkrise. Es handelt sich sozusagen um ein Koordinationsproblem: Der selbsterfüllende Charakter von Erwartungen – z.B. bezüglich fehlender Liquidität – bringt die Länder in eine Lage, in der sowohl die Regierungen wie auch der Bankensektor von einer Liquiditätsklemme bedroht sind. Die Zentralbank kann dieses Koordinationsproblem lösen, indem sie als Lender of Last Resort auftritt.

Grafik 1

**Verhältnis von Bankverpflichtungen zum BIP, 2007**



Quelle: IWF, Global Financial Stability Report (Oktober 2008) / Die Volkswirtschaft

**Fehlende Rückendeckung für Staatsschulden kann teuer sein**

Ein Verzicht auf die Rolle eines Lender of Last Resort für den Obligationenmarkt birgt das Risiko, dass die EZB ihr Versprechen zur Rettung der Banken in den angeschlagenen Volkswirtschaften erneuern muss. Und dies wäre mit grosser Wahrscheinlichkeit teurer als Garantien für Staatsverschuldung auszusprechen. Der Grund dafür ist, dass die Verbindlichkeiten des Bankensektors typischerweise um ein Vielfaches höher sind als jene der Nationalstaaten. Wie *Grafik 1* zeigt, beliefen sich die Bankverbindlichkeiten im Jahr 2007 auf rund 250% des BIP. Demgegenüber betrug die Schuldenquote im gleichen Jahr in der Eurozone etwa 80% des BIP

**Gegenargumente und ihre Schwächen**

Die Gründe für eine EZB als Lender of Last Resort mögen also überzeugend sein; die Gründe, die dagegen sprechen, sind aber ebenso gewichtig. Im Folgenden werden kurz die Hauptargumente gegen eine solche Rolle der EZB diskutiert.

**Inflationsrisiko**

Ein populäres Argument gegen eine aktive Rolle der EZB als Lender of Last Resort im Obligationenmarkt ist, dass dies zu Inflation führen würde. Mit dem Kauf von Staatsanleihen erhöhe die EZB ihre Notenbankgeldmenge, was das Risiko einer höheren Inflation mit sich bringe. Führt die Erhöhung der Notenbankgeldmenge nicht immer zu mehr

Inflation, wie uns Milton Friedman lehrte (siehe *Kasten 1*)?

In diesem Zusammenhang ist auf die wichtige Unterscheidung zwischen Notenbankgeldmenge und der weiter gefassten Geldmenge M3<sup>2</sup> zu verweisen. Wenn die Zentralbank Obligationen (oder andere Vermögenswerte) kauft, erhöht sie damit die Notenbankgeldmenge, d.h. das im Umlauf befindliche Geld und die Einlagen der Banken in der Zentralbank. Das ist nicht gleichbedeutend mit einer höheren Geldmenge M3. In Finanzkrisen werden die Notenbankgeldmenge und die Geldmenge M3 tendenziell voneinander abgekoppelt.

Wie *Grafik 2* zeigt, entwickeln sich beide Aggregate bis zur Bankenkrise im Oktober 2008 praktisch parallel. Was dann folgte, ist eine spektakuläre Entkoppelung. Um das Bankensystem zu retten, hat die EZB massiv Vermögenswerte in ihren Bilanzen angehäuft; im Gegenzug dazu hat sich die Notenbankgeldmenge stark ausgeweitet. Dies hatte indes keinen Einfluss auf die Geldmenge M3: Sie hat sich bis Ende 2009 sogar noch verringert. Dies war der Fall, weil die Banken die von der EZB zur Verfügung gestellte Liquidität gehortet haben und nicht dazu verwendeten, die Kredite des Nicht-Bankensektors auszuweiten. Ein ähnliches Phänomen war in den USA und in Grossbritannien zu beobachten.

Eine andere Begründung für dieses Phänomen liegt darin, dass die Akteure beim Ausbruch einer Finanzkrise aus Sicherheitsgründen Bargeld halten wollen. Wenn die Zentralbank entscheidet, dieses nicht zur Verfügung zu stellen, kann sich die Finanzkrise zu einer Rezession und möglicherweise sogar zu einer Depression ausweiten. Wenn aber die Zentralbank ihre Funktion als Lender of Last Resort erfüllt und die Geldbasis ausweitet, kann dieser deflationäre Prozess gestoppt werden. Umgekehrt daraus zu folgern, dass die Zentralbank die Inflation antreibe, ist nicht statthaft.

**Fiskalische Konsequenzen**

Ein zweiter Kritikpunkt bezieht sich auf die fiskalischen Konsequenzen, welche die Lender of Last Resort-Operationen im Obligationenmarkt haben können. Der Grund dafür ist, dass die EZB Verluste schreibt, wenn Regierungen den Schuldendienst nicht mehr erfüllen können. Mit der Intervention auf dem Obligationenmarkt verpflichtet die EZB somit die zukünftigen Steuerzahler. Die EZB solle also Operationen vermeiden (so die Argumentation), welche die Geld- und Fiskalpolitik miteinander vermischen.<sup>3</sup>

All dies tönt vernünftig. Allerdings wird dabei die Tatsache übersehen, dass alle Ope-

2 M3: Notenbankgeldmenge, Spareinlagen und Termineinlagen.

3 Vgl. Goodfriend (2011).

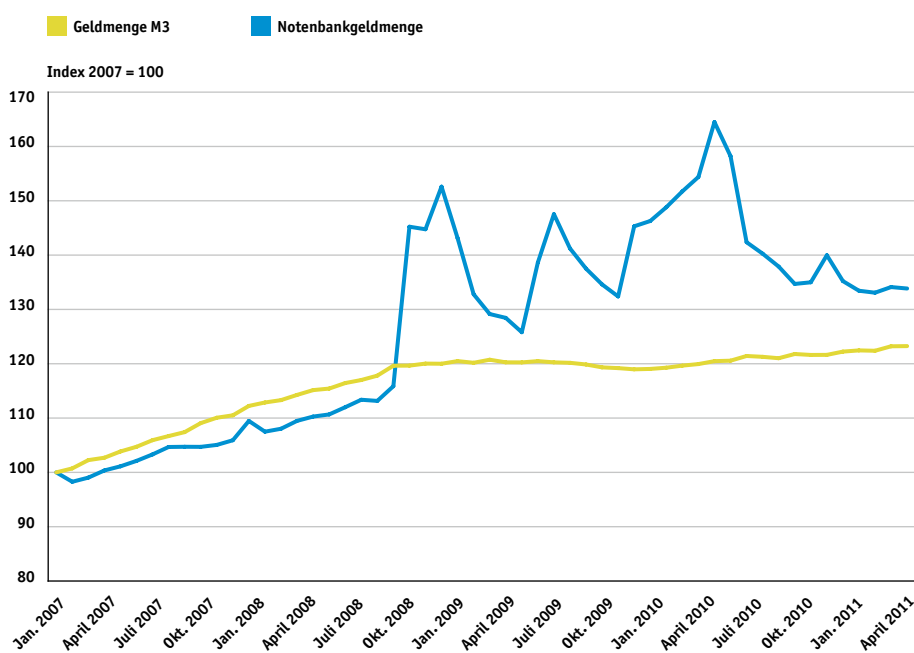
4 Dasselbe gilt für Devisenmarktinterventionen, die massive Verluste zur Folge haben können, wie dies die kürzliche Erfahrung der Schweiz zeigt.

5 Vgl. auch Goodhart und Illing (2002).

6 Vgl. Plenum der Ökonomen (2011).

Grafik 2

**Notenbankgeldmenge und erweiterte Geldmenge (M3) in der Eurozone, 2007–2011**



Quelle: EZB, Statistical Data Warehouse / Die Volkswirtschaft

Schulden zu machen. Dies ist in der Tat eine grosse Herausforderung. Doch dieses Risiko unterscheidet sich kaum vom Moral-Hazard-Risiko im Bankensystem. Es wäre ein schlimmer Fehler, wenn die Zentralbank ihre Rolle als Lender of Last Resort aufgeben würde, nur weil damit ein Moral-Hazard-Risiko verbunden ist. Ebenso falsch wäre es, wenn die EZB im Obligationenmarkt aus dem gleichen Grund nicht als Lender of Last Resort auftreten würde.

Um das Moral-Hazard-Risiko im Obligationenmarkt einzudämmen, braucht es Regeln bezüglich der Verschuldung von Ländern – ähnlich wie Risikolimiten, die im Bankensektor das Problem zu begrenzen versuchen.

**Trennung von Liquiditätsversorgung und Aufsichtsbehörden**

Generell ist es von Vorteil, die Liquiditätsversorgung und Bedenken bezüglich Moral Hazard separat zu betrachten. Während Ersteres von der Zentralbank zu leisten ist, sollte Letzteres einer anderen Institution, nämlich einer Aufsichtsbehörde, obliegen. Dies ist auch der Ansatz im Bankensektor: Die Zentralbank übernimmt die Verantwortung des Lender of Last Resort und garantiert in Krisenzeiten unbegrenzte Liquidität, ungeachtet der Konsequenzen bezüglich Moral Hazard; die Aufsichtsbehörde zeichnet ihrerseits für die Regulierung und Überwachung der Banken verantwortlich.

Dieses Design sollte auch in der Eurozone gewählt werden: mit der EZB als Lender of Last Resort im Obligationenmarkt und einer unabhängigen Aufsichtsbehörde, welche die Schuldenbildung der nationalen Regierungen reguliert.

**Was soll mit zahlungsunfähigen Staaten geschehen?**

Im Idealfall sollte die Lender of Last Resort-Funktion zum Tragen kommen, wenn die Banken (oder Regierungen) in Liquiditätsprobleme geraten, und nicht wenn sie insolvent sind. Diese Doktrin, die von Bagehot (1893) formuliert wurde,<sup>5</sup> wird auch von nordeuropäischen Ökonomen stark betont.<sup>6</sup> Insolvente Banken oder Regierungen sollten nicht von den Zentralbanken gerettet werden.

Dies ist sicherlich korrekt. Das Problem mit dieser Doktrin ist allerdings, dass die Unterscheidung zwischen illiquid und insolvent oft schwierig ist. Die meisten Ökonomen sind sich heute darin einig, dass Griechenland insolvent ist. Aber was ist mit Spanien, Irland, Portugal, Italien und Belgi-

rationen am freien Markt ein Verlustrisiko beinhalten und somit fiskalische Implikationen haben. Wenn eine Zentralbank Papiere privater Schuldner im Kontext ihrer Devisenmarktinterventionen kauft, ist damit immer ein gewisses Risiko verbunden, dass ein Emittent solcher Papiere ausfallen kann, was zu einem Verlust für die Zentralbank führt.<sup>4</sup> Diese Verluste unterscheiden sich in nichts von jenen Verlusten, die beim Kauf von Obligationen drohen. Das Argument führt demnach zum Schluss, dass sich die Zentralbank von jeglichen Operationen auf dem freien Markt fernhalten solle. Damit hört sie aber auf, eine Zentralbank zu sein.

Aufgrund der Anfälligkeit des Obligationenmarktes in einer Währungsunion erhält dieses Problem eine weitere Dimension:

- Die Finanzmärkte können auf selbsterfüllende Art Länder in schlechtes Gleichgewicht treiben, bei dem der Zahlungsausfall unvermeidbar wird.
- Ein Lender of Last Resort kann verhindern, dass Länder in ein solches schädliches Gleichgewicht geraten.
- Wenn die Intervention der Zentralbank erfolgreich ist, gibt es keine Verluste und keine fiskalischen Konsequenzen.

**Moral Hazard**

Wie bei allen Versicherungsmechanismen besteht auch beim Lender of Last Resort eine Gefahr von Moral Hazard. Denn damit gibt die EZB Regierungen einen Anreiz, zu viele

Kasten 1

**Was hätte Friedman zum Thema Inflation gesagt?**

Diese Zusammenhänge hat Milton Friedman, der Vater des Monetarismus, der kaum im Verdacht steht, inflationäre Politiken zu bevorzugen, sehr wohl verstanden. In seinem zusammen mit Anna Schwartz verfassten Klassiker *A Monetary History of the US*<sup>a</sup> argumentierte er, dass die Grosse Depression nur deshalb so schwer gewesen sei, weil die Federal Reserve ihrer Rolle als Lender of Last Resort nicht nachgekommen sei und die Geldbasis der USA zu wenig ausgeweitet habe.

Die Autoren zeigen in dieser Publikation, dass die Situation von 2008 derjenigen von 1929–33 sehr ähnlich ist, nahmen doch die US-Geldreserven ab, während die Notenbankgeldmenge ausgeweitet (High Powered Money) wurde.<sup>b</sup> Friedman und Schwartz argumentieren überzeugend, dass die Geldmenge viel stärker hätte ausgeweitet werden sollen, und zwar mit dem Erwerb von Staatgarantien. Sehr zum Bedauern der Autoren hat sie dies nicht getan. Diejenigen, welche heute Inflationsrisiken bei Lender of Last Resort-Operationen der Zentralbanken beschwören, täten gut daran, Friedman und Schwartz zu lesen.

a Vgl. Friedman und Schwartz (1961).  
b Ebd., Grafik auf S. 333.

en? Die besten Ökonomen sind uneins in der Frage, ob diese Länder nur illiquid sind, oder ob es sich um ein tief greifendes Solvenzproblem handelt. Wie könnten das die Märkte wissen?

Wie zuvor argumentiert, ist oft eine Mischung aus Liquiditäts- und Solvenzproblemen zu beobachten, wenn Staatsverschuldungskrisen in einer Währungsunion ausbrechen. Bei einer Liquiditätskrise erhöht sich der Zinssatz für Staatsanleihen, woraus rasch ein Solvenzproblem entsteht. Umgekehrt führen Solvenzprobleme oft zu Liquiditätskrisen, welche das Solvenzproblem verstärken. Es ist zwar einfach zu sagen, dass die Zentralbank nur illiquiden, nicht aber insolventen Banken oder Regierungen Liquidität zur Verfügung stehen sollte, ist doch die Implementierung dieser Doktrin oft ein schwieriges Unterfangen.

### EFSF und ESM: Schlechte Ersatzlösungen

Die EZB hat klargestellt, dass sie nicht als Lender of Last Resort im Obligationenmarkt auftreten wolle. Dadurch wurde die Eurozone gezwungen, mit der European Financial Stability Facility (EFSF) – dem zukünftigen European Stability Mechanism (ESM) – eine Ersatzinstitution zu schaffen.<sup>7</sup> Das Problem dabei ist, dass es dieser Institution an der notwendigen Glaubwürdigkeit fehlt, um die Ansteckungsmechanismen zu stoppen. Sie kann nicht garantieren, immer über genügend flüssige Mittel zu verfügen, um die Inhaber der Obligationen auszahlen zu können. Sogar wenn die momentan verfügbaren Mittel von 440 Mrd. Euro verdoppelt oder verdreifacht würden, wäre dies nicht ausreichend. Nur eine Zentralbank kann eine unlimitierte Geldmenge produzieren, um eine solche Garantie abgeben zu können.

Zusätzlich ist die vorhandene Führungsstruktur des EFSF und des zukünftigen ESM ungeeignet für Krisenmanagement. Denn jedes Land verfügt über ein Vetorecht. Als Folge davon wird jede Entscheidung dieser Institutionen kontinuierlich von lokalen politischen Interessen – z.B. den Wahren Finnen oder Geert Wilders in den Niederlanden – in Frage gestellt werden. Sie können also schlicht kein Ersatz für die EZB sein. Umso schädlicher ist es, dass die EZB angekündigt hat, die Lender of Last Resort-Funktion an diese Institutionen abzutreten. Eine zukünftige Krise ist damit vorprogrammiert.

### Fazit

Die EZB ist zu stark von der fixen Idee geleitet, wonach die Inflationsbekämpfung die einzige Aufgabe einer Zentralbank sei. Es

wird immer klarer, dass die Finanzstabilität auch auf dem Radarschirm einer Zentralbank auftauchen sollte. Der Gründungszweck der meisten Zentralbanken war denn auch, ein endemisches Problem der Instabilität im Finanzsystem zu lösen. Mit ihrer unbeschränkten Finanzkraft sind die Zentralbanken die einzigen Institutionen, welche das Finanzsystem in Krisenzeiten zu stabilisieren vermögen.

Um den Obligationenmarkt in der Eurozone erfolgreich stabilisieren zu können, muss die EZB glaubhaft versichern, dass sie fest entschlossen ist, ihrer Funktion als Lender of Last Resort nachzukommen. Die vertrauensbildende Wirkung einer solchen Zusage wird dazu führen, dass die EZB kaum je im Obligationenmarkt intervenieren müssen, wie das auch im Bankensystem sehr selten notwendig ist.

Zur Vermeidung zukünftiger Krisen in der Eurozone ist die Lender of Last Resort-Rolle der EZB im Obligationenmarkt zwar eine notwendige, aber noch keine hinreichende Bedingung. Dazu braucht es bedeutende Schritte in Richtung einer stärkeren politischen Einheitlichkeit. Ein solcher Schritt war die Entscheidung des Europäischen Rates, die Kontrolle über die nationalen Budgetprozesse und makroökonomischen Politiken zu stärken. Doch weitere Schritte hin zu einer besseren Regierungsführung in der Eurozone müssen folgen. Nur so kann die EZB sicher sein, dass ihre Verantwortung als Lender of Last Resort im Obligationenmarkt nicht zu einer fortwährenden Dynamik der Schuldenbildung führt. ■

Kasten 2

#### Literatur

- Bagehot W. (1873), Lombard Street, 14<sup>th</sup> ed., Henry S. King and Co.
- Buiter W. (2008), Can Central Banks Go Broke?, CEPR Policy Insight Nr. 24.
- Calvo G. (1988), Servicing the Public Debt: The Role of Expectations, in: American Economic Review, 78(4), S. 647–661.
- De Grauwe P. (2011), The Governance of a Fragile Eurozone, Economic Policy, CEPS Working Documents.
- Eichengreen B., R. Hausmann, U. Panizza (2005), The Pain of Original Sin, in: B. Eichengreen, R. Hausmann, Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies, Chicago University Press.
- Friedman M., A. Schwartz (1961), A Monetary History of the United States 1867–1960, Princeton University Press.
- Goodfriend M. (2011), Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice, in: Journal of Monetary Economics.
- Goodhart C., G. Illing (Hrsg.) (2002), Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort, A Reader, Oxford University Press.
- Gros D., T. Mayer (2010), Towards A European Monetary Fund, CEPS Policy Brief.
- Kopf C., (2011), Restoring Financial Stability in the Eurozone, CEPS Policy Brief.
- Plenum der Ökonomen (2011), Stellungnahme zur EU-Schuldenkrise.

7 Gros und Mayer(2010) waren die ersten, welche die Bildung eines Europäischen Währungsfonds vorschlugen, um die EZB zu ersetzen.