

**Mario Draghi und Helmut Schmidt –
Retter, die gegen die Verfassung verstießen
Oder: Das Bundesverfassungsgericht entscheidet
über die richtige Finanztheorie**

Adalbert Winkler*

Zusammenfassung

Das Bundesverfassungsgericht hat klar zum Ausdruck gebracht, dass es das OMT-Programm der EZB für verfassungswidrig hält. Dieser Beitrag zeigt, dass der Beschluss wesentlich darauf beruht, dass die Richter der Theorie effizienter Märkte und den sich daraus ergebenden geldpolitischen Implikationen anhängen. Denn nur bei Gültigkeit dieser Theorie ist das OMT sicher keine geldpolitische Maßnahme und damit vom Mandat der EZB nicht gedeckt. Der Innensenator Schmidt verstieß 1962 bei der Bewältigung der Hamburger Sturmflut gegen die Verfassung, weil er die Bundeswehr im Inneren einsetzte. Allerdings galt sein Vorgehen trotz Verfassungswidrigkeit als mandatskonform. Mario Draghi hat noch keinen einzigen Staatsschuldtitel gekauft, und ihm wird verfassungswidriges Handeln bescheinigt, weil das Gericht im Streit unter Ökonomen über ein mandatskonformes Handeln einer Zentralbank in einer Finanzkrise andere Theorien über die Verfasstheit von Finanzmärkten nicht in Erwägung zog.

* Prof. Dr. Adalbert Winkler, Professor für Internationale und Entwicklungsfinanzzierung an der Frankfurt School of Finance & Management. Dieser Beitrag greift auf Elemente des Vortrags „Ordnung und Vertrauen – Zentralbank und Staat in der Eurokrise“, gehalten am 13. Januar 2014 auf dem 27. Leipziger Weltwirtschaftsseminar „Konvergenz versus Divergenz in der Europäischen Union in der Krise“ (Winkler 2013c) zurück und entwickelt sie im Lichte des OMT-Beschlusses des Bundesverfassungsgerichts vom 7. Februar 2014 weiter. Ich danke Martin Hellwig und einem anonymen Gutachter für wertvolle Anregungen zu einer früheren Version dieses Beitrags.

**Mario Draghi and Helmut Schmidt – Rescuers Accused
to Have Violated the Constitution
Or: The Federal German Constitutional Court Decides
Which Theory of Finance is Correct**

Abstract

The Federal German Constitutional Court has made it clear that it considers the OMT program to be in violation of the ECB's mandate. This paper argues that the Court's decision reflects an endorsement of the efficient-market hypothesis. If financial markets are efficient, interference of any kind in these markets cannot be regarded as monetary policy and hence violates the ECB's mandate. In 1962, Helmut Schmidt, who was then Minister of the Interior of the city-state of Hamburg, violated the German constitution by making use of the Federal Armed Forces [Bundeswehr] within the country's borders in a non-military context, specifically to rescue fellow citizens during the great North Sea flood of that year. However, despite acting unconstitutionally he was seen as being in compliance with his mandate. This contrasts with Mario Draghi who – without having yet bought a single sovereign bond – has been accused of violating the German constitution because the Court ignored alternative theories of finance which have been put forward in the debate among economists about the proper conduct of monetary policy in a financial crisis.

Keywords: Efficient market hypothesis, monetary policy, German Constitutional Court

JEL Classification: E52, E58, F36

I. Einführung

Seit dem 7. Februar ist es quasi amtlich: Mario Draghi und die EZB haben mit dem Outright Monetary Transaction (OMT)-Programm gegen die Verfassung verstößen: das OMT-Programm ist keine Geldpolitik, sondern Fiskalpolitik/Wirtschaftspolitik bzw. monetäre Staatsfinanzierung.¹ Damit hat die EZB ihre Kompetenzen überschritten, weil ihr von den Mitgliedsstaaten nur die Verantwortung für die Geld-, nicht aber für die Fiskal- und Wirtschaftspolitik übertragen bekommen hat. Zudem wird gegen das explizite Verbot der monetären Staatsfinanzierung verstößen. Weil das OMT keine Geldpolitik darstellt, greift auch nicht der Verweis, dass der EZB laut Maastrichter Vertrag der Kauf von Staatsanleihen zu geldpolitischen Zwecken erlaubt ist. Schließlich spielt es vor diesem

¹ http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20140114_2bvr272813.html [69].

Hintergrund auch keine Rolle, dass das OMT-Programm zur Beruhigung der Märkte und zur Rettung des Euro beigetragen hat.

Im Folgenden wird aus ökonomischer Perspektive gezeigt – der Verfasser ist kein Jurist –, dass die Senatsmehrheit ihre Auffassung, dass das OMT verfassungswidrig ist, nicht in erster Linie mit Verweisen auf Paragraphen und Artikel in Grundgesetz und Maastrichter Vertrag begründet, sondern indem sie eine bestimmte Finanztheorie, die Theorie effizienter Märkte, als die einzige richtige ansieht.² Dagegen werden andere Finanztheorien, die in der Wissenschaft vertreten werden, verworfen, z.B. die Theorie, dass Finanzmärkte auch von Panik befallen sein können und eines Kreditgebers der letzten Instanz (lender of last resort) bedürfen. Für die Bevorzugung der Theorie effizienter Märkte wird zudem keine inhaltliche Begründung geliefert; vielmehr wird sie schlicht als überzeugender als andere Theorien eingestuft.

Um diesen Sachverhalt zu verdeutlichen, wird ein Vergleich zwischen dem Verhalten von zwei Krisenmanagern gezogen, die in schwierigen Zeiten versucht haben, ihrem Mandat nachzukommen: Helmut Schmidt und Mario Draghi. Vor mehr als 50 Jahren befand sich Helmut Schmidt in einer ähnlichen Situation wie Mario Draghi 2012. Er musste eine Krise managen. Damals, in der Hamburger Sturmflut, setzte er einen Einsatz der Bundeswehr im Inneren durch. Dieser war damals vom Grundgesetz explizit verboten, und zwar – im Gegensatz zu möglichen Staatsanleihenkäufen der EZB – unkonditioniert. Es gab keine dem Maastrichter Vertrag entsprechende Regelung, die einem Landesinnenminister den Einsatz der Bundeswehr im Inneren erlaubte, sofern dieser Einsatz der Erfüllung seines Mandats dient, hier: in einer Krisensituation Leib und Leben der Bürgerinnen und Bürger der Bundesrepublik Deutschland zu retten. Dennoch wurde gegen Helmut Schmidt nie ein Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht eröffnet.

Gemeinsamkeiten und Unterschiede beider Situationen werden genutzt, um zu zeigen, dass die Senatsmehrheit mit ihrer Entscheidung vom 7. Februar das OMT als verfassungswidrig einstuft, weil sie der Theorie effizienter Märkte folgt. Im Gegensatz dazu wurde 1962 Helmut Schmidt nicht einmal angeklagt, weil es damals keine ernst zu nehmende Theorie gab, auf deren Grundlage man Schmidt hätte vorwerfen können, gegen sein Mandat verstoßen zu haben. Genau dies ist bei Mario Draghi anders: OMT-Kritiker werfen ihm vor, mit dem Programm gegen sein

² De Graauwe (2014) kommt zu dem gleichen Ergebnis.

Mandat, nämlich Geldpolitik mit dem Ziel Preisniveaustabilität verstößen zu haben, weil das OMT bei Gültigkeit der Theorie effizienter Finanzmärkte keine Geld-, sondern Wirtschafts- oder Finanzpolitik darstellt. Diese Sichtweise macht sich die Mehrheit des Gerichts voll zu eigen. Dabei verwirft sie leichtfertig andere Theorien und deren Argumente, die dafür sprechen, dass das OMT einem geldpolitischen Zweck dient. Sie nimmt auch nicht zur Kenntnis, dass es viele andere Instrumente gibt, die unzweifelhaft geldpolitischen Charakter haben, aber dennoch mehrere, manche sogar alle Eigenschaften aufweisen, die die Senatsmehrheit als Indiz dafür ansieht, dass das OMT kein geldpolitisches Instrument ist. Schließlich ignoriert der Mehrheitsbeschluss, dass es bisher keine Anzeichen dafür gibt, dass die EZB ihrem Mandat nicht gerecht wird. Insgesamt ist es daher ein Beschluss auf „luftiger Grundlage“, wie es in dem abweichenden Votum der Richterin Lübbe-Wolff formuliert wird.

Vor diesem Hintergrund ist es fast verständlich, dass die Senatsmehrheit im letzten Moment zögert, ihrer Auffassung über die richtige Finanztheorie quasi Verfassungsrang zu geben, und „nur“ einen Beschluss fasst, statt ein Urteil zu fällen. Denn die Fragen, die das Gericht nun dem Europäischen Gerichtshof vorliegt, dienen dem Zweck, sich bei den Luxemburger Kollegen rückzuversichern, dass die von der Senatsmehrheit vertretene Auffassung über das, was Geldpolitik ist, richtig ist. Insgesamt bedeutet dies aber, dass die zum Teil heftige ökonomische Fachdebatte nun Gegenstand eines Konflikts zwischen den höchsten Gerichten in Deutschland und Europa werden kann. Dies kann nicht gut gehen, unabhängig davon, welcher geldpolitischen Auffassung man zuneigt.

Der Beitrag gliedert sich wie folgt: nach einer Einführung in den OMT-Beschluss vom 7. Februar 2014 (Abschnitt II.), wird das verfassungswidrige Handeln von Helmut Schmidt in der Krise der Hamburger Sturmflut dargestellt (Abschnitt III.). Abschnitt IV. erläutert, warum es ein Streit über die richtige Theorie ist, der dazu führt, dass Mario Draghi verfassungswidriges Handeln vorgeworfen wird, während Helmut Schmidt trotz offensichtlich verfassungswidrigen Handelns noch nicht einmal angeklagt wurde. Abschnitt V. fragt, ob es Alternativen zu einem OMT-Beschluss gegeben hätte, der sich nicht (allein) darauf gründet, eine bestimmte Finanztheorie als die einzige richtige zu anzuerkennen. Abschnitt VI. fasst zusammen und zieht Schlussfolgerungen.

II. Die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts

Am 7. Februar 2014 verkündete das Bundesverfassungsgericht einen Beschluss, mit dem es die Fragen, ob das OMT-Programm der EZB als geldpolitische Maßnahme bzw. als monetäre Staatsfinanzierung anzusehen ist, dem Europäischen Gerichtshof zur Prüfung vorlegt. Gleichzeitig macht die Senatsmehrheit deutlich, dass sie der Auffassung ist, dass das OMT keine Geldpolitik, sondern Fiskal- und Wirtschaftspolitik, womöglich auch monetäre Staatsfinanzierung darstellt. Sie gelangt zu dieser Auffassung, indem sie die Theorie effizienter Finanzmärkte übernimmt.³ Diese Theorie besagt, dass sich auf Finanzmärkten stets Preise bilden, die alle vorliegenden, preisrelevanten Informationen korrekt widerspiegeln. Preisänderungen spiegeln also immer Änderungen der vorliegenden Informationen und deren Bewertung durch die Märkte wider. Dazu zählen auf Kreditmärkten vor allem Informationen über die Solvenz der Schuldner. Folgt man dieser Theorie, gab es im Sommer 2012 gar keine Krise auf den Märkten für europäische Staatsschuldtitel, sondern eine effiziente Reaktion von Finanzmärkten gegenüber Schuldern, die in den Verdacht der Insolvenz geraten waren (Deutsche Bundesbank 2012). Auf dieses Verhalten der Finanzmärkte hätte wirtschaftspolitisch am besten überhaupt nicht reagiert werden sollen, um Effizienzverluste zu vermeiden und moral hazard Probleme auszuschließen (*Konrad* 2013). Wenn überhaupt,⁴ wäre es jedoch bestenfalls Aufgabe der Fiskalpolitik gegenzusteuern, weil – im Fall der tatsächlichen Insolvenz eines Schuldners,

³ Diese Sichtweise von Finanzmärkten ist Kernelement der modernen Fassung ordo-liberalen Denkens, gerade in Deutschland, weshalb unter den OMT-Kritikern viele Ökonomen zu finden sind, die ordnungspolitischen Grundüberzeugungen folgen. Allerdings lassen sich in Schriften der Väter ordnungspolitischen Denkens, z.B. in den frühen Werken von *Hayek* (1933), aber auch bei *Eucken* (1990), Hinweise finden, die darauf hindeuten, dass sie sich der Instabilitätstendenzen auf Finanzmärkten, wie sie in Abschnitt 4 thematisiert werden, durchaus bewusst waren (vgl. dazu *Winkler* (2013c)). Deshalb lässt sich das OMT auch aus einem ordnungspolitischen Verständnis rechtfertigen; vgl. z.B. *Schmieding* (2014b), *Paqué/Winkler* (2014).

⁴ Am besten wäre es, gar nicht einzutreten, und den Finanzmärkten die Funktion eines „unabhängigen Wächters“ (*Issing* (2014)) zu übertragen, dessen Urteil sich dann jedes einzelne Land stellen muss und soll. Denn nur dann gibt es einen Anreiz für eine bessere und solidere Haushaltspolitik. Den Finanzmärkten kann diese Wächterrolle vollständig anvertraut werden, weil sie effizient sind, d.h. alle vorhandenen Informationen über die Schuldner immer richtig in Preissignalen umsetzen: „Es gibt keinen Fall, in dem ein Land unverschuldet durch das Wirken böser Spekulanten in Schwierigkeiten getrieben wäre.“ (*Issing* (2014), 49).

also eines Krisenstaates – die Steuerzahler der anderen Länder entsprechende Einbußen erleiden (*Fuest (2013), Sinn (2013)*).⁵

Der Mehrheitsbeschluss der Verfassungsrichter vom 7. Februar macht sich diese Theorie voll zu eigen [71 f.].⁶ Die Argumentation der EZB, dass es sich um Geldpolitik in einer Krisensituation handelt, wobei sich die Krise monetär in einer Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus widerspiegelt, wird dagegen in wenigen Absätzen verworfen. Auf der Grundlage der Theorie effizienter Märkte, benötigt die EZB aber gar kein OMT-Programm, um ihrem Mandat – Preisniveaustabilität – nachzukommen. Im Gegenteil, es widerspricht ihrem Mandat in eklatanter Weise, weil der Versuch, die angebliche Störung des Transmissionsmechanismus zu beheben, in Wirklichkeit einen willkürlichen „Eingriff in das Marktgeschehen“ impliziert, der keine Geldpolitik, sondern Fiskal- und Wirtschaftspolitik bzw. monetäre Staatsfinanzierung darstellt und folglich erneut verfassungswidrig ist [95 ff.]. Dass das OMT sein Ziel erreicht hat, nämlich die Zinsen in den Krisenländern jenem Zinsniveau zumindest anzugeleichen, das von der EZB für den Euroraum als Ganzes angestrebt wird (also die Störung des Transmissionsmechanismus behoben wird) spielt dabei keine Rolle. Weil es eben keine Geldpolitik ist, kommt es nämlich auf die (ökonomische) Richtigkeit oder Plausibilität der Begründung des OMT-Programms gar nicht an.

Diese Schlussfolgerung wird in der Auflistung von zehn Kriterien konkretisiert, die aus der Sicht der Richter gegen die These sprechen, das OMT sei ein geldpolitisches Instrument: Konditionalität, Selektivität, Parallelität, Umgehung, Volumen, Marktpreisbildung, Eingriff in die Marktlogik, Ausfallrisiko, Schuldenschnitt, Ermutigung zum Ersterwerb. Sie spielen für das weitere Verfahren eine große Rolle, weil Karlsruhe

⁵ Es stellt sich die Frage, warum effiziente Märkte die Insolvenz von Kreditnehmern, hier: der Eurokrisenstaaten, erst so spät und plötzlich, also in Ausdruck einer Krise, erkennen. Hier wird oft darauf verwiesen, dass der prinzipiell effiziente Markt vor der Krise von staatlichen Eingriffen, z.B. einer unglaublich nobail out Klausel (*Sinn (2013)*) sowie einer verfehlten Geldpolitik (*White (2012)*) in die Irre geführt wird, und auf dieser Grundlage zu einer falschen Einschätzung der Risiken und der Solvenz von Schuldern gelangt. Wenn er seinen Irrtum bemerkte, also in der Krise, dann handelt er aber wieder effizient, so dass Eingriffe von Notenbank oder Staat in dieser Situation ganz besonders negativ zu beurteilen sind, weil sie die Wächterrolle der Finanzmärkte erneut außer Kraft setzen (*Mayer (2013)*).

⁶ Wenn nicht anders erwähnt, beziehen sich die Zahlen in eckigen Klammern auf entsprechend nummerierte Abschnitte im Mehrheitsbeschluss des Bundesverfassungsgerichts.

sich explizit auf der Grundlage dieser Kriterien an die europäischen Kollegen mit der Bitte wendet, zu bestätigen, dass das OMT keine Geldpolitik, sondern monetäre Staatsfinanzierung darstellt. Dann resultiert aufgrund der geltenden Rechtslage zwangsläufig, dass das OMT verfassungswidrig ist, weil die EZB nur ermächtigt ist, Geldpolitik zu betreiben, und keine monetäre Staatsfinanzierung durchführen darf.

Sollte der EuGH dieser Argumentation folgen, wäre die Sachlage klar: Mario Draghi, in den deutschen Medien angesichts seiner „wundersamen Geldvermehrung“ (*Steingart (2013)*) ohnehin sehr unpopulär, mag zwar den Euro gerettet haben, aber diese Rettung wurde mit verfassungswidrigen Mitteln erzielt. Auch in einer Krise ist eben nicht alles erlaubt (*Weidmann (2013a)*), ein Satz für den der Bundesbankpräsident in der deutschen Öffentlichkeit oft Beifall erhält, und der jetzt in seiner Richtigkeit höchstrichterlich bestätigt wird. Entsprechend groß wären die (wirtschafts-)politischen Implikationen eines dann zu treffenden Urteils. Denn schon jetzt wird aus dem Karlsruher Beschluss gefolgert, dass „Die Politik der augenzwinkernden Zustimmung zur Politik der EZB, mit der Kanzlerin Merkel der Bundesbank in den Rücken gefallen ist, [dürfte] damit an ihre Grenzen gekommen sein“ (*Sinn (2014a)*) dürfte.

III. Krise und Retter – Helmut Schmidt und die Sturmflut von Hamburg

Am 23. Dezember 2013, also knapp zwei Monate bevor das Bundesverfassungsgericht den OMT-Beschluss verkündete, beging die Republik den 95. Geburtstag von Helmut Schmidt. Im Gegensatz zu Mario Draghi ist Helmut Schmidt in Deutschland sehr populär, nicht zuletzt wegen seines tatkräftigen Krisenmanagements während der Hamburger Sturmflut im Februar 1962. Es gilt als unbestritten, dass ohne Helmut Schmidt, der damals der gerade erst gegründeten Hamburger Innenbehörde vorstand, noch mehr Menschen ums Leben gekommen wären als es ohnehin der Fall war. Er ist also dem Mandat, das einem Innenminister gegeben wird, nämlich die öffentliche Sicherheit zu gewährleisten, in herausragender Weise nachgekommen. Unbestritten ist aber auch: das Handeln Helmut Schmidts in jenen Tagen im Februar 1962 war verfassungswidrig, und das wohl in mehrerer Hinsicht. Zum einen hat er die Bundeswehr für einen Einsatz im Inneren in Anspruch genommen, der ihr per Grundgesetz ausdrücklich verboten war. Zum anderen hat er während des Einsatzes „Aufträge erteilt, deren finanzielle Verpflichtungen der Senat aus Gründen des Haushaltsgesetzes nicht hätte übernehmen können.“ (*Soell (2003)*, 388).

Tabelle 1
Die Retter Draghi und Schmidt im Vergleich⁷

Retter	Draghi	Schmidt
Mandat	Geldpolitik mit dem primären Ziel der Preisniveaustabilität	Öffentliche Sicherheit
Krise	Finanzkrise	Sturmflut
Verfassungswidrige Kompetenzüberschreitung beim Krisenmanagement	Aufkauf von Staatsanleihen (per Maastrichter Vertrag verboten, es sei denn er dient geldpolitischen Zwecken)	Einsatz der Bundeswehr im Inneren (per Grundgesetz zum damaligen Zeitpunkt unkonditioniert verboten)
Verfahren vor dem Verfassungsgericht	Ja	Nein
„Herrschende Theorie“ über die Erfüllung des Mandats in der Krise	Mandat wird nicht erfüllt	Mandat wird erfüllt

Tabelle 1 fasst die Situationen, mit denen die beiden Krisenmanager konfrontiert waren, anhand einiger Kriterien zusammen. Deutlich wird, dass die Krisen, die es zu bewältigen galt, einen sehr unterschiedlichen Charakter haben. Bei der Sturmflut handelt es sich um eine Naturkatastrophe, bei der Eurokrise um eine von Menschenhand gemachte Ausnahmesituation. Der Vergleich zwischen Draghi und Schmidt zielt aber nicht auf die Krise, sondern das Krisenmanagement. Konkret: es geht um die Legalität des Einsatzes von Instrumenten, die dazu dienen, die Krise zu entschärfen, und ihrem Verhältnis zum Mandat der handelnden Personen. Mit Blick auf die Legalität des Instrumenteneinsatzes sind die beiden Situationen vergleichbar, weil beiden Krisenmanagern bei der Bewältigung der Krise Kompetenzüberschreitung vorgeworfen wird, d.h. sie mit dem Einsatz bestimmter Instrumente gegen die Verfassung verstoßen haben. Da sich Helmut Schmidt im Gegensatz zu Mario Draghi nie vor dem Verfassungsgericht verantworten musste, ein „deutsches Wunder“ wie Schmidt später selbst befand (*Rose (2012)*), wird sein Handeln hier allerdings nur deshalb als verfassungswidrig bezeichnet, weil dies von Histo-

⁷ Quelle: Eigene Darstellung.

rikern (*Soell (2003)*) sowie von Schmidt selbst so gesehen wird.⁸ Im Gegensatz zu Mario Draghi und der EZB wurde Schmidt aber nicht angeklagt, obwohl angesichts des damals unkonditionierten Verbotes eines Einsatzes der Bundeswehr im Inneren kein Zweifel darüber herrschten konnte, dass Schmidt grundgesetzwidrig handelte. Dies lag an der „herrschenden Theorie“ – warum dieser Begriff verwendet wird, wird gleich deutlich werden – wie öffentliche Sicherheit in einer Krisensituation wie der Sturmflut garantiert werden kann und soll. Nach dieser Theorie stand zweifelsfrei fest, dass Schmidt trotz, manche würde sogar sagen: gerade wegen des Einsatzes der Bundeswehr im Inneren, seinem Mandat nachkam, nämlich Leben zu retten. Er mag also verfassungswidrig gehandelt haben, weil er gegen das Grundgesetz (und die Hamburger Verfassung) verstieß, aber mandatskonform: der Zweck heiligte die Mittel. Um diesen Widerspruch zwischen Mandat und Grundgesetzmäßigkeit in einer vergleichbaren Krisensituation für die Zukunft aufzuheben, wurden 1968 die Notstandsgesetze erlassen.

Schmidts verfassungswidrige Handeln hätte aber auch anders gedeutet werden können. Nicht zuletzt in Anlehnung an die Argumentation, wie sie von den Kritikern und der Gerichtsmehrheit gegen das OMT verwendet wird, wären folgende Theorien über die angemessene Politik der inneren Sicherheit in der Sturmflut möglich gewesen:

- a) Es gab gar keine Krise, sondern in Hamburg geschah das, was zu erwarten ist, wenn es viel und stark regnet sowie der Deichausbau in Qualität und Höhe vernachlässigt wird. Wenn überhaupt war es also eine hausgemachte Krise. Letztendlich kommt es also auf das Handeln der Landesregierung an. Sie muss den Deichbau in Qualität und Höhe verbessern. Sollte es dennoch zu einer Überschwemmung kommen, dann stehen Polizei und Sicherheitskräfte aus anderen Bundesländern zur Verfügung. Sie sind dazu legitimiert einzutreten, die Bundeswehr nicht.
- b) Bei einer Sturmflut ist es nun mal so, dass Straßen und Häuser unter Wasser stehen. Das muss man hinnehmen. Würde man die Inanspruchnahme der Bundeswehr mit einer Überflutung rechtfertigen, käme dies einer Befugnis der Hamburger Innenbehörde gleich, jede Verschlechterung der Verkehrssituation in Hamburg mit dem Einsatz der

⁸ „Wir haben uns nicht an Gesetz und Vorschriften gehalten, wir haben möglicherweise die Hamburger Verfassung verletzt, wir haben sicherlich am Grundgesetz vorbei operiert. Es war ein übergesetzlicher Notstand.“ (NDR (2012))

Bundeswehr beheben zu dürfen. Dies würde das Verbot des Einsatzes der Bundeswehr im Inneren außer Kraft setzen.

- c) Die Zuhilfenahme der Bundeswehr ist nicht als Rettung, die dem Schutz der Bevölkerung diente, sondern als Vorbote eines Militärputsches zu werten, den der junge ehrgeizige Politiker organisieren wollte.⁹

Während alle diese Theorien einen plausiblen Kern haben, galten sie – zu Recht – nicht als überzeugend genug, um die herrschende Theorie über eine der Situation angemessene Mandatserfüllung des Innensenators Schmidt zu entkräften: mit dem Bundeswehreinsatz rettete Schmidt Leben und kam damit seinem Mandat nach. So blieb es beim Widerspruch zwischen Mittel und Zweck, den angesichts des Zweckes, Lebensrettung, niemand vor Gericht thematisieren wollte. In der Krise war damals doch alles erlaubt.

IV. Krise und Retter – Mario Draghi und die Eurokrise

Helmut Schmidt erlebte ein deutsches Wunder, Mario Draghi nicht, obwohl Draghi's Handeln („whatever it takes“) – wie der vergleichende Überblick in Tabelle 1 zeigt – nur dann gegen die Verfassung verstößt, wenn nachgewiesen werden kann, dass das OMT keinen geldpolitischen Zweck erfüllt und damit außerhalb des Mandats der EZB liegt.¹⁰

Die Mehrheit des Gerichts kommt zu diesem Ergebnis, aber nicht aus einer Analyse von Rechtsbegriffen, die z.B. definieren, was unter Geldpolitik zu verstehen ist. Wenn es einen eindeutig definierten Rechtsbegriff „Geldpolitik“ geben würde, hätte das Verfassungsgericht kaum Stellungnahmen von Ökonomen einholen müssen, um zu beurteilen, ob das Vorgehen der EZB in der Eurokrise Geldpolitik darstellt oder nicht. Auch die Stellungnahme der Bundesbank (2012) beinhaltet eine ökonomische und

⁹ Diese Theorie klingt angesichts der Ereignisse und des weiteren Lebenslaufes von Bundeskanzler Schmidt absurd. Es war aber Schmidt selbst, der die Risiken der Machtfülle thematisierte, die er in den Krisenstunden besaß. In einer wenig Schmidt-freundlichen Biographie wird er in dem Kapitel zur Sturmflut, das mit der Überschrift „Nahezu Diktator“ eingeleitet wird, wie folgt zitiert: „Ich ... habe damals instinktiv begriffen: Wenn man sich erst einmal zu einem Handeln entschlossen hat, das gesetzlich nicht mehr gedeckt ist, wird man leicht in Versuchung geführt, auf diesem Wege fortzufahren.“ (Kahn (1973), 42)

¹⁰ Konkret: dass sich die europäische Institution EZB mit dem OMT Kompetenzen (Fiskal- und Wirtschaftspolitik) einverleibt hat, die ihr nicht zustehen, bzw. verfassungswidrig monetäre Staatsfinanzierung betrieben hat.

keine juristische Argumentation. Die Schlussfolgerung, dass das OMT keine Geldpolitik darstellt, wird demnach aus der ökonomischen Theorie abgeleitet, und zwar aus der Übernahme der Theorie effizienter Finanzmärkte. In dieser Theorie sind Liquiditätskrisen auf Finanzmärkten ausgeschlossen, so dass es keine geldpolitische Rechtfertigung für einen Eingriff auf den Finanzmärkten gibt. Das OMT ist folglich keine Geldpolitik. Das Problem ist, dass es noch eine andere Finanztheorie gibt, die Liquiditätskrisen auf Finanzmärkten ausdrücklich erkennt. Ausgehend von *Bagehot* (1873) und der darin entwickelten Rolle einer Zentralbank als lender of last resort wird hier postuliert, dass die Krise real ist, weil Finanzmärkte auch irrational, ineffizient und von Panik befallen sein können (*Diamond/Dybvig* (1983), *Givazazzi et al.* (2013)).¹¹ Auf dieser theoretischen Grundlage wird einer Zentralbank der Auftrag zugesiesen, in nicht mehr funktionsfähige Märkte einzugreifen, weil sie nur so ihrem Mandat, Preisniveaustabilität zu sichern, nachkommen kann. Diese Theorie stellt in vielen anderen entwickelten Volkswirtschaften unter Ökonomen die Mehrheitsposition dar. Entsprechend soll eine Zentralbank in einer Krisensituation wie sie im Sommer 2012 herrschte, OMT-ähnliche Instrument einsetzen (*Rajan* (2013)). Dabei kann und soll sie nicht allein handeln. Vielmehr sind Geld- und Fiskalpolitik gemeinsam aufgerufen, der Panik entgegenzutreten und damit für eine reibungslose Transmission geldpolitischer Impulse zu sorgen (*Friedman/Schwartz* (1965), *Bernanke* (1983), *Goodhart* (1999)).

Das hervorstechende Kennzeichen des Beschlusses der Karlsruher Richter vom 7. Februar 2014 ist, dass es diese konkurrierende Theorie zur Funktionsweise von Finanzmärkten und der damit verbundenen geldpolitischen Implikationen mit keiner Silbe erwähnt.¹² Folglich findet auch keine Auseinandersetzung mit dieser Theorie statt, weder juristisch noch ökonomisch. Ein Blick in die Zeitung hätte genügt um festzustellen, dass es in der ökonomischen Zunft zwei konkurrierende Auffassungen über

¹¹ Es geht also auch bei dieser Theorie ausdrücklich nicht um „böse Spekulanten“ (*Issing* (2014)), sondern im Gegenteil um Marktteilnehmer in Panik. Die klassische Passage in *Bagehot* (1873, 24f.) dazu lautet: „At first, incipient panic amounts to a kind of vague conversation: Is A. B. as good as he used to be? Has not C. D. lost money? and a thousand such questions. A hundred people are talked about, and a thousand think, ‚Am I talked about, or am I not?‘ ,Is my credit as good as it used to be, or is it less?“ And every day, as a panic grows, this floating suspicion becomes both more intense and more diffused; it attacks more persons; and attacks them all more virulently than at first. ... A panic grows by what it feeds on; if it devours these second-class men, shall we, the first class, be safe?“

¹² Vgl. dazu auch *Schmieding* (2014b).

die Funktionsweise von Finanzmärkten und die daraus resultierenden Implikationen über die angemessene geldpolitische Reaktion in einer Krisensituation gibt. Zum Beispiel wurden zwei diametral unterschiedliche Aufrufe von Ökonomen zum OMT-Verfahren veröffentlicht, in denen die unterschiedlichen Sichtweisen deutlich zum Ausdruck kommen (*Fratzscher et al. (2013)*, FAZ (2013)). Zweifel hätten auch aufkommen müssen, weil die Bundesbank, auf die sich die Mehrheit des Senats in ihrer Begründung explizit beruft, in der Krise des Interbankenmarktes 2009 der Theorie effizienter Märkte widerspricht (Deutsche Bundesbank (2009)). Im Gegensatz zu ihrem Gutachten für das OMT-Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht (Deutsche Bundesbank (2012)), leitete sie damals aus der Überlegung, dass Finanzmärkte von Unsicherheit und Panik befallen sein können, in Form der Vollzuteilungspolitik genau die gleichen geldpolitischen Implikationen ab, die die EZB angesichts der Verwerfungen auf dem Staatsanleihenmarkt 2012 in Form des OMT zieht (vgl. dazu auch Annex 1).

Es hätte daher nahegelegen, die konkurrierenden Theorien jenem Test zu unterwerfen, den das Gericht selbst postuliert: Gelten die Kriterien, die die Senatsmehrheit anführt, um dem OMT zu attestieren, dass es kein geldpolitisches Instrument ist, nicht auch für andere Instrumente, die unzweifelhaft als geldpolitisch gelten? Inwiefern genügt die Mindestreservepflicht der Marktlogik? Ist nicht auch sie konditioniert und selektiv, weil sie nur für Banken (und nicht für andere Finanzintermediäre) und nur für gewisse Arten von Verbindlichkeiten angewandt wird? Solche einfachen Fragen, mit denen sich das Gericht Klarheit über den Charakter geldpolitischer Instrumente hätte verschaffen können, um diese Instrumente anschließend mit dem OMT zu vergleichen, werden nicht nur nicht beantwortet; sie werden noch nicht einmal gestellt. Annex 1 zeigt am Beispiel der seit 2008 praktizierten Vollzuteilungspolitik und zu großen Teilen auf Basis der Argumentation von Deutsche Bundesbank (2009), dass dieses geldpolitische Instrument alle Kriterien aufweist, die laut Gericht ein Instrument aufweist, das nicht mehr der Geldpolitik zugeordnet werden kann. Folgt man der Argumentation des Gerichts, verstößt die EUB daher schon seit 2008 gegen ihr Mandat (*Winkler (2013 a, b)*).

Auch ein Blick über die Grenzen hätte bei der Einschätzung der Frage helfen können, welche Instrumente in einer Krise als geldpolitisch bezeichnet werden können und wie sie ausgestaltet sind. So führte der scheidende Vorsitzende des Federal Reserve Board, Ben Bernanke, aus, dass die Unabhängigkeit der Zentralbank gerade dann ausgehöhlt wird,

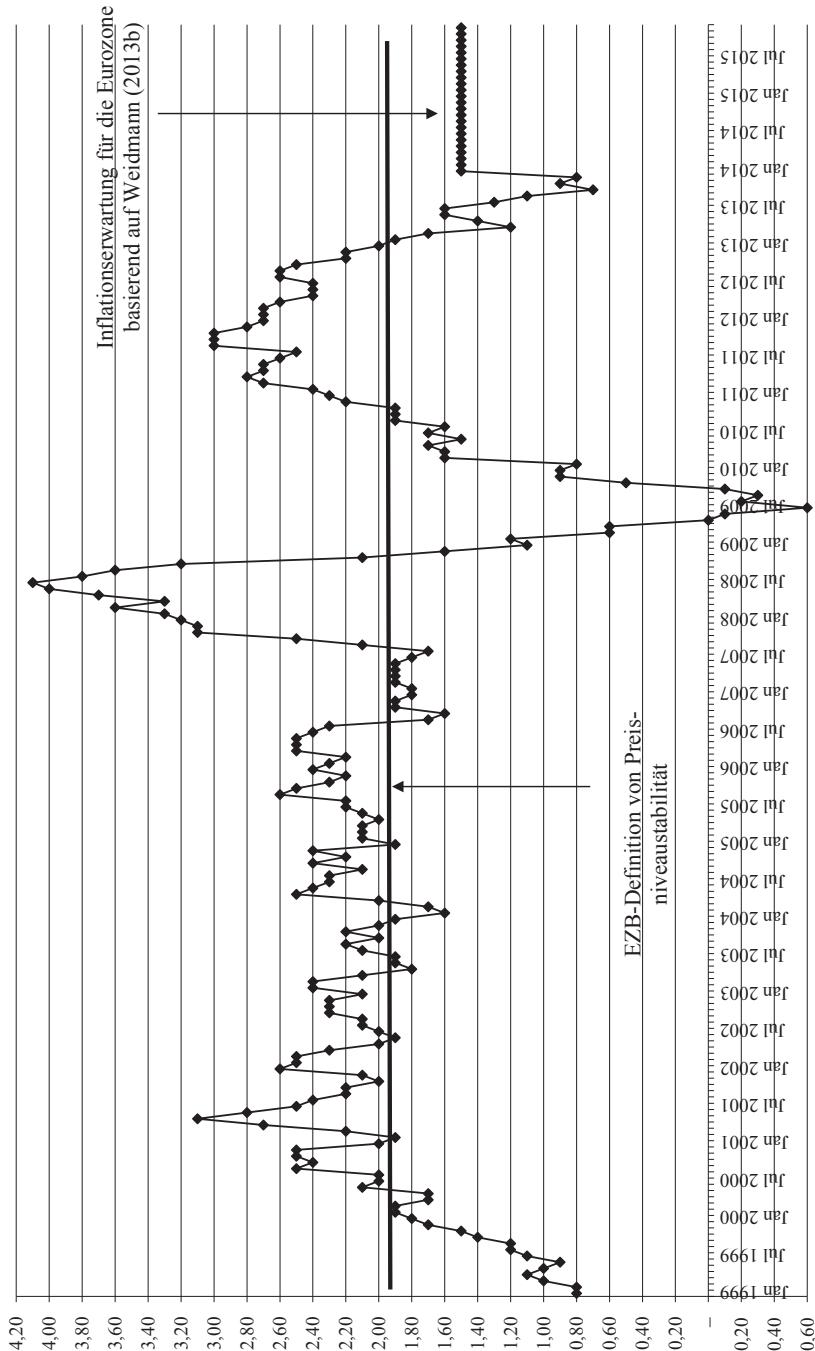
wenn sie in Krisensituationen in ihrem Handeln beschränkt wird und nicht mehr frei entscheiden kann.¹³ Dabei bezieht er sich explizit auf jene von *Baghot* (1873) formulierte Finanztheorie, in der auf Märkten Panik herrschen kann, und die damit verbundenen geldpolitischen Konsequenzen in Form eines Kreditgebers der letzten Instanz. Umgekehrt gilt: wenn die Theorie effizienter Finanzmärkte richtig ist, der die Senatsmehrheit quasi Verfassungsrang geben will, dann hat Bernanke seit 2007 gar keine Geld- sondern Fiskalpolitik betrieben.¹⁴

Angesichts dieses Dissens in der ökonomischen Zunft hätte das Gericht schließlich auf jene Größe eingehen können, die Auskunft darüber gibt, ob die EZB ihrem Mandat gerecht wird und Geldpolitik betreibt, oder nicht: die Inflationsrate (Abbildung 1) bzw. die Inflationserwartungen. Denn beide Theorien, sowohl die Theorie effizienter Märkte als auch die sich auf *Baghot* beziehende Theorie, wonach Finanzmärkte auch von Panik befallen sein können, implizieren, dass eine Zentralbank, die jahrelang selektive Fiskalpolitik statt Geldpolitik sowie monetäre Staatsfinanzierung betreibt, Inflation erzeugt.¹⁵ Entsprechend warnen die Anhänger der Theorie effizienter Finanzmärkte, sei es aus Zentralbanken, Wissenschaft und veröffentlichter Meinung, schon seit Jahren vor Inflation, massiver Inflation oder gar Hyperinflation. Allerdings haben sich diese Warnungen nicht nur bisher nicht bestätigt, sie sind auch für die geldpolitisch relevante Frist nicht erkennbar (*Weidmann* (2013b), Deutsche Bundesbank (2013), 13). Vor diesem Hintergrund drängt sich geradezu

¹³ „The reason the Fed is independent is so that it can take emergency actions or any other actions, policy actions independent of short-run political pressures. And the day that we allow those short-run political pressures to make us do something which is not the right thing for the economy, then our independence at that point is effectively gone.“ (*Bernanke* (2014)). Diese Auffassung wird auch von *Hellwig* (2013) vertreten.

¹⁴ Damit keine Missverständnisse entstehen: Ben Bernanke's Auffassungen sind irrelevant, wenn es darum geht, deutsches Verfassungsrecht auszulegen. Sie sind aber von Relevanz, wenn man sich der Frage nähern will, was unter Geldpolitik, vor allem unter Geldpolitik in einer Krisensituation, zu verstehen ist. Genau diese Frage steht im Mittelpunkt des Beschlusses des Verfassungsgerichts vom 7. Februar 2014.

¹⁵ Man könnte anführen, dass sich das OMT in der Inflationsrate nicht widerspiegeln kann, weil es noch gar nicht angewandt wurde. Dem widersprechen jedoch die Stellungnahmen der OMT-kritischen Experten vor Gericht, die – zu Recht – darauf hinweisen, dass das OMT schon jene Wirkungen gezeigt hat, die aus ihrer Sicht nicht mit dem Mandat der EZB zu vereinbaren sind, z.B. der Rückgang der Zinsdifferenzen auf den Staatsanleihemärkten (*Sinn* (2014b)). Dann ist es aber zumindest erklärbungsbedürftig, warum sich diese mandatswidrigen Wirkungen nicht auch in der Zielgröße der Geldpolitik widerspiegeln.



Quelle: EZB, Weidmann (2013b).

Abbildung 1: Inflationsrate in der Eurozone, 1999–2015

die Frage auf, welche der beiden Theorien plausibler erscheint bzw. mit den Fakten konsistenter ist: Jene, die besagt, dass das OMT Fiskalpolitik ist, oder jene, die besagt, dass das OMT Geldpolitik darstellt?

Doch erneut gilt: die Senatsmehrheit thematisiert weder die Tatsache, dass Mario Draghi und die EZB ihrem Mandat bisher uneingeschränkt nachgekommen sind, noch den Widerspruch zwischen Implikation und empirischen Fakten jener Theorie, auf deren Grundlage die Gerichtsmehrheit zu dem Ergebnis gelangt, dass die EZB mit dem OMT ihre Kompetenzen überschritten hat. Dies ist so, als hätte sich in einem imaginären Verfahren gegen Helmut Schmidt ein Gericht von der Theorie leiten lassen, dass Schmidt mit dem Einsatz der Bundeswehr im Inneren nicht mandatskonform handelte, weil er in Wirklichkeit einen Staatsstreich plante bzw. – die Krisensituation ausnutzend – dazu die Voraussetzungen bzw. einen Präzedenzfall (für den Einsatz der Bundeswehr im Inneren) schaffen wollte. Richtig ist: dies konnte nicht vollkommen ausgeschlossen werden, wenngleich es dafür keine Anzeichen gab. Genau das Gleiche gilt für Mario Draghi und die EZB: Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass das OMT – z.B. als Präzedenzfall – in der Zukunft dazu genutzt wird, Staatsanleihen zu erwerben, obwohl auf den Anleihammärkten keine Liquiditätskrise vorliegt, und damit Inflation erzeugt und monetäre Staatsfinanzierung betrieben wird. Im Gegensatz zu der in Deutschland seit Jahren vorgetragenen Sorge um die Preisniveaustabilität gibt es dafür aber keine Anzeichen: die Inflationsrate in der Währungsunion ist trotz OMT¹⁶ nicht gestiegen, sondern gefallen. Da auch für die Zukunft eine Inflationsrate prognostiziert wird, die sich unterhalb der Definition von Preisniveaustabilität, also nahe, aber unter 2% p.a. bewegen wird, ist und bleibt die Währungsunion also die vom Verfassungsgericht angemahnte Stabilitätsgemeinschaft [43].¹⁷ Dies müsste zu-

¹⁶ Und zuvor: dem Securities Market Programme (SMP).

¹⁷ OMT-Kritiker antworten darauf, dass die Inflation nur aufgeschoben, aber nicht aufgehoben ist. Andere argumentieren, dass die Inflation längst da ist, sich aber in anderen Formen ausdrückt, z.B. in Form eines Anstieges von Vermögenspreisen, der den Charakter einer Blase besitzt. Schließlich wird auch behauptet, dass Draghi einfach nur Glück gehabt hat, dass bisher keine Inflation erkennbar ist. Damit werden die seit Jahren falschen Warnungen vor Inflation und Hyperinflation erfolgreich gegen die Kritik immunisiert, dass die Fakten der Theorie widersprechen (vgl. dazu auch *Schmieding* (2014a)). Erstaunlich ist, dass weder das Verfassungsgericht noch die Öffentlichkeit diesen Widerspruch hinterfragen. Während Wetterdienste, die einen großen Sturm vorhersagen, der dann etwas kleiner als befürchtet ausfällt, gleich mit der Frage konfrontiert werden, ob sie nicht ex ante unnötige Panik verbreitet haben – so noch im Dezember 2013 (*Bojanowski*

mindest Zweifel an der These nahelegen, dass die EZB Wirtschafts- bzw. Fiskalpolitik betreibt. Solche Zweifel sind im Mehrheitsbeschluss aber nicht zu finden.

V. Alternativen zum Beschluss, einer Finanztheorie Verfassungsrang zu geben

Warum hat die Senatsmehrheit so einseitig ökonomisch bewertet und geurteilt? Es mag an der Rechtslage selbst liegen: die EZB genießt – ganz in der Tradition der Bundesbank – ein hohes Maß an Unabhängigkeit so weit es sich um die Durchführung der Geldpolitik handelt. Die Mehrheit des Senats war daher wohl der Auffassung, dass das OMT nur dann als verfassungswidrig gekennzeichnet werden kann, wenn man es als Kompetenzüberschreitung wertet. Dies verlangt jedoch den Nachweis, dass es sich beim OMT nicht um Geldpolitik handelt. Denn zu geldpolitischen Zwecken ist der Ankauf von Staatsschuldtiteln durch den Maastrichter Vertrag gedeckt. Ein Vorgehen, wie es nach der Sturmflut möglich gewesen wäre, nämlich auf den durch die Krise und dem Schmidt'schen Handeln entstandenen Widerspruch zwischen Mandat und verfassungskonformen Instrumenteneinsatz hinzuweisen und den Gesetzgeber aufzufordern, diesen Widerspruch aufzulösen, schien daher schwer möglich, weil es diesen Widerspruch beim OMT nicht gibt, sofern es ein geldpolitisches Instrument ist.

Gegen diese Interpretation spricht, dass sich das Gericht bei der Beantwortung der Frage, ob das OMT Geldpolitik darstellt, durchaus hätte zurückhalten und dennoch das OMT als grenzwertig bezeichnen können. Denn man kann argumentieren, dass das OMT – was immer es auch ist – Implikationen aufweist, die der Wahrung der haushaltspolitischen Gesamtverantwortung des Deutschen Bundestages potentiell widerspricht. Dies ist zwar bei jeder geldpolitischen Maßnahme mehr oder weniger der Fall (*Brunnermeier/Sannikov (2012), Hellwig (2013)*), aber in der praktischen Auswirkung und in der potentiellen Dimension ist dies erst in der Eurokrise und mit dem OMT deutlich geworden (*Winkler (2013a)*). Zumindest kann argumentiert werden, dass beim Abschluss des Maastrich-

(2013)) –, bleiben Ökonomen, die seit vielen Jahren die Inflation und die Hyperinflation vorhersagen, von dieser Frage verschont. In Deutschland erweist sich der geldpolitische Experte folglich nicht dadurch, die Inflationsentwicklung richtig einzuschätzen, sondern dadurch, stets vor möglichst hoher Inflation zu warnen (auch wenn sie nicht eintritt).

ter Vertrages weder an eine Krise wie die Eurokrise gedacht wurde (*Schmieding* (2013), *Obstfeld* (2013)), noch die Verteilungswirkungen der Geldpolitik diskutiert wurden, die in einer solchen Krise eintreten können (*Richter* (2013)). Es ist daher nicht sicher ist, ob eine solche Krisenpolitik gewollt war, als der Maastrichter Vertrag unterzeichnet wurde. Entsprechend unsicher erscheint auch die juristische (nicht die ökonomische) Basis der OMT-Befürworter, wenn sie sich darauf berufen, dass der Ankauf von Staatsanleihen als geldpolitische Maßnahme explizit erlaubt ist. Denn weder die Art des OMT-Programms noch seine Dimension waren Anfang der neunziger Jahre wirklich Gegenstand der Erörterungen der politisch Verantwortlichen in Regierungen und Zentralbanken. Deshalb, und nicht weil eine Finanztheorie als richtig und die andere als falsch anzusehen ist, kann man berechtigte Zweifel äußern, ob das OMT im Einklang mit dem Grundgesetz steht.

Vor diesem Hintergrund hätte das Verfassungsgericht eine Art geldpolitische Notstandsgesetzgebung fordern können, um für zukünftige Krisen die derzeit vorherrschende Rechtsunsicherheit zu beseitigen oder zumindest erheblich zu reduzieren. Konkret hätte es das Gericht ausführen können:

1. Ob das OMT ein geldpolitisches Instrument ist, lässt sich angesichts des Dissens unter Zentralbänkern und Ökonomen nicht juristisch entscheiden. Zudem ist Geldpolitik eine europäische Kompetenz, so dass diese Frage dem EuGH vorlegt wird.
2. Unstrittig ist, dass das OMT für einen Krisenfall konzipiert wurde, der bei der Beratung und Verabschiedung des Maastrichter Vertrages nicht vorgesehen war bzw. nicht thematisiert wurde.¹⁸
3. Vor dem Hintergrund der Verpflichtung, die Währungsunion als Stabilitätsgemeinschaft zu gestalten, sowie der möglichen haushaltsrechtlichen und -politischen Implikationen des OMT wird die deutsche Politik aufgefordert, auf eine Vertragsänderung oder ein anderes Mittel zu dringen, um zu klären bzw. genauer zu spezifizieren, wann und inwie weit der unbegrenzte Ankauf von Staatsschuldtiteln durch die EZB

¹⁸ Ebenso wenig wie der Parlamentarische Rat bei seinem wohl gemeinten Verbot des Einsatzes der Bundeswehr im Inneren, das angesichts der deutschen Vergangenheit plausibel und richtig war, an eine Sturmflut Hamburger Ausmaße dachte. Erneut fällt die Parallele ins Auge; denn das Verbot der monetären Staatsfinanzierung ist angesichts der Erfahrungen mit Inflation und Hyperinflation, die von Zentralbanken alimentiert wurden, indem sie dem Staat unbegrenzt Kredit gaben, zweifellos richtig.

tatsächlich der Erfüllung ihres Mandats dienen kann und daher Geldpolitik ist, und wann nicht.¹⁹

Mit dieser Forderung nach einer Art geldpolitischen Notstandsgesetzgebung hätte das Gericht also jenen Weg einschlagen können, der in den sechziger Jahren – damals: ohne entsprechendes Urteil eines Gerichtes – als Konsequenz aus der Hamburger Sturmflut und Schmidt's Handeln gezogen wurde: den (hier: potentiellen) Widerspruch zwischen Mandatserfüllung und Verfassungstreue per Klarstellung aufzulösen.

Die Mehrheit der Richter ist diesen Weg aber nicht gegangen. Deshalb muss vermutet werden, dass sie die gleichen ökonomischen Überzeugungen vertreten wie die Mehrheit der Experten, die sie im Verfahren gehört haben (*Schieritz* (2013)). Das ist für sich genommen unproblematisch. Problematisch ist, dass sie dieser ökonomischen Überzeugung quasi Verfassungsrang geben wollen, und damit einen (wirtschafts-)politischen Diskurs mit anschließender Entscheidung über die angemessene Rolle der Geldpolitik in einer Krisensituation wie der Eurokrise aufheben und ersatzlos streichen.²⁰ Vielleicht hat die Senatsmehrheit diese Implikation

¹⁹ Man könnte zum Beispiel festschreiben, dass eine solche Aktivität nur dann erfolgen kann, wenn ein ESM-Programm vorliegt. Denn zum einen muss ein ESM-Programm von den Euro-Mitgliedsstaaten einstimmig beschlossen werden – es bedarf also der Zustimmung der Bundesregierung – zum anderen ist ein ESM-Programm per Definition nur angezeigt, wenn es gerade nicht darum geht, ein einzelnes Mitgliedsland finanziell zu alimentieren (monetäre Staatsfinanzierung), sondern die Finanzstabilität im Euroraum als Ganzes zu sichern; vgl. dazu auch *Winkler* (2013a).

²⁰ In seinem Minderheitsgutachten macht Richter Gerhardt auf dieses Vorgehen implizit aufmerksam: „Mit dieser Sichtweise [der, der Senatsmehrheit – Anm. d. Verf.] wird das politische Handeln und Unterlassen einem diesem unangemessenen rechtlichen Maßstab unterworfen.“ [15] Denn – so Richter Gerhardt – die Mehrheit des Bundestages sowie die Bundesregierung haben offensichtlich eine andere Vorstellung als das Gericht, welche Instrumente aus ökonomischer – und damit auch politischer – Sicht in der Krise geldpolitischen Charakter haben: „Wenn – um beim Fall zu bleiben – die Bundesregierung das OMT-Programm billigt und in die Grundlagen ihres eigenen Handelns einbezieht und der Deutsche Bundestag all dies sehenden Auges – vor dem Hintergrund einer intensiven öffentlichen Debatte, nach Anhörung des Präsidenten der Europäischen Zentralbank und ausweislich der Auskunft eines Mitglieds des Haushaltsausschusses des Deutschen Bundestages in der mündlichen Verhandlung aufgrund Beobachtung und Bewertung des Handelns der Europäischen Zentralbank – hinnimmt, liegt darin die Ausübung seiner demokratischen Verantwortung. Der Bundestag hätte ohne weiteres auf politischem Wege – etwa durch eine Entschließung – den OMT-Beschluss missbilligen, gegebenenfalls auch eine Nichtigkeitsklage androhen, die Reaktion der Europäischen Zentralbank und der Finanzmärkte abwarten und dann weitere Konsequenzen ziehen können. Dass er all dies nicht getan hat, indi-

ihrer Entscheidung gesehen, und ist dann in letzter Minute vor ihrer Umsetzung zurückgeschreckt.²¹ Der Prüfauftrag an den Europäischen Gerichtshof ist daher als eine Art Rückversicherung zu werten: Stimmt der EuGH unserer ökonomischen Sichtweise und ihren rechtlichen Implikationen zu? Gleichzeitig ist er aber auch ein Schritt, mit dem die Mehrheit verhindern konnte, dass sie für die Konsequenzen verantwortlich gemacht werden würde, falls sich die Finanztheorie, die nun Verfassungsrang erhalten soll, als falsch herausstellen sollte.²² Denn, und dies lehrt die Wirtschaftsgeschichte, eine Zentralbank, die nicht OMT-ähnliche Instrumente anwenden darf, ist Finanzkrisen hilflos ausgesetzt. Weder kann sie Preisniveaustabilität garantieren, noch kann sie die Realwirtschaft, also Einkommen und Beschäftigung, stabilisieren.

VI. Schlussfolgerung: Die Theorie bestimmt über Kompetenzüberschreitung versus Führungsstärke

Kompetenzüberschreitung bei Draghi, Führungsstärke bei Schmidt – die Wertung politischen Handelns, das zumindest dem Wortlaut nach scheinbar gegen die Verfassung verstößt, kann sehr unterschiedlich sein. Der Kontext, die Theorie über die Wirkungszusammenhänge, die dem Mandat der politisch Handelnden zugrunde liegen, spielt bei der Bewertung des (scheinbaren) Verfassungsverstoßes eine große Rolle. Helmut

ziert kein Demokratiedefizit, sondern ist Ausdruck einer Mehrheitsentscheidung für eine bestimmte Politik zur Bewältigung der Staatsschuldenkrise im Euro-Währungsraum.“ [23]

²¹ Insofern ist Henkel (2014) in der Konsequenz (nicht in der Bewertung) zuzustimmen, wenn er die Tatsache, dass die Mehrheit der Richter am Ende einer Analyse, die das OMT als verfassungswidrig herausarbeitet, doch noch den Europäischen Gerichtshof einbeziehen, mit der „Angst vor dem Elfmeter“ vergleicht, der nur noch verwandelt werden muss.

²² Dies scheint auch die Interpretation zu sein, die in der Minderheitsmeinung von Richterin Lübbe-Wolff zum Ausdruck kommt. Dort heißt es am Schluss: „Dass einige unabhängige deutsche Richter unter Berufung auf die deutsche Auslegung des Demokratieprinzips und auf die Grenzen, die sich hieraus und aus unserer Lesart der Art. 123 ff. AEUV für die zulässigen Befugnisse der unabhängigen Europäischen Zentralbank ergeben, eine Entscheidung mit unkalkulierbar weitreichenden Konsequenzen für die ins Werk gesetzte Währung der gesamten Eurozone und die davon abhängigen Volkswirtschaften treffen, erscheint als Anomalie von höchst zweifelhafter demokratischer Qualität. Diese Anomalie würde zwar vermieden, wenn der Beschluss dahin zu verstehen wäre, dass an ernste Konsequenzen ohnehin nicht gedacht ist, sondern allenfalls an die Verpflichtung, eine Bundestagsdebatte abzuhalten.“

Schmidt hatte – wie er selbst schreibt (*Schmidt (2008), 169*) – Glück: obwohl es nicht nur so aussah, als ob er die Bundeswehr im Inneren einsetzte, sondern er sie tatsächlich und massiv einsetzte, blieb ihm ein Verfahren erspart, weil es irrelevant war, ob er seinem Mandat als Innenminister in einer Krise wie der Sturmflut mit Schlauchbooten und Hubschraubern nachkommt, die das Wappen der Freien und Hansestadt Hamburg tragen oder das Hoheitszeichen der Bundeswehr. Mario Draghi hat Pech: obwohl die EZB noch keinen einzigen Staatsschuldtitel gekauft hat, wird ihm ein Verstoß gegen das deutsche Grundgesetz attestiert, weil die Senatsmehrheit im Streit zwischen Ökonomen mit der Theorie effizienter Märkte einer Finanztheorie den Vorzug gibt, die das OMT als eine unnötige und gegen das Mandat verstörende Kompetenzüberschreitung der EZB bzw. als monetäre Staatsfinanzierung interpretiert. Selten hatte Keynes so sehr Recht in dem, was er 1936 am Ende der General Theory schrieb: „The ideas of economists and political philosophers, both when they are right and when they are wrong are more powerful than is commonly understood. Indeed, the world is ruled by little else.“ Dieses Zitat klingt abgedroschen. Moderner kann der Sachverhalt daher mit dem ersten Satz der Abweichenden Meinung von Richtern Lübbecke-Wolff zusammengefasst werden: „In dem Bemühen, die Herrschaft des Rechts zu sichern, kann ein Gericht die Grenzen richterlicher Kompetenz überschreiten. Das ist meiner Meinung nach hier geschehen.“ [1] Dies kann nicht gut gehen, unabhängig davon, welcher Auffassung über die richtige Finanztheorie man zuneigt.

Appendix I

Kriterien für eine nicht-geldpolitische Maßnahme – Vollzuteilungspolitik versus OMT

Das Bundesverfassungsgericht benennt in seinem Beschluss vom 7. Februar zehn Kriterien, die nach Auffassung der Senatsmehrheit dafür sprechen, dass das OMT keine geldpolitische Maßnahme darstellt. Dabei berufen sich die Richter auch auf die „überzeugende Expertise“ der Bundesbank, die ihnen zum Verfahren zugestellt wurde (Deutsche Bundesbank (2012)).

Vor diesem Hintergrund leistet die folgende Tabelle zweierlei. Erstens verdeutlicht sie, dass alle Kriterien, die aus Sicht des Gerichts dafür sprechen, dass das OMT kein geldpolitisches Instrument darstellt, auch die Vollzuteilungspolitik als eine Maßnahme kennzeichnen, die keinen geldpolitischen Charakter hat. Die EZB würde danach seit 2008 gegen ihr Mandat verstößen. Zweitens zeigt die Tabelle, dass die Bundesbank in ihrem Finanzstabilitätsbericht 2009, die Vollzuteilungspolitik als geldpolitisches Instrument rechtfertigte und dabei allen ökonomischen

Argumenten, die sie 2012 gegen das OMT vorbrachte, widersprach. Dies liegt – wie im Haupttext argumentiert – allein an der veränderten Einschätzung über den Charakter der Krise: Während die Bundesbank die Krise auf dem Interbankenmarkt 2009, also den Marktzugangsverlust einzelner Banken, überwiegend als Liquiditätskrise einstufte (ohne Insolvenzaspekte auszuschließen), sah sie die Krise auf dem Staatsanleihenmarkt, also den Marktzugangsverlust einzelner Staaten, allein als Ausdruck der Informationsverarbeitung effizienter Märkte, also als reine Insolvenzkrise. Zudem widersprach sie 2012 jedem Argument, das für die Interpretation als Liquiditätskrise hätte Verwendung finden können, weil es nicht hinreichend verifiziert werden kann. Unberücksichtigt blieb dabei, dass auch 2009 eine solche Verifizierung nicht geleistet wurde, das Vorliegen einer Liquiditätskrise also mehr konstatiert als belegt wurde. Eine ausführliche Diskussion dieser Aspekte, die auch die Stellungnahmen anderer Experten vor dem Verfassungsgericht auswertet, leistet Winkler (2013a,b).

Tabelle A1

Kriterien für eine nicht-geldpolitische Maßnahme – Vollzuteilungspolitik versus OMT aus Sicht der Bundesbank

Kriterien des Verfassungsgerichts vom 7. Februar 2014 (BVerfG 2014)	Vollzuteilungspolitik (Deutsche Bundesbank 2009, (Seitenzahl))	OMT-Programm (Deutsche Bundesbank 2012, (Seitenzahl))
Konditionalität	„bei gegebener Sicherheitenverfügbarkeit“ (97)	Bei Vorliegen eines ESM-Programms (10)
Selektivität	„Problematisch ist die dritte Gruppe [von Banken – Anm. d. Verf.], die eine angespannte Liquiditätslage aufweist, aber aufgrund als nicht ausreichend eingeschätzter Bonität und mangels für das Geschäft unter Banken adäquater Sicherheiten sowohl am unbesicherten als auch am besicherten Interbankenmarkt kaum Geld bekommt. Daher sind Institute dieser Gruppe weitgehend auf die Geschäfte mit dem Eurosystem angewiesen.“ (104) „Banken mit ... eingeschränktem Marktzugang“ (105)	„Anleihen schlechterer Bonität“ (16)
Parallelität	„Ein wirkungsvolles Zusammenspiel von staatlichen Hilfsmaßnahmen und Intermediation	„Folgerichtig ... wäre es aber zumindest, wenn über das Volumen und die Ausgestaltung

(Fortsetzung nächste Seite)

(Fortsetzung Tabelle A1)

Kriterien des Verfassungsgerichts vom 7. Februar 2014 (BVerfG 2014)	Vollzuteilungspolitik (Deutsche Bundesbank 2009, (Seitenzahl))	OMT-Programm (Deutsche Bundesbank 2012, (Seitenzahl))
	des Eurosystems ist für den Prozess der Normalisierung der Aktivität am Interbankengeldmarkt von entscheidender Bedeutung“ (93)	der Hilfeleistungen für hilfebedürftige Mitgliedsstaaten grundsätzlich im Rahmen von ESM/EFSF entschieden würde. Die Entscheidung wäre damit bei den nationalen Regierungen und den Parlamenten angesiedelt, um die Trennlinie zwischen Finanz- und Geldpolitik nicht weiter verschwimmen zu lassen ...“ (29)
Umgehung	„Die weltweiten staatlichen Maßnahmen – wie zum Beispiel die Garantien für Schuldtitle, die Stärkung des Eigenkapitals oder die Übernahme von Risikopositionen sowie (geplante) Anpassungen bei den bankenaufsichtlichen Anforderungen und den Bilanzierungsregeln – haben teilweise bereits zu einer Verringerung der Unsicherheiten und einer Stabilisierung der Märkte geführt. Daher sollten auch die Kreditinstitute, die sich bisher mangels ausreichender Bonität beziehungsweise für den Interbankenhandel adäquater Sicherheiten nur über das Eurosystem refinanzieren, mittelfristig durch die staatlichen Maßnahmen so gestützt sein, dass sie sich auch am Markt wieder Geld leihen können.“ (105)	„Durch möglicherweise umfangreiche Anleihekäufe des Eurosystems, ..., droht die Schrittfolge hier durcheinander zu geraten. So ginge das Eurosystem mit Staatsanleihekäufen in Vorleistung und trieb die Vergemeinschaftung von Risiken voran, ohne dass dem eventuell für wünschenswert erachtete umfassendere Eingriffsrechte gegenüberstünden.“ (29)
Volumen	„unlimitierte Quelle zur Deckung ihrer (der Banken – Anm. d. Verf.) kurz- und längerfristigen Liquiditätsengpässe“ (97) ... auch bei Mengentempern mit Vollzuteilung existiert eine Anreizstruktur, „die verhindert, dass sich die Banken insgesamt	„Das Signal, unbegrenzte Staatsanleihekäufe als eine Option darzustellen, hat in diesem Kontext eine ... bedenkliche Signalwirkung ...“ (14) „Geldpolitisches Handeln in einer solchen Situation kann

Kriterien des Verfassungsgerichts vom 7. Februar 2014 (BVerfG 2014)	Vollzuteilungspolitik (Deutsche Bundesbank 2009, (Seitenzahl))	OMT-Programm (Deutsche Bundesbank 2012, (Seitenzahl))
	auf Dauer zu viel Liquidität bei der Zentralbank leihen.“ (101)	den Eindruck bei den Regierungen verstärken, dass das Abwälzen des Handlungsdrucks auf die Geldpolitik eine aus nationaler Perspektive lohnende Strategie ist, ...“ (14)
Marktpreisbildung	Das Eurosystem änderte „Mitte Oktober 2008 sein Tenderverfahren beim Hauptrefinanzierungsgeschäft, um der in diesem Ausmaß nicht gewünschten effektiven Verteuerung der Zentralbankrefinanzierung für die Kreditinstitute gegenzusteuern.“ (94)	„Wenn das Eurosystem die Renditen (...) von Staatsanleihen eines Landes durch Käufe am Sekundärmarkt mehr oder weniger deckelt, ... sind die Finanzierungskonditionen eines Staates teilweise von der Preisbildung am Finanzmarkt abgekoppelt, ...“ (16)
Eingriff in die Marktlogik	„Der Übergang zur Vollzuteilungspolitik ... hat dazu geführt, dass die Kreditinstitute die im Markt befindliche aggregierte Liquiditätsmenge letztlich selbst bestimmen. Jedes einzelne Institut kann sich vollkommen sicher sein, dass seine Nachfrage bei ausreichend vorhandenen notenbankfähigen Sicherheiten immer vollständig bedient wird.“ (95) „In der Krise musste der Mengentender mit Vollzuteilung bei allen Refinanzierungsgeschäften den kaum noch funktionsfähigen Interbankenmarkt weitgehend ersetzen.“ 106)	„Je näher ... die Käufe zeitlich an die Primäremission heranrücken und je größer die Ankaufvolumina des Eurosystems ausfallen, desto geringer wird das Restrisiko der ursprünglichen Käufer der Primärmarktemission. Im Extremfall verengt sich ihre Rolle dann darauf, die neu emittierten Anleihen mit kurzer Verzögerung an das Eurosystem durchzureichen; der Kapitalmarktzugang des betreffenden Landes wäre dann größtentheils von den Marktkräften abgeschirmt.“ (16/17)
Ausfallrisiko*	Gegeben (gelindert durch Sicherheiten)	Gegeben (gelindert durch ESM-Programm)
Schuldenschnitt*	EZB kein bevorzugter Gläubiger	EZB kein bevorzugter Gläubiger
Ermutigung zum Ersterwerb	„Bei einer vollständigen Rückkehr des Vertrauens werden wieder funktionsfähige Geldmärkte einen nachfragebeding-	„Wenn das Eurosystem die Renditen (...) von Staatsanleihen eines Landes durch Käufe am Sekundärmarkt

(Fortsetzung nächste Seite)

(*Fortsetzung Tabelle A1*)

Kriterien des Verfassungsgerichts vom 7. Februar 2014 (BVerfG 2014)	Vollzuteilungspolitik (Deutsche Bundesbank 2009, (Seitenzahl))	OMT-Programm (Deutsche Bundesbank 2012, (Seitenzahl))
	„Rückgang der überreichlichen Liquiditätsausstattung mit sich bringen“ (93)	mehr oder weniger deckelt, wird sich dies auch auf den Primärmarkt – und damit auf die Neuemission von Staatsanleihen – auswirken, weil die Finanzmarktteilnehmer sicher sein können, dass sie eine neu emittierte Anleihe jederzeit zu einem Mindestpreis an das Eurosystem verkaufen können.“ (16)
Memo: Argumentation der EZB für Vollzuteilung und OMT – Sicherung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus	<p>„Bereits seit Beginn der Verwerfungen im Sommer 2007 führte die Unsicherheit der Banken über ihren eigenen Liquiditätsbedarf in Verbindung mit der Befürchtung, bei den Zinstendern des Eurosystems – also am Primärmarkt für Zentralbankgeld – nicht genügend Liquidität zu erhalten, auch zu einem erhöhten Abstand zwischen dem Mindestbietungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte und dem marginalen Zuteilungssatz. Dieser Abstand erreichte Ende September 2008 mit knapp 50 Basispunkten ein historisches Höchstniveau“ (94)</p> <p>„Der Interbankengeldmarkt in seiner Rolle als zentraler Umverteilungsmechanismus war ... kaum noch funktionsfähig. (94)“</p> <p>„Das Separationsprinzip zwischen der Liquiditäts- und der Geldpolitik – danach sollen von der mengenmäßigen Liquiditätsbereitstellung keinerlei eigenständige zinspolitische Signale ausgehen – ist während der geldpolitischen Lockerungsphase daher nur noch von untergeordneter Bedeutung. Vielmehr unterstützt die Liquiditätspoli-</p>	<p>„Als Indiz für das Vorliegen einer Störung der geldpolitischen Transmission könnten gegebenenfalls die gegenüber der Vorkrisenzeit sich unterschiedlich entwickelnden Renditen für Staatsanleihen der Mitglieder des Eurosystems herangezogen werden. ... Jedoch lassen sich die in jüngster Zeit zu beobachtenden Entwicklungen auf dem Markt für Staatsanleihen nicht zweifelsfrei als Begründung für eine Störung der geldpolitischen Transmission heranziehen, weil sich nicht feststellen lässt, ob eine „Störung“ bei der Renditeentwicklung für Staatsanleihen auf fundamental gerechtfertigte Ursachen zurückgeht oder ob etwaige Übertreibungen, Irrationalitäten oder andere Formen von Ineffizienzen vorliegen. ... Deshalb greift eine Fokussierung auf die Risikoauflösungen ausgewählter Staatsanleihen zu kurz. Ist eine zweifelsfreie Quantifizierung und eindeutige Zuordnung und Interpretation einzelner Risikkomponenten, also die analytische</p>

Kriterien des Verfassungsgerichts vom 7. Februar 2014 (BVerfG 2014)	Vollzuteilungspolitik (Deutsche Bundesbank 2009, (Seitenzahl))	OMT-Programm (Deutsche Bundesbank 2012, (Seitenzahl))
	tik seither die geldpolitische Lockerung und spielt so eine wichtige Rolle für die Erreichung der geldpolitischen Ziele.“	Zerlegung von Risikoauslösungen, nicht möglich, lässt sich im Ergebnis jede Interpretation und damit einhergehende Handlungsempfehlung durch entsprechenden Annahmen begründen.“ (6,7) „Unstreitig ist, dass sich mit dem Aufkommen der Staatsschuldenkrise das Finanzierungsumfeld der Kreditinstitute verschlechterte, denn mit der sich eintrübenden Kreditwürdigkeit einzelner Staaten ergeben sich für das jeweilige Bankensystem eine Reihe potentiell nachteiliger Effekte. ... Höhere Finanzierungskosten für den privaten Sektor können somit höhere nationale fiskalische Risiken widerspiegeln. Dies wäre [aber – Anm. d. Verf.] keine geldpolitisch zu bekämpfende Entwicklung, sondern die unmittelbare Folge der national eigenverantwortlichen Finanzpolitik. Insofern stehen unterschiedliche Marktzinssätze innerhalb des Euroraums nicht im Widerspruch zu einer einheitlichen Geldpolitik.“ (7).

* Diese Kriterien werden in Deutsche Bundesbank (2009, 2012) nicht direkt angesprochen. Die Einträge gehen daher allein auf den Verfasser zurück.

Literatur

- Bagehot, W.* (1873): *Lombard Street: A Description of the Money Market*, (Homewood, IL: Richard D. Irwin, Inc., 1962).
- Bernanke, B. S.* (1983): Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *American Economic Review*, Vol. 73, No. 2, pp. 257–276.
- (2014): Central Banking After the Great Recession: Lessons Learned and Challenges Ahead, A Discussion with Federal Reserve Chairman Ben Bernanke on the Fed's 100th Anniversary. The Brookings Institution, Excerpt. Available at <http://www.brookings.edu/~media/events/2014/1/16%20central%20banking%20great%20recession/20140116_bernanke_remarks_transcript.pdf>.
- Bojanowski, A.* (2013): Bilanz von „Xaver“: Triumph der Katastrophenbändiger. Spiegel Online, 6. Dezember. Available at <<http://www.spiegel.de/wissenschaft/natur/bilanz-von-orkan-xaver-sturmflut-warnung-vor-sturm-und-hochwasser-a-937664.html>>.
- Brunnermeier, M. K./Sannikov, Y.* (2012): Redistributive Monetary Policy. Paper prepared for the 2012 Jackson Hole Symposium hosted by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 31 August–1 September. Available at <<http://kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/mb-ys.pdf>>.
- De Grauwe, P.* (2014): Economic theories that influenced the judges of Karlsruhe, <<http://www.voxeu.org/article/economic-flaws-german-court-decision>>, accessed April 2014.
- Deutsche Bundesbank* (2009): Wechselwirkungen zwischen den geldpolitischen Sondermaßnahmen des Eurosystems und der Aktivität am Interbankengeldmarkt in der Krise. Deutsche Bundesbank (eds.), *Finanzstabilitätsbericht 2009*, 19 November, pp. 93–106.
- (2012): Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht zu den Verfahren mit den Az. 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR 1824/12, 2 BvE 6/12. Available at <http://www.handelsblatt.com/downloads/8124832/1/stellungnahme-bundesbank_handelsblatt-online.pdf>.
- Diamond, D. W./Dybvig, P. H.* (1983): Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3, pp. 401–419.
- Eucken, W.* (1990): Grundsätze der Wirtschaftspolitik, 6th edn, (Tübingen: J. C. B. Mohr/Paul Siebeck).
- Frankfurter Allgemeine Zeitung* (2013): Der Aufruf. Available at <<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/neuer-appell-deutsche-oekonomien-werfen-der-ezb-staatsfinanzierung-vor-12569316.html>>, accessed 11 February 2013.
- Fuest, C.* (2013): Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht anlässlich der mündlichen Verhandlung zu den Verfahren 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1438/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR 1440/12, 2 BvR 1824/12 und 2 BvR 6/12. Available at <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/stellungnahmen/Stellungnahme_BVerfG_Fuest_Juni_2013.pdf>.

- Giavazzi, F./Portes, R./Weder di Mauro, B./Wyplosz, C.* (2013): The Wisdom of Karlsruhe: The OMT Court Case Should Be Dismissed. Available at <<http://www.voxeu.org/article/wisdom-karlsruhe-omt-court-case-should-be-dismissed>>.
- Goodhart, C. A. E.* (1999): Myths About the LOLR. International Finance, Vol. 2, pp. 339–360.
- Hayek, F. A. v.* (1933): Monetary Theory and the Trade Cycle, 30 August 2013. Available at <<http://mises.org/books/monetarytheory.pdf>>.
- Hellwig, M.* (2013): Governments, Banks, and Monetary Policy in the Crisis. DIW Berlin, September 2013. Available at <http://www.diw.de/documents/dokumentenarchiv/17/diw_01.c.426879.de/hellwig_omt_konferenz_2013.ppt>.
- Henkel, H.-O.* (2014): Die Angst vor dem Elfmeter. Handelsblatt, No. 28, p. 12, 10 February.
- Issing, O.* (2014): Eine Perversion des Solidaritätsgedankens, Gespräch mit Dori Heß, Handelsblatt, No. 37, p. 48 ff., 21/22/23 February.
- Kahn, H. W.* (1973): Helmut Schmidt – Fallstudie über einen Populären (Hamburg: Holsten Verlag).
- Konrad, K. A.* (2013): Haftungsrisiken und Fehlanreize aus ESM und OMT-Programm. Wirtschaftsdienst, Vol. 93, No. 7, pp. 431–439.
- Mayer, T.* (2013): Die Ökonomen im Elfenbeinturm: ratlos – Eine österreichische Antwort auf die Krise der modernen Makroökonomik und Finanztheorie, Freiburger Diskussionspapiere zur Ordnungsökonomik No. 13/1.
- NDR* (2012): Sturmflut 1962: Die große Rettungsaktion. Available at <<http://www.ndr.de/geschichte/chronologie/sechzigerjahre/schmidtsturmflut100.html>>.
- Obstfeld, M.* (2013): Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis. European Economy – Economic Paper, No. 493, Brussels.
- Paqué, K.-H./Winkler, A.* (2014): Feuerwehr für die Märkte. Handelsblatt 35, 15, 19 February.
- Rajan, R.* (2013): A Step in the Dark: Unconventional Monetary Policy After the Crisis. Presentation at the Award Ceremony for the Deutsche Bank Prize in Financial Economics, 2013. Available at <https://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/dbprize/2013/Raghuram_Rajan.pdf>.
- Richter, R.* (2013): Geldwertsicherung im internationalen Goldstandard und in einer Währungsunion von Staaten mit Papierstandard aus institutionenökonomischer Sicht. Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Vol. 14, No. 1-2, pp. 132–149.
- Rose, P.* (2012): „Erwarnte Vollzugsmeldung“ – Das Krisenmanagement Helmut Schmidts während der Sturmflut 1962 in der Selbst- und Fremdwahrnehmung. Universität Hamburg, Hauptseminar NG: 54-321, 25 May. Available at <http://sauseschritt.net/wp-content/uploads/2012/07/HA_Peter_Rose_Erwarnte_Vollzugsmeldung.pdf>, accessed February 2014.

- Schieritz, M.* (2013): Ist Karlsruhe biased? ZEIT Online. Available at <http://blog.zeit.de/herdentrieb/2013/06/10/ist-karlsruhe-biased_6172>, accessed 11 February 2013.
- Schmieding, H.* (2013): Euroscepticism at its worst. SchmiedingBlog. Available at <<http://blog.berenberg.de/euroscepticism-at-its-worst/>>.
- (2014a): The Mongers of Doom. SchmiedingBlog. Available at <<http://blog.berenberg.de/the-mongers-of-doom/>>.
 - *Schmieding, H.* (2014b): Der Irrtum der Richter, Der Euro – Fakten für Deutschland. Berenberg, 12 February.
- Schmidt, H.* (2008): Außer Dienst – Eine Bilanz (München: Siedler Verlag).
- Sinn, H.-W.* (2013): Verantwortung der Staaten und Notenbanken in der Eurokrise. Available at <<http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/policy/Sinns-Corner/Sinn-Juni2013-Verantwortung-in-der-Eurokrise.html>>.
- (2014a): Stellungnahme des ifo Instituts und von Prof. Hans-Werner Sinn zur heutigen Erklärung des Bundesverfassungsgerichts zum OMT-Programm der EZB. Available at <http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2014/Q1/press_20140207-Stellungnahme-des-ifo-Instituts-und-von-Prof-Hans-Werner-Sinn-zur-heutigen-Erklärung-des-Bundesverfassungsgerichts-zum-OMT-Programm-der-EZB-.html>.
 - (2014b): Und Karlsruhe entscheidet. Handelsblatt, No. 29, p. 48, 11 February.
- Soell, H.* (2003): Helmut Schmidt: Vernunft und Leidenschaft – 1918–1969 (München: Deutsche Verlags-Anstalt).
- Steingart, G.* (2013): Die algorithmischen Armleuchter. Gabor Steingart im Gespräch mit Frank Schirrmacher. Frankfurter Allgemeine Zeitung, 31 July.
- Weidmann, J.* (2013a): „Nicht alles ist erlaubt“. Available at <http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Interviews/2013_06_24_weidmann_sueddeutsche.html>.
- (2013b): Niedrigzinsen: Mit der Zeit steigen die Risiken, Interview in der Wirtschaftswoche am 21.12.2013: „Der Geldwert ist stabil“. Available at <http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Interviews/2014_01_03_weidmann_wiwo.html>.
- White, W.* (2012): Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences. Available at: <http://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wppapers/2012/0126.pdf>.
- Winkler, A.* (2013a): Der lender of last resort vor Gericht, Frankfurt School Working Paper, No. 206. Available at <<http://www.frankfurt-school.de/clicnetclm/fileDownload.do?goid=000000575799AB4>>.
- (2013b): EZB-Krisenpolitik: OMT-Programm, Vollzuteilungspolitik und Lender of Last Resort, Wirtschaftsdienst, Vol. 93, No. 10, pp. 678–685.
 - (2013c): Ordnung und Vertrauen – Zentralbank und Staat in der Eurokrise. Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Vol. 14, No. 3-4, pp. 198–218.