

Forum Finanz 21.5.2014

Die Euro-Krisenmaßnahmen im Kreuzfeuer der Kritik

Peter Brandner

EZB-Krisenpolitik - ist das OMT-Programm mandatswidrig?



EZB-Krisenpolitik: Ist das OMT- Programm mandatswidrig?

**Anmerkungen zur Entscheidung
BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.1.2014**

Peter Brandner

Forum Finanz, 21.5.2014

Persönliche Meinung des Vortragenden, die nicht notwendigerweise mit jener des BMF übereinstimmen muss.

Überblick

- **Beschluss des EZB-Rats v. 6.9.2012:
Outright Monetary Transactions (OMT)**
- **Aufgaben des ESZB**
- **Beschluss (6:2) des deutschen
Bundesverfassungsgericht v. 14.1.2014**
http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20140114_2bvr272813.html
- **Lender-of-last-ressort (LOLR) Funktion
einer Zentralbank**

Wahrnehmung staatspezifischer Extremrisiken

y-Achse: Gemeinsame Wahrscheinlichkeit, risikoneutral
(CDS-impliziert)

- Wahrscheinlichkeit (zwei oder mehr Kreditereignisse)
- Rede in London
- - - OMT-Ankündigung
- Ankündigung der OMT-Modalitäten

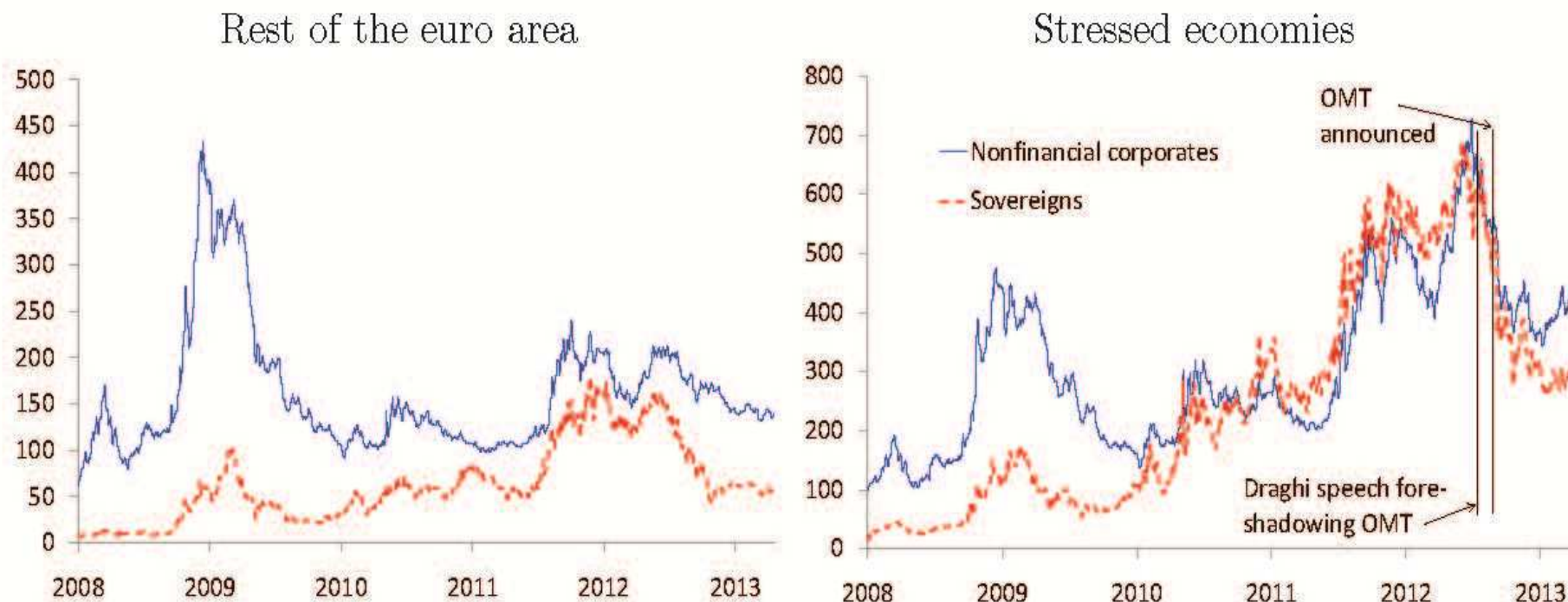


Quelle: CDS-Daten von Bloomberg, EZB-Berechnungen.

EZB Monatsbericht Mai 2014

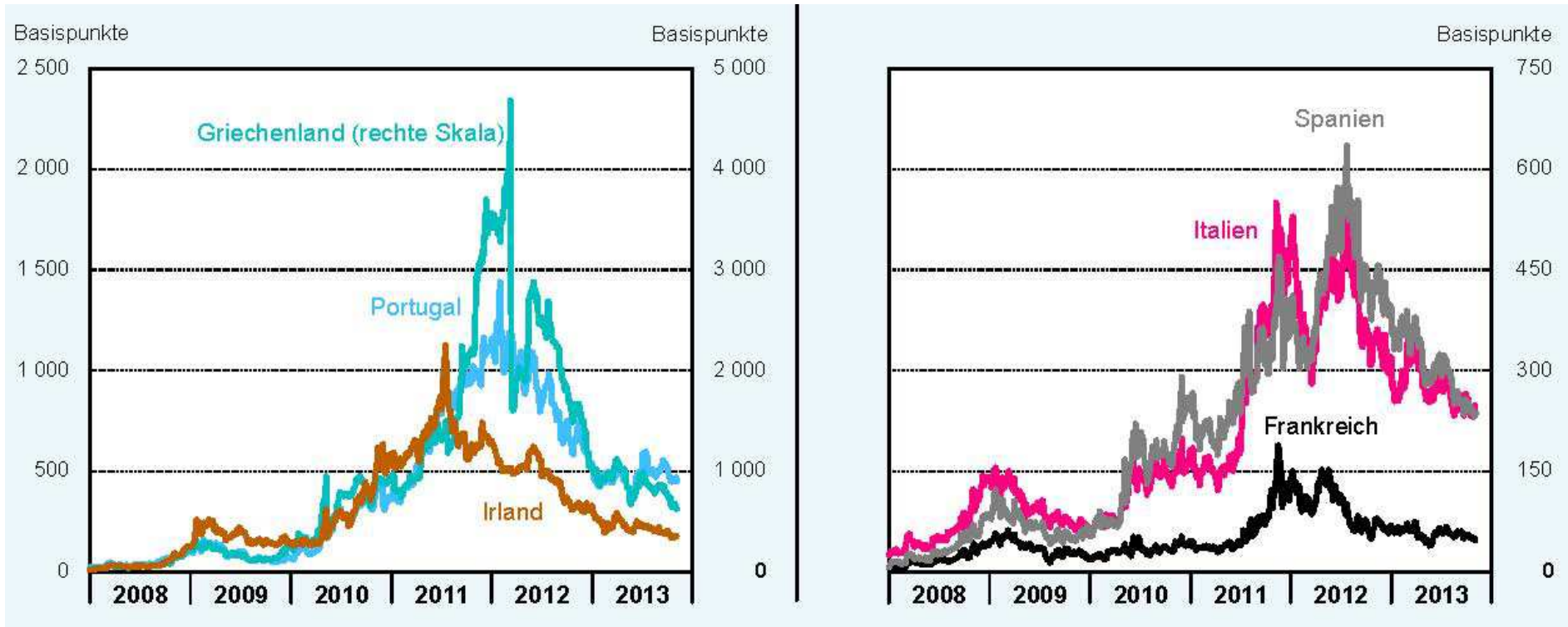
Wahrscheinlichkeit gemeinsamer oder konditionaler Kreditereignisse auf der Basis beobachteter Preise für Credit Default Swaps (CDSs) auf Staatsanleihen

CDS spreads: Staaten & Nichtfinanzielle Unternehmen



Notes: 5-year CDS spreads in the euro area stressed economies vs. the rest of the euro area. The figure shows spreads for sovereigns (dashed) and for nonfinancial corporations headquartered in the respective country group (solid). Corporate data for the stressed economies include observations for Italy (number of firms in the sample: 4), Portugal (2), and Spain (6). The sample of other economies includes Austria (1), Finland (4), France (29), Germany (21), and the Netherlands (8). The same relative weights are adopted for the sovereign and corporate index series. For example, of the 63 firms in the 'rest of the euro area' sample, 29 are headquartered in France. As a result, in the sovereign series for this sample, France has a weight of 29/63. The corporations in our sample are the constituents of the Markit iTraxx Europe index. Data source: Bloomberg.

Renditedifferenzen gegenüber deutschen (10-jährigen) Staatsanleihen



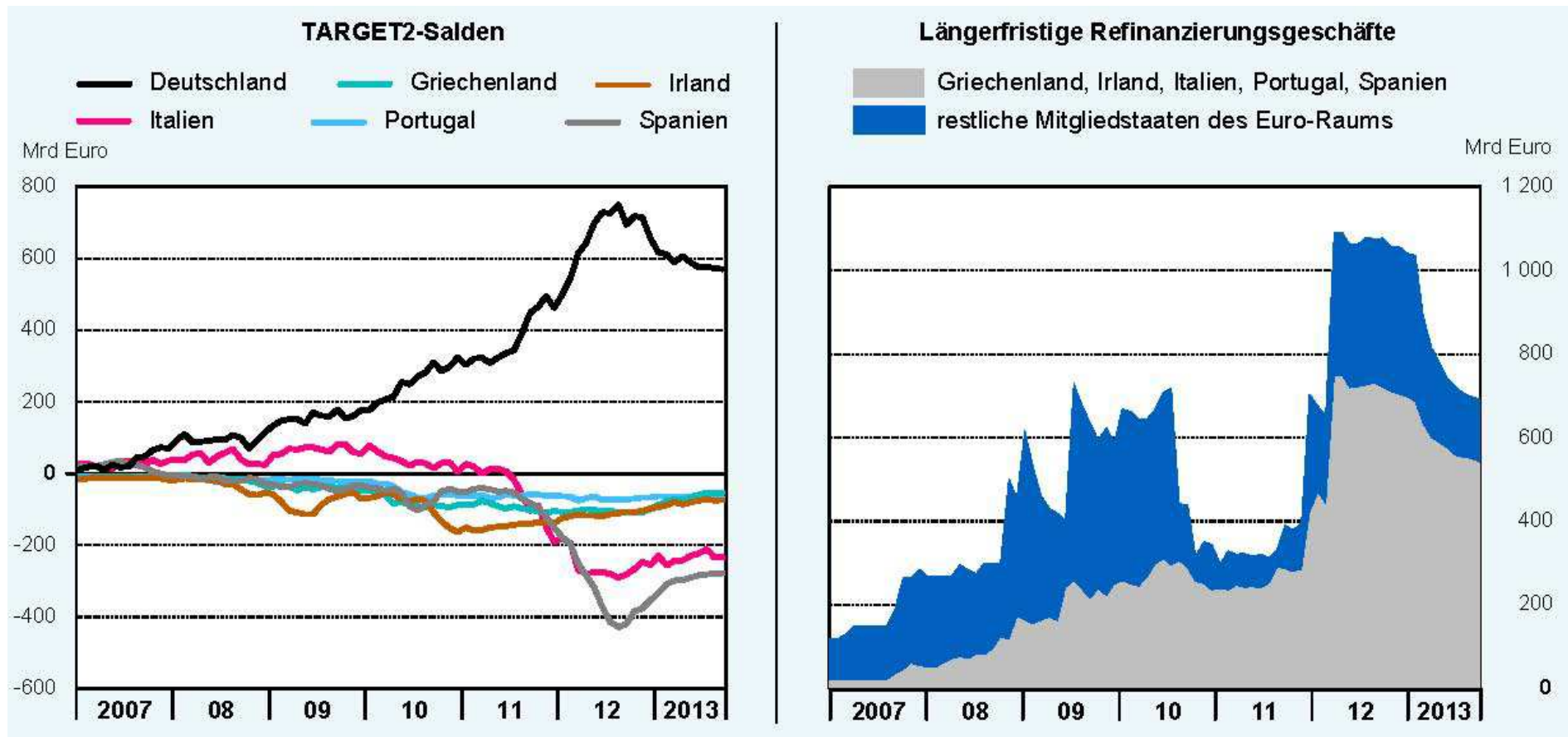
Sachverständigenrat – Jahresgutachten 2013/14

26.7.2012: Mario Draghi in London: „**whatever it takes to preserve the euro**“

2.8.2012: EZB-Pressekonferenz: Ankündigung eines neuen Staatsanleihen-Ankaufprogramms

6.9.2012: Beschluss OMT-Programm

TARGET2-Salden und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte im Euro-Raum



Sachverständigenrat – Jahresgutachten 2013/14

26.7.2012: Mario Draghi in London: „**whatever it takes to preserve the euro**“

2.8.2012: EZB-Pressekonferenz: Ankündigung eines neuen Staatsanleihen-Ankaufprogramms

6.9.2012: Beschluss OMT-Programm

OMT-Beschluss v. 6.9.2012: Technische Merkmale

■ **Konditionalität**

- EFSF/ESM-Programm: vollständiges Anpassungsprogramm oder vorsorglich (Kreditlinie mit verschärfter Konditionalität)
- Möglichkeit von EFSF/ESM-Primärmarktkäufen
- sofern aus geldpolitischer Sicht geboten
- solange Konditionalität vollständig erfüllt

EZB-Rat wird **im alleinigen Ermessen** und im Einklang mit seinem geldpolitischen Mandat über die Aufnahme, Fortsetzung und Einstellung von geldpolitischen Outright-Geschäften entscheiden

OMT-Beschluss v. 6.9.2012: Technische Merkmale

- **Geltungsbereich**
 - für MS, die Anpassungsprogramm durchlaufen, wenn ihr **Zugang zum Anleihemarkt** wieder hergestellt wird
 - Staatsanleihen mit 1-3 Jahren (Rest-)Laufzeit
 - Umfang ex ante nicht beschränkt
- **Gläubigerstatus**
 - gleichrangige Behandlung wie private oder sonstige Gläubiger
- **Sterilisierung**
 - geschaffene Liquidität wird vollständig sterilisiert

OMT-Beschluss v. 6.9.2012: Technische Merkmale

- **Transparenz**
 - wöchentlich: Marktwert des Gesamtbestands
 - monatlich: durchschnittliche Duration und Aufschlüsselung nach Ländern
- **Programm für die Wertpapiermärkte (SMP)**
 - SMP wird eingestellt, Wertpapiere bis zur Fälligkeit gehalten

Aufgaben des Eurosystems

- **Institutioneller Rahmen:** politisch unabhängige Zentralbank (Art. 130 AEUV)
- **Art. 119 AEUV:** Gewährung der **Preisstabilität** **vorrangiges Ziel** einer einheitlichen Geld- und Wechselkurspolitik

[Anm.: Entscheidungen über Wechselkursregelungen gemeinsam mit ECOFIN-Rat!]

- **Art. 127 (1) AEUV:** vorrangiges Ziel des ESZB ist, die Preisstabilität zu gewähren; soweit ohne Beeinträchtigung der Preisstabilität, **Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik** (vgl. Art. 3 EUV).
- **Art. 127 (2) AEUV:** grundlegende Aufgaben des ESZB u.a.:
 - **Geldpolitik** der EU festlegen und ausführen
 - **Devisengeschäfte** durchführen
 - Halten und verwalten der offiziellen **Währungsreserven**
 - Reibungsloses Funktionieren der **Zahlungssysteme** zu fördern (z.B. Zahlungsverkehrssystem der Euro-ZBen: TARGET2)

Anleihekäufe am Sekundärmarkt durch Eurosystem

- **Finanzierung** erfolgt am **Primärmarkt** !
- **Kauf am Sekundärmarkt daher nie „Finanzierung“**
- **Verbot der monetären Staatsfinanzierung**
 - ESZB: Art. 123 AEUV / Art.21.1. ESZB-Satzung
 - Federal Reserve: Federal Reserve Act, Section 14.
- (Staats-)Anleihekäufe am Sekundärmarkt sind klassisches geldpolitisches Zentralbankinstrument!
 - Eurosystem: Art.18.1. ESZB-Satzung
- **Keine Staatsfinanzierung durch Eurosystem**
- **daher: kein Rechtsbruch**

[Anm.: **jede** geldpolitische Maßnahme hat – direkt/indirekt – Auswirkungen auf Finanzierungskosten]

Miss- oder Unverständnisse – politisches Motiv ... ?

SAMSTAG, 22. SEPTEMBER 2012 /// DIEPRESSE.COM/ECONOMIST

„Wir leben im kollektiven Rechtsbruch“

Interview. Aus Sicht des früheren EZB-Chefvolkswirts Jürgen Stark überschreitet die EZB ihr Mandat. Er ortet hohes Inflationspotenzial und hält die europäische Debatte über Sparprogramme für eine semantische Irreführung.

Zur Person



Jürgen Stark (64), im Bild rechts, war von 2006 bis Anfang 2012 Chefvolkswirt der EZB. Der Deutsche trat im Protest gegen die Staatsanleihenkäufe durch die EZB zurück. Stark studierte Volkswirtschaft in Stuttgart und war als Staatssekretär im deutschen Finanzministerium maßgeblich an der Einführung des Euro beteiligt. Er war auf Einladung der Investmentberatung Merito zu einer Kundenveranstaltung in Wien.

Wie lange kann sich denn Deutschland seinen Widerstand noch leisten?

Das Bundesverfassungsgericht hat in einer Textziffer gesagt, dass der Ankauf von Staatspapieren gegen das Verbot der Staatsfinanzierung durch die Notenbank verstößt. Das bringt die Deutsche Bundesbank in einen Konflikt. Das ist eine sehr diffizile Situation.

Missinterpretation von Abs.-Nr. 174

BVerfG, 2 BvR 1390/12 vom 12.9.2012, Abs.-Nr. 174

„Auch eine Hinterlegung von Staatsanleihen durch den Europäischen Stabilitätsmechanismus bei der Europäischen Zentralbank als Sicherheit für Kredite würde gegen das Verbot unmittelbaren Erwerbs von Schuldtiteln öffentlicher Stellen verstoßen. Dabei kann offen bleiben, ob hierin eine Übernahme von Schuldtiteln direkt vom öffentlichen Emittenten am Primärmarkt läge oder nach dem Zwischenerwerb durch den Europäischen Stabilitätsmechanismus einem Erwerb am Sekundärmarkt entsprechen würde. Denn ein Erwerb von Staatsanleihen am Sekundärmarkt durch die Europäische Zentralbank, der auf von den Kapitalmärkten unabhängige Finanzierung der Haushalte der Mitgliedstaaten zielt, ist als Umgehung des Verbotes monetärer Haushaltsfinanzierung ebenfalls untersagt.“

http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20120912_2bvr139012.html

- **Beschwerdevorbringen:**

Die Beschwerdeführer und die Antragstellerin sind der Auffassung, dass die Bundesregierung und der Deutsche Bundestag verpflichtet seien, sich um eine Aufhebung des OMT-Beschlusses zu bemühen oder jedenfalls seine Umsetzung zu verhindern und die Deutsche Bundesbank an einer Umsetzung des Beschlusses nicht mitwirken dürfe.

-
- **Beschwerdebegründung: OMT-Beschluss sei**
 - **Ultra-vires-Akt**
 - keine Geldpolitik
 - monetäre Haushaltsfinanzierung
 - vertragswidrige Suspendierung der Marktmechanismen
 - Umverteilung in großem Stil zwischen Banken und Steuerzahlern bzw. zwischen Steuerzahlern verschiedener MS
 - Kein Mandat dafür → demokratisch nicht hinreichend legitimiert
 - GG ...

-
- **Fragen an EuGH /1**
 - Ist OMT-Beschluss mit Art.119 und Art.127(1-2) AEUV sowie Art.17-24 EZB/ESZB-Satzung unvereinbar, weil er über geregelte **Mandat der EZB zur Währungspolitik** hinausgeht und in die Zuständigkeit der Mitgliedstaaten übergreift?
 - **Mandatsüberschreitung der EZB insb. wegen:**
 - **Konditionalität** (Programmanbindung)
 - **Selektivität** (nur einzelne MS)
 - **Parallelität** (zusätzlich zu Hilfsprogrammen)
 - **Umgehung** (Begrenzung der Hilfsprogramme)

-
- **Fragen an EuGH /2**
 - Ist OMT-Beschluss mit Art.123 AEUV – **Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung** – unvereinbar?

 - **Unvereinbarkeit insb. wegen:**
 - **Marktpreisbildung** (kein zeitlicher Abstand zw. Emission und Sekundärmarktankauf vorgesehen)
 - **Eingriff in Marktlogik** (Halten bis Fälligkeit)
 - **Ausfallrisiko** (keine Anforderung an Bonität)
 - **Schuldenschnitt** (Gleichbehandlung mit anderen Inhabern von Staatsanleihen)

- **Fragen an EuGH /3**

- Sind Art.119 und Art.127(1-2) AEUV sowie Art.17-24 EZB/ESZB-Satzung so auszulegen, dass sie **Eurosystem** – alternativ/kumulativ – gestatten:

- Punkte wie oben, plus:

- **Ermutigung zum Ersterwerb** (Äußerung von Kaufabsichten in zeitlichem Zusammenhang mit Emissionen – Einfluss auf Preisbildung)

-
- **Stellungnahme EZB /1**
 - OMT-Beschluss von Mandat gedeckt ...
 - **OMT soll nicht gerechtfertigter Zinsaufschläge / unbegründete Ängste bez. Reversibilität des Euro neutralisieren** (Abschneiden ungerechtfertigter Zinsspitzen)
 - MS mit Zugang zu Anleihenmarkt → mit Zinsmechanismus verbundene fiskalische Disziplinierung bleibe erhalten
 - wird Schuldenschnitt nicht zustimmen (aber Mehrheit auf Gläubigerversammlung akzeptieren)

- **Stellungnahme EZB /2**
 - ESZB beabsichtige nicht, in maximal möglichen Umfang aufzukaufen
 - damit sich Marktpreis bilden könne: situationsangemessen, in Tagen zählender Abstand (Sperrfrist in nicht veröffentlichter Leitlinie)
 - Sekundärmarktkäufe (Art.18.1. ESZB-Satzung) ist keine vom Finanzmarkt unabhängige Haushaltsfinanzierung
 - kein Haftungsrisiko für nationale Haushalte, da ESZB Risikovorsorge getroffen habe

■ **Stellungnahme Bundesbank**

- Annahme einer Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zweifelhaft: rechtfertigt OMT-Beschluss nicht
- **Zinsaufschläge auf Staatsanleihen ließen sich nicht in gerechtfertigte und irrationale Bestandteile aufspalten**
- **Zinsaufschläge wirtschaftlich gerechtfertigt**
- Es gehe nicht um geldpolitischen Transmissionsmechanismus: Störung würde ja hingenommen werden, wenn MS Verpflichtungen nicht einhalte
- Übernahme von Risiken – Schulden: im Gegensatz zu ESM fehle parlamentarische Kontrolle

Der OMT-Beschluss stellt sich als Entscheidung über ex ante nicht begrenzte, politisch konditionierte Ankäufe von Staatsanleihen einzelner Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes dar, deren vorrangiges Ziel (oder zumindest notwendiges Zwischenziel) die Senkung der von den begünstigten Mitgliedstaaten auf den Kapitalmärkten zu zahlenden Zinsen für neue Staatsanleihen ist. Vorbehaltlich der Auslegung durch den Gerichtshof der Europäischen Union ist er nach Einschätzung des Bundesverfassungsgerichts **mit Art. 119 und Art. 127 Abs. 1 und Abs. 2 AEUV und Art. 17 ff. der ESZB-Satzung unvereinbar, weil er über das in den genannten Vorschriften geregelte Mandat der Europäischen Zentralbank hinausgeht und in die Zuständigkeiten der Mitgliedstaaten für die Wirtschaftspolitik übergreift (1.).** Er erscheint ferner mit dem in Art. 123 AEUV verankerten Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung unvereinbar (2.). An beidem dürfte die Berufung der Europäischen Zentralbank auf eine „Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus“ nichts ändern (3.). **Demgemäß hätten die Anträge voraussichtlich Erfolg. Eine andere Einschätzung könnte hingegen geboten sein, wenn der OMT-Beschluss primärrechtskonform ausgelegt werden könnte (4.).**

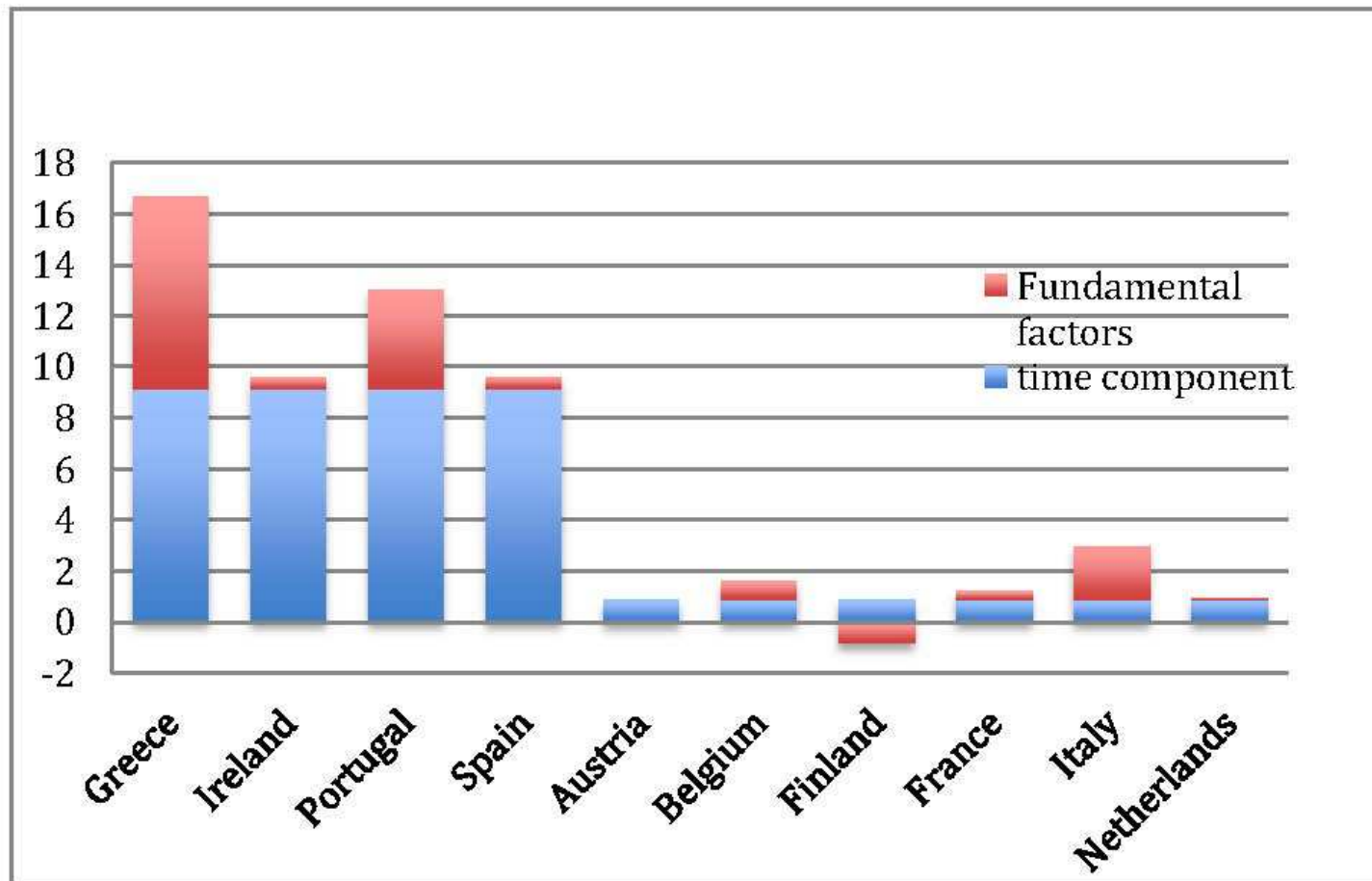
BVerfG-Beschluss v. 14.1.2014: Diskussionspunkte

- **Währungspolitik ↔ Wirtschaftspolitik ??**
 - Unabhängigkeit der Zentralbanken
Durchbrechung demokratischer Legitimation („erprobten und wissenschaftlich belegten Besonderheit der Währungspolitik“)
- **eigenständige vs. unterstützende Wirtschaftspolitik ??**
- **Neutralisierung von Zinsaufschlägen**
 - „überzeugende Expertise der Bundesbank“ ?
 - willkürlicher Eingriff in Marktgeschehen ?
- **„Beteiligung“ an Schuldenschnitt (Akzeptanz der Mehrheit auf Gläubigerversammlung via CAC) → unzulässige monetäre Haushaltsfinanzierung !!**

- **Finanzielle Ansteckung**
 - Instabilität an einem bestimmten Markt / in einem bestimmten finanziellen Unternehmen überträgt sich auf einen oder mehrere andere Märkte / finanzielle Unternehmen
- **Ökonomie kennt Modelle mit**
 - einem (fundamental) bestimmten Gleichgewicht
 - mehreren Gleichgewichten: selbsterfüllende Erwartungen (Informations-Koordinierungsproblem)
- **Umfangreiche theoretische / empirische Literatur:**
Calvo (1988), Cole, Kehoe (2000), Corsetti, Kuester, Meier, Müller (2014), Siehe auch EZB-Monatsbericht Mai 2014, S. 73ff

Multiple Gleichgewichte an Staatsanleihenmärkte /2a

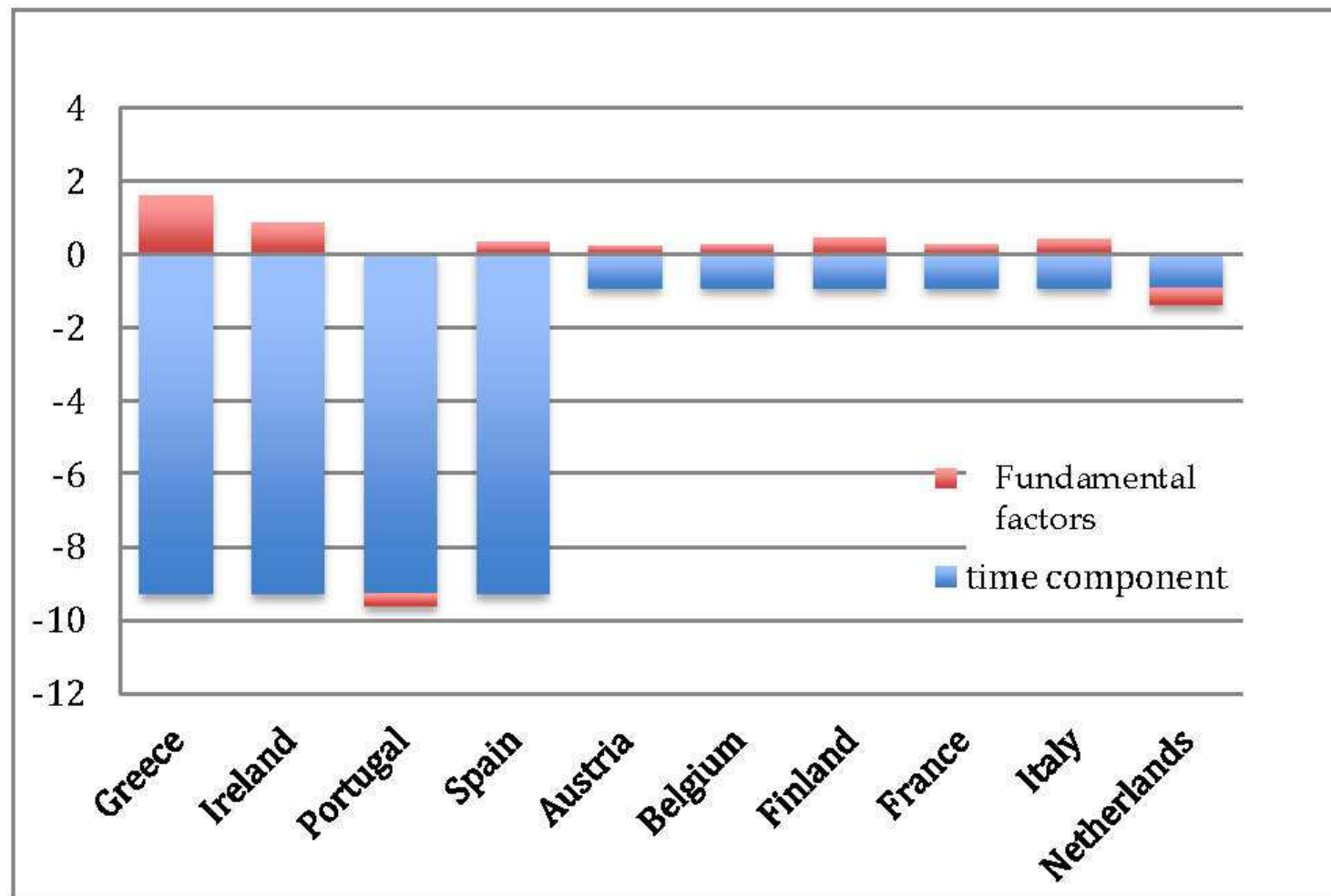
Contribution of fundamentals and time dummies in predicted change in spreads (2008Q1-2012Q2)



Paul De Grauwe, Yuemei Ji, Disappearing government bond spreads in the eurozone – Back to normal ?, CEPS Working Document No. 396 / May 2014

Multiple Gleichgewichte an Staatsanleihenmärkte /2b

*Contribution of fundamentals and time dummies in predicted change in spreads
(2012Q1-2013Q4)*



Paul De Grauwe, Yuemei Ji, Disappearing government bond spreads in the eurozone – Back to normal ?, CEPS Working Document No. 396 / May 2014

Der OMT-Beschluss wäre aus Sicht des Bundesverfassungsgerichts möglicherweise dann nicht zu beanstanden, wenn er im Lichte der Art. 119 und Art. 127 ff. AEUV sowie Art. 17 ff. ESZB-Satzung so ausgelegt oder in seiner Gültigkeit beschränkt würde, dass er die Konditionalität der Hilfsprogramme von Europäischer Finanzstabilisierungsfazilität und Europäischem Stabilitätsmechanismus nicht unterläuft (vgl. Rn. 72 ff.; 77; 79 ff.) und einen die Wirtschaftspolitik in der Union nur unterstützenden Charakter hat (vgl. Rn. 68 ff.; 71; 79 ff.). Mit Blick auf Art. 123 AEUV setzte dies voraus, dass **ein Schuldenschnitt ausgeschlossen werden muss** (vgl. Rn. 86 f.), **Staatsanleihen einzelner Mitgliedstaaten nicht in unbegrenzter Höhe angekauft werden** (vgl. Rn. 81) und **Eingriffe in die Preisbildung am Markt soweit wie möglich vermieden werden** (vgl. Rn. 88 ff.). **Erklärungen der Vertreter der Europäischen Zentralbank** im verfassungsgerichtlichen Verfahren zu den Rahmenbedingungen beim Vollzug des OMT-Beschlusses (begrenzt Volumen eines möglichen Ankaufs von Staatsanleihen; keine Beteiligung an einem Schuldenschnitt; Einhaltung von zeitlichen Abständen zwischen der Emission einer Staatsanleihe und ihrem Ankauf; kein Halten der Anleihen bis zur Fälligkeit) **deuten darauf hin, dass eine solche unionsrechtskonforme Auslegung auch mit Sinn und Zweck des OMT-Beschlusses noch vereinbar sein dürfte.**

BVerfG-Beschluss v. 14.1.2014:

Abweichende Meinung der Richterin Lübbe-Wolff

In dem Bemühen, die Herrschaft des Rechts zu sichern, kann ein Gericht die Grenzen richterlicher Kompetenz überschreiten. Das ist meiner Meinung nach hier geschehen. Die Anträge hätten als unzulässig abgewiesen werden müssen.

...

Jedenfalls sprengen die Entscheidungen, die die Kläger dem Bundesverfassungsgericht ansinnen, soweit sie sich gegen Unterlassungen von Bundesorganen in Ansehung des OMT-Beschlusses wenden, nach meiner Auffassung die Grenzen des ohne Verstoß gegen Gewaltenteilungs- und Demokratieprinzip durch ein Gericht Entscheidbaren.

...

Im deutschen Recht, das nach bisheriger Auslegungstradition eine explizite *political-question*-Doktrin nicht kennt, betrifft dies vor allem die Auswahl zwischen Zulässigkeitschranken und verringerter Kontrollintensität als Instrumenten richterlicher Zurückhaltung.

...

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.

BVerfG-Beschluss v. 14.1.2014:

Abweichende Meinung des Richters Gerhardt

Ich halte die Verfassungsbeschwerden und den Antrag im Organstreitverfahren, soweit sie den OMT-Beschluss betreffen, für unzulässig.

...

Zunächst werden die für die ultra-vires-Kontrolle bei Eingriffen in materielle Grundrechte entwickelten Maßstäbe hierher übertragen; der Senat beansprucht also ohne Rückanbindung an ein materielles Grundrecht eine Prüfungskompetenz dahingehend, ob ein Organ der Europäischen Union ihm nicht zugewiesene Kompetenzen offensichtlich und strukturell bedeutsam „usurpiert“ hat, wobei es nicht darauf ankommt, ob die Verfassungsidentität gemäß Art. 79 Abs. 3 GG berührt wird. Liegt eine derartige Kompetenzüberschreitung vor, soll der Einzelne von Bundestag und Bundesregierung verlangen können, dass sie sich aktiv mit der Frage auseinandersetzen, wie die Kompetenzordnung wiederhergestellt werden kann, und dass sie eine positive Entscheidung darüber herbeiführen, welche Wege dafür beschritten werden. Dem kann ich nicht folgen.

...

Die Entscheidung darüber, wie die Bundesrepublik Deutschland auf Souveränitätsverletzungen reagiert, steht grundsätzlich im politischen Ermessen der zuständigen Verfassungsorgane, namentlich der Bundesregierung und des Deutschen Bundestages. Ausschließlich sie selbst haben zunächst darüber zu befinden, ob ein Völkerrechtsverstoß vorliegt und gegebenenfalls welches Gewicht ihm beizumessen ist.

...

Ein justiziables Recht des Einzelnen auf eine bestimmte Form parlamentarischer Befassung erscheint indes weder geboten noch mit der Eigenart des demokratischen Prozesses überhaupt vereinbar.

Lender-of-last-ressort (LOLR) Funktion

einer Zentralbank

/1

- **LOLR-Politik** = **institutionalisierte Versicherung** gegen Illiquidität
- **LOLR** entscheidet „subjektiv“ → Unterscheidung **Illiquidität** ↔ **Solvenz** insb. in Krise schwierig
- **LOLR** ist immer **Risiko-Umverteilungsmechanismus** → Geschäftspartner mit zweifelhafter Solvenz
- **LOLR-Politik** **widerspricht *per definitionem* marktwirtschaftlicher Ordnung** → vergibt Kredit an Schuldner, die am Markt keinen bekommen

Lender-of-last-ressort (LOLR) Funktion einer Zentralbank

/2

- **LOLR-Politik** setzt negative Anreizeffekte → Moral-Hazard-Risiko → Regulierung & Kontrolle
notwendig: auch „gesunde“ Marktteilnehmer profitieren, da Schutz vor Ansteckungseffekten / Illiquidität / Insolvenz
- **LOLR** benötigt **Partner, der Solvenzrisiko trägt:**
Zentralbank → Staat
EZB → ESM?
(Koppelung des OMT-Programms an ESM)

Siehe: Winkler, A. (2013), EZB-Krisenpolitik: OMT-Programm, Vollzuteilungspolitik und Lender of Last Resort, Wirtschaftsdienst 678-685

Mengentender mit Vollzuteilung vs. OMT-Programm

	Mengentender mit Vollzuteilung	OMT-Programm
Gemeinsamkeiten		
Offizielle Begründung	Sicherung des Transmissionsmechanismus	Sicherung des Transmissionsmechanismus
Laufzeit	2009: bis 1 Jahr 2011: bis 3 Jahre	Bis 3 Jahre
Einbeziehung Dritter	Stabilisierungsfonds, Finanzmarktpolitik der Mitgliedstaaten	ESM, Fiskalpolitik der Mitgliedstaaten
Unterschiede		
Quelle der Zentralbankgeldversorgung	Banken	Staat
Besicherung	Ja	Nein
Konditionalität	Nein	Ja

Winkler, A. (2013), EZB-Krisenpolitik: OMT-Programm, Vollzuteilungspolitik und Lender of Last Resort, Wirtschaftsdienst 678-685

Zusammenfassung

- Bei umfassender ökonomischer Betrachtung ist Trennung: Fiskal- & Geldpolitik nicht möglich
- „*unterstützende*“ vs. „*eigenständige*“ Wirtschaftspolitik ökonomisch nicht argumentierbar → rechtlich ?
- (unpräziser) OMT-Beschluss des EZB-Rats v. 6.9.2012 meines Erachtens im Einklang mit Vertrag & Mandat
- **Frage des ökonomischen (Modell-)Verständnisses:**
 - Simplex Modell mit einem Gleichgewicht/Lösung ← BVerfG
 - !! Modell mit mehreren Gleichgewichten/Lösungen („run“-Problem)
 - ✓ Akzeptanz eines Lender-of-last-ressort (BVerfG sagt implizit nein)