

A decorative graphic consisting of a grid of dots in various shades of gray and red, forming a stylized map of Europe.

Keine Angst vor EZB-Käufen von Staatsanleihen

SEBASTIAN DULLIEN UND HEIKE JOEBGES

November 2011

Die zunächst positive Reaktion von Medien und Aktienmärkten auf die Beschlüsse des Eurozonen-Gipfels Ende Oktober 2011 hat nicht einmal eine Woche gehalten. Bereits zwei Tage später konnte Italien seine Bondemission nicht im erwünschten Umfang platzieren, trotz Zinsen von mehr als sechs Prozent. Seitdem steigen nicht nur die Zinsen auf Staatsanleihen der Peripherieländer, sondern auch die vieler Euroländer mit Triple-A-Rating.

Beschlossen wurden auf dem EU-Gipfel zwei Maßnahmen, die bei gleichbleibendem EFSF-Kapital die Absicherung eines höheren Volumens von Staatsanleihen erlauben sollen (in den Medien gerne als »Hebelung« bezeichnet). Maßnahme eins, die sogenannte Versicherungslösung, bei der vom EFSF eine Kreditausfallversicherung für einen bestimmten Anteil (in der Diskussion sind bis zu 20 Prozent) möglicher Kreditausfälle garantiert werden, ändert wenig daran, dass die versicherten Staatsanleihen unsichere Anlagen bleiben. Da bei einem tatsächlichen Staatsbankrott die erwarteten Verluste mehr als 20 Prozent des Kreditvolumens ausmachen dürften, sind die Anleger weiter mit hohen Ausfallrisiken konfrontiert. Maßnahme zwei sieht vor, dass eine Zweckgesellschaft (SPV) mit Staatsanleihen besicherte strukturierte Produkte (CDOs) emittieren soll. Ob auch für die riskanteren Tranchen ausreichend Investoren gefunden werden, ist aber fraglich.

Damit erscheint die Ausweitung des Absicherungsvolumens des EFSF auf die in der Gipfelerklärung genannten 1,4 Billionen Euro unrealistisch. Für eine weitere Zuspitzung der Schuldenkrise in Italien wäre das EFSF-Volumen damit zu klein – vor allem, wenn auch noch Mittel für die Rekapitalisierung von Banken im Falle einer Griechenland-Pleite bereitstehen sollen. Die aktuelle Staatsschuldenkrise bleibt damit ungelöst.

Sollten die Zinsen auf Staatsanleihen von Spanien und Italien auf mittelfristig nicht tragfähige Niveaus steigen, wären die meisten politischen Optionen verstellt: Eine einfache Aufstockung des Grundkapitals des EFSF erscheint aus mehreren Gründen unrealistisch. Erstens dürfte es der Regierung in Deutschland und anderen euroskeptischen Ländern schwer fallen, ihre nationalen Parlamente von noch einmal vergrößerten Hilfspaketen zu überzeugen. Zudem könnte eine Aufstockung der Beteiligung am EFSF für einzelne Länder das eigene Rating gefährden. Besonders akut scheint dieses Risiko für Frankreich, das bislang noch ein Triple-A-Rating genießt.

Auch die Option, den EFSF mit einer Banklizenz auszustatten und damit die Refinanzierung über die Europäische Zentralbank zu ermöglichen, scheint politisch unrealistisch. Die deutsche Regierung hat sich sowohl gegenüber den europäischen Partnern wie auch gegenüber der deutschen Öffentlichkeit derart deutlich gegen diese Option ausgesprochen, dass ein Kurswechsel mit einem enormen Gesichtsverlust einhergehen würde. Zudem könnte eine Banklizenz des EFSF mit Zugang zu den Refinanzierungsgeschäften der EZB möglicherweise dem Art. 123 (1) AEUV widersprechen, da das Einräumen einer Banklizenz für den EFSF als Umgehungstatbestand für das Verbot der direkten Staatsfinanzierung durch die EZB gewertet werden könnte.

Kurzfristig ist eine massive Ausweitung des Rettungsvolumens des EFSF unwahrscheinlich. Auch eine Entlastung der Schuldnerstaaten über andere Finanzierungsmöglichkeiten wie beispielsweise über Eurobonds ist bisher nicht absehbar. Es bleibt daher nur eine Institution, die eine weitere Zuspitzung der Schuldenkrise schnell und glaubwürdig verhindern kann: die EZB.

Letzte Rettung EZB

Die EZB könnte durch massive Ankäufe von Staatsanleihen, möglicherweise kombiniert mit der Zusage, über einen gewissen Zeitraum die Anleihekurse nicht unter ein gewisses Niveau (und damit die Zinsen nicht über ein gewisses Niveau) steigen zu lassen, die Kurse stabilisieren.

Die Erfolgsaussichten sind unter Ökonomen weitgehend unumstritten. Da die EZB unbegrenzt Euro schöpfen und gegen Staatsanleihen eintauschen kann, ist sie, anders als der EFSF, nicht dem Verdacht ausgesetzt, dass die zur Verfügung stehenden Mittel nicht reichen könnten. Aus diesem Grund wäre eine Spekulation gegen das Versprechen der EZB sinnlos. Dies alleine könnte schon die Märkte beruhigen und die Kurse stabilisieren, sodass die EZB bei einem solchen Versprechen möglicherweise noch nicht einmal große Volumina an Anleihen aufkaufen müsste.

Grundsätzlich spricht auch Art. 123 AEUV nicht gegen eine solche Politik, da dort nur der »unmittelbare« Erwerb von Staatsanleihen verboten ist, alleine durch diese Qualifizierung aber der mittelbare Erwerb, also aus der Hand von Banken oder anderen Investoren, erlaubt ist. Man könnte sogar argumentieren, dass eine solche Politik im Rahmen des Mandates der EZB liegt, »für Preisstabilität« zu sorgen. Die EZB-Käufe würden schließlich dem Risiko eines Auseinanderbrechens der Euro-Zone entgegen wirken, welches massive Wechselkursverwerfungen mit Deflation in einigen Euro-Ländern und heftiger Inflation in anderen Euro-Ländern zur Folge hätte.

Freilich wäre ein solcher Schritt der EZB politisch höchst umstritten, zumal die Finanzierung von Staatsdefiziten insbesondere in Deutschland Inflationsängste auslöst, was nach gängiger Lesart auf die traumatischen Erfahrungen mit der Hyperinflation in den 1920er Jahren zurückzuführen ist.

Kaum Inflationsgefahren durch Anleihekäufe

Besteht wirklich Inflationsgefahr durch die Anleihekäufe? Dazu muss erstens gefragt werden, ob durch die Anleihekäufe die Geldmenge steigen würde. Zweitens muss gefragt werden, ob ein Anstieg der Geldmenge auch zu einem Zuwachs der Preise führen würde.

Anleihekäufe können nur dann zu einem Anstieg der Geldmenge führen, wenn die Zentralbank die Ankäufe nicht sterilisiert. Unter Sterilisierung verstehen Ökonomen Aktionen der Zentralbank, die an anderer Stelle die durch Interventionen an einzelnen Märkten entstehende Liquidität wieder einsammeln.

Wie man an den Daten zur Zentralbankgeldmenge (Bargeld und Einlagen der Geschäftsbanken bei der EZB) sehen kann, hat die EZB die Anleihekäufe zu rund 50 Prozent sterilisiert. Von Mai 2010 bis Oktober 2011 hat die EZB fast 200 Milliarden Euro an Staatsanleihen von Griechenland, Portugal, Spanien und Italien gekauft. Die Zentralbankgeldmenge ist in dieser Zeit aber nur etwa halb so stark gestiegen. Dieser Anstieg dürfte in dem betrachteten Zeitraum durchaus gewollt gewesen sein, da die Geschäftsbanken zunehmend Zentralbankreserven gehalten haben, statt sie untereinander zu verleihen. Hätte die EZB eine vollständige Sterilisierung gewollt, wäre dies sicher gelungen.

Bis zu welchem Umfang könnte die EZB prinzipiell Käufe von Anleihen sterilisieren? Am einfachsten wäre es, die normalen Kredite der Notenbank an die Geschäftsbanken in gleichem Umfang zurückzufahren wie die Zentralbankgeldmenge durch den Ankauf der Anleihen steigt. Ende September 2011 hatten sich Kreditinstitute rund 600 Milliarden Euro bei der EZB geliehen. Insofern könnten in Höhe dieser Summe Anleihekäufe sehr einfach und ohne weitere Instrumente sterilisiert werden.

Zusätzlich könnte die EZB auch eigene, verzinsten Sterilisierungsanleihen ausgeben, um Liquidität abzuschöpfen. Abhängig von deren Verzinsung wären diese für die Geschäftsbanken attraktiver als die Ausweitung der Kreditvergabe. Der Kauf dieser Anleihen durch die Geschäftsbanken würde die Zentralbankgeldmenge wieder senken. Solange die Zinsen auf die Sterilisierungsanleihen niedriger sind als die Zinsen auf die aufgekauften Anleihen, könnte die EZB unbegrenzt Anleihen kaufen, diese Käufe sterilisieren und würde sogar noch Gewinn mit den Sterilisierungsgeschäften machen – zumindest solange die Anleihen nicht ausfallen.

Selbst ohne Sterilisierung zöge ein Anstieg der Zentralbankgeldmenge nicht automatisch eine höhere Inflation nach sich. Für einen Druck auf die Preise müssten Banken die erhöhte Zentralbankgeldmenge zunächst einmal für einen Anstieg ihrer Kreditvergabe verwenden. Das würde

sich dann in einem Anstieg der breiteren Geldmengenaggregate wie M3 niederschlagen. Die höhere Kreditvergabe müsste zudem die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen so sehr steigern, dass die Unternehmen statt mit einer Ausweitung des Angebots mit Preissteigerungen reagieren.

Derzeit spricht wenig dafür, dass ein Anstieg der Zentralbankgeldmenge auch zu einem Anstieg der breiteren Kreditaggregate geführt hätte. In der aktuellen Lage hornten die Geschäftsbanken aus Angst vor Finanzierungsproblemen viel mehr Liquidität, weiten aber ihre Kreditvergabe kaum aus. Die Geldmenge M3 verzeichnet (nach einem zwischenzeitlichen Rückgang 2010) Ende September 2011 einen Anstieg im Jahresvergleich von nur drei Prozent. Diese Rate liegt unterhalb des üblichen impliziten Zielkorridors der EZB und deutlich unter den durchschnittlichen Wachstumsraten vor der Krise von gut sieben Prozent pro Jahr.

Der Verkauf von Staatsanleihen an die EZB erfolgt derzeit vor allem als Umschichtung weg von den Staatsanleihen der nicht mehr als sicher geltenden Peripherieländer hinein in den sicheren Parkplatz bei der EZB als Zentralbankgeld. Solange dieses Geld nicht für verstärkte Kreditvergabe genutzt wird, ergeben sich keinerlei Inflationsgefahren.

Natürlich gilt dieses Argument nur solange, wie die Konjunktur schwach ist. Gelänge die Stabilisierung der Euro-Krise, wäre auch auf einen neuen Aufschwung zu hoffen. In einer solchen Situation würden die Geschäftsbanken möglicherweise die reichliche Liquidität auch zu einer verstärkten Kreditvergabe nutzen, die mittelfristig zu einem Boom und dann – bei steigender Kapazitätsauslastung – zu steigenden Preisen führen könnte.

Auch dann wäre die EZB nicht machtlos. Zum einen könnte sie die ursprünglich gekauften Staatsanleihen wieder verkaufen und damit Zentralbankgeld vernichten. Zum anderen könnte sie auch die Mindestreservesätze erhöhen, also jenen Anteil einer jeden Bankeinlage, den die Geschäftsbanken bei der Notenbank parken müssen. Je höher die Mindestreserve, desto weniger Kredit kann das Bankensystem aus einer gegebenen Menge Zentralbankgeld schöpfen. Eine höhere Mindestreserve würde daher die Kreditvergabe der Geschäftsbanken und damit auch mögliche Inflationsgefahren wirksam begrenzen. Die in Krisenzeiten erzeugte Liquidität könnte also

schnell zurückgefahren werden. Inflationsgefahren in Folge eines Booms könnte die EZB darüber hinaus durch Zinserhöhungen leicht entgegen wirken.

Fazit: Die Anleihekäufe der EZB zur Krisenbekämpfung dürften weder kurz- noch mittelfristig zu Inflationsgefahren führen.

EZB als leichter Ausweg?

Eine häufig im Zusammenhang mit den Anleihekäufen der EZB genannte Befürchtung ist, dass einzelne Länder wie Italien angesichts angekündigter Anleihekäufe der EZB von Konsolidierungsbemühungen absehen und künftig mehr Schulden machen könnten. Weil der Staatsbankrott Italiens für die Partner und das Bankensystem der Euro-Zone dramatische wirtschaftliche Folgen hätte, könne die EZB nicht mehr glaubhaft mit einem Ende der Anleihekäufe drohen. Ein einzelnes Land könne sich dann quasi unbegrenzte Staatsdefizite leisten, weil die EZB eben einfach alle Anleihen aufkaufen müsste, die das Land emittiert.

Zwar ist ein solches Szenario für das sich verschuldende Land nicht nur vorteilhaft, weil das Land ja zumindest noch die mit höheren Schulden absolut steigenden Zinszahlungen aus dem eigenen Budget finanzieren müsste. Allerdings wäre im Einzelfall nicht auszuschließen, dass eine Garantie der EZB, Zinsen stabil zu halten, zu größerer Verschuldung einzelner Länder führt. Wenn die EZB auf diese Art und Weise dauerhaft gezwungen wäre, die Budgetdefizite eines oder mehrerer Länder durch die Notenpresse zu bedienen, oder die größere Verschuldung in einem neuen Aufschwung die Geldpolitik der EZB konterkariert, könnten sich langfristig Inflationsgefahren ergeben.

Dieses Problem könnte allerdings wirksam vermieden werden, wenn die Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes künftig eingehalten würden. Insofern ist ein solches Szenario eher ein weiteres Argument für eine stärkere wirtschafts- und finanzpolitische Koordinierung im Euro-Raum. Aus Angst vor einem solchen Szenario die Option von Anleihekäufen der EZB auszuschließen, wäre in etwa so wie Feuerlöscher zu verbieten, weil die Menschen bei Existenz von Feuerlöschern sorgloser mit ihren Zigaretten umgehen könnten.



Risiken für die EZB-Bilanz

Häufig wird zudem argumentiert, die Anleihekäufe der EZB würden enorme Risiken für die Haushalte der anderen Euro-Länder mit sich bringen, weil im Falle eines Zahlungsausfalls der Anleihen das Eigenkapital der EZB verringert würde und die Mitgliedstaaten gezwungen sein könnten, neues Kapital nachzuschießen.

Dieses Argument verkennt, dass eine Notenbank nicht wie eine normale Geschäftsbank funktioniert. Eine Notenbank kann ohne Einschränkungen ganz ohne Eigenkapital oder sogar mit negativem Eigenkapital funktionieren.¹ Von daher würden auch noch so große Abschreibungen auf Aktiva der EZB keinen Nachschuss von Kapital durch die Euro-Staaten notwendig machen.

Hohe Abschreibungen der EZB auf Staatsanleihen in ihrem Portfolio könnten allerdings die künftige Gewinnausschüttung schmälern. Stellt ein Staat, dessen Anleihen die EZB gekauft hat, seine Zinszahlungen ein, so würde die EZB künftig weniger Gewinn machen. Da dieser Gewinn üblicherweise an die Mitgliedstaaten ausgezahlt wird, würde ein solches Szenario die künftigen Einnahmen der nationalen Regierungen aus den Notenbankgewinnen verringern. Man könnte allerdings jene Staaten schützen, die weiter ihre Schulden bedienen, indem man ausstehende Forderungen der EZB gegenüber dem Mitgliedstaat mit der künftigen Gewinnausschüttung dieses Mitgliedstaates verrechnet, bis dessen Verbindlichkeiten getilgt sind.

Politikschlussfolgerungen

Zusammenfassend kann man sagen, dass mit einer neuen Zuspitzung der Staatsschuldenkrise in der Euro-Zone zu rechnen ist. Damit dürfte das Volumen der Käufe von

Staatsanleihen durch die EZB als einzigem weiter handlungsfähigem Akteur zunehmen. Da diese Käufe derzeit die einzig noch verfügbare Option zur Krisenbekämpfung und damit zur Stabilisierung der Euro-Zone sind, und aus ihnen auch keine Inflationsgefahren erwachsen, sollten diese Marktinterventionen akzeptiert werden. Dabei sollte klar sein, dass die Anleihekäufe der EZB keine Wunschoption für normale Zeiten darstellt, der Ernst der aktuellen Krise sie aber notwendig macht.

Wichtiger als eine kurzfristige Kritik an der EZB wäre es, die langfristigen institutionellen Fundamente der Euro-Zone zu stärken, um ein Ausnutzen der EZB-Interventionen durch einzelne, unverantwortliche Regierungen zu vermeiden und für die Zukunft Situationen zu verhindern, in denen zur Krisenbekämpfung auf die EZB zurückgegriffen werden muss. Dazu könnten auch die Vorschläge der SPD zu einer europäischen Wirtschaftsregierung dienen, kombiniert mit einer strikten Durchsetzung der verschärften Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes sowie zum europäischen Semester.

Ein möglicher Kompromiss könnte dabei so aussehen, dass die EZB auch von der deutschen Politik volle Unterstützung für eine vorübergehende Stabilisierung der Zinsen im Anleihemarkt durch unbegrenzte Marktinterventionen erhält, sich dafür aber die Euro-Staaten zu Änderungen am EU-Vertrag bereit erklären. Diese sollten einerseits wichtige makroökonomische fiskalpolitische Stabilisierungsfunktionen auf die europäische Ebene verlagern und andererseits ein stärkeres Durchgriffsrecht der europäischen Institutionen auf die nationalen Haushalte und nationalen Wirtschaftspolitiken einführen, um künftig exzessive Staatsdefizite und wirtschaftliche Divergenzen im Euro-Raum zu verhindern. Die EZB kann mit ihren Käufen von Staatsanleihen den dafür notwendigen Zeitgewinn bieten.

1. Siehe hierzu: Thomas Jordan (2011): Braucht die Schweizerische Nationalbank Eigenkapital?, abrufbar unter http://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20110928_tjn

ISBN: 978-3-86872-976-4

Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind nicht notwendigerweise die der Friedrich-Ebert-Stiftung.

Über die Autoren:

Prof. Dr. Sebastian Dullien ist Professor für Allgemeine Volkswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt International Economics an der Hochschule für Technik und Wirtschaft (HTW), Berlin.

Prof. Dr. Heike Joebges ist Professorin für Allgemeine Volkswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt International Economics an der Hochschule für Technik und Wirtschaft (HTW), Berlin.