

# Die Anleihenkäufe der EZB – Euro-Rettungsschirme in stabiler Schräglage

Hans-Hermann Hartwich



Hans-Hermann Hartwich

Am 26. Juli 2012 verkündete EZB-Präsident Mario Draghi, begleitet vom Wohlwollen des französischen Präsidenten und der deutschen Bundeskanzlerin, dass die EZB den Euro um jeden Preis retten wolle. Es werde „alles Erforderliche“ unternommen. Am 6. September gab er dann bekannt, was bereits heftig diskutiert wurde: Die EZB werde „unbegrenzt“ Staatsanleihen von Eurostaaten aufkaufen, die bei der Ausgabe neuer kurz-, mittel- oder langfristiger Staatsanleihen auf den internationalen Finanzmärkten unangemessen hohe Zinsen zahlen müssten. Damit solle nicht nur gewährleistet werden, dass die Staaten zahlungsfähig blieben, sondern vor allem verhindert werden, dass sich die betreffenden Staaten „kaputtsparen“ müssten, weil die höhere Zinslast den Spielraum für wachstumsfördernde Maßnahmen einengte.

Hiermit schien der Sieg der Südstaaten des Eurosystems, die im Direktorium der EZB die Mehrheit gewonnen hatten, im Sinne eines inflationären Euro endgültig (Vgl. GWP 1/2012, S. 15-21). Es war eine Stabilisierung der Lage und der Konflikte zwischen Sparen und Investieren. Eine Stabilisierung allerdings auf erkennbar unsicherer Grundlage.

## Der Draghi-Plan

Alle Staaten begeben Anleihen kurz- (bis 4 Jahre), mittel- (4-8 Jahre), langfristig (ab 8). Es handelt sich um verzinsliche Wertpapiere. Sie werden an der Börse gehandelt. Mit den neuen Anleihen werden alte, deren Frist abgelaufen ist, ersetzt. Wenn ihre Bonität niedrig eingestuft ist, müssen die Staaten, um neue Kredite zu erlangen, zum Teil erhebliche („Risiko“) Aufschläge zahlen.

Konkret sieht der Plan des EZB-Präsidenten nun vor, dass die EZB im Vorfeld von neuen Anleihe-Emissionen eines verschuldeten Staates auf den Märkten plazierte Anleihen aufkauft. Sie erhöht die Nachfrage und senkt die Chance für Zinsaufschläge bei Neu-Emissionen, die die Regierung den Anleihegebern zahlen müsste. Die EZB kauft also diese Anleihen nicht direkt von einem Staat, sondern an den „Sekundärmärkten“ von einem Anleihehaber. Die Käufe werden so dosiert, dass von ihnen eine effektive Wirkung auf die Zinsforderungen der Finanzmärkte ausgeht.

Die Hilfe für den verschuldeten Staat besteht also darin, dass sich die bestehende Zinslast nicht zusätzlich überproportional erhöht und die Spiel-

räume für Reformen und Investitionen zusätzlich einengt.

Ein für die Schuldnerstaaten willkommener, für die Gläubiger unerwünschter Nebeneffekt ist allerdings, dass die Regierung sich unter Umständen von harten Sparmaßnahmen entlastet sieht. Dass also von der EZB-Hilfe nicht gleichzeitig positive Impulse für die Konjunktur ausgehen. Eine Kontrolle oder gar Korrektur derartigen Fehlverhaltens von außen, also etwa durch die EZB, dürfte schwer sein.

Durch ihre Anleihenkäufe bringt die EZB neues Geld auf die Märkte. Schon die Ankündigung der Absicht unbegrenzter Aufkäufe erzeugte auf den Finanzmärkten positive Impulse. Nicht nur die Börsenkurse, sondern selbst sinkende Risikozuschläge für verschuldete Staaten zeigten an, dass die Finanzakteure wieder Vertrauen in die Rettung des Euro zu setzen begannen.

Diese Stabilisierung der Lage durch die EZB warf allerdings sogleich eine Reihe von Fragen auf. Vor allem geht es um das politische Problem, wann und zu wessen Gunsten die EZB mit „unbegrenzten Mitteln“ einschreiten will.

Zunächst gilt als wichtigste Grundbedingung, dass jeder Aufkauf von Staatsanleihen eines Schuldnerstaates durch die EZB den Antrag dieses Staates auf Aufnahme unter den Schirm des ESM voraussetzt. Der ESM-Rettungsschirm wiederum setzt voraus, dass sich der Schuldnerstaat zu Reformen und Sparhaushalten verpflichtet.

Mit dieser Verknüpfung von fiskalischen Reformschritten und monetärem Schutz vor Ausschlägen und Schocks auf den internationalen Kapitalmärkten ist es gelungen, eine zwar wegen der Rolle der EZB „schräge“ Lage unter den Rettungsschirmen als eine zugleich „stabile“ Lage zu installieren. Gelingt es, sie mittelfristig zu erhalten, könnten wohl eine notwendige Beruhigung eintreten, Reformen wirken und Wach-

tum und Beschäftigung allmählich in eine „Normallage“ übergleiten.

## Die Politisierung der EZB-Entscheidungen

Bedroht ist diese Art der Stabilität, wenn die Schuldnerstaaten ihre Verpflichtungen gegenüber dem ESM nicht einhalten oder wenn sich die Rettungsinstanzen mit bloßen Versprechungen auf Reformen begnügen. Denn dann sind ja nicht nur weitere Reformschritte ungewiss, sondern die EZB steht vor der Frage, ob sie nun ihrerseits den Kauf von Staatsanleihen noch rechtfertigen kann. Sie hat keine juristische Sanktionsmacht wie ein Staat, keine hoheitsrechtlichen Befugnisse. Sanktionsmöglichkeiten der EZB gegenüber derartigen Vertragsverletzungen können allenfalls im Ökonomischen, nicht im Politischen liegen, so „politisch“ sie auch sein mögen. Herauskommen könnte die Unwirksamkeit jener entscheidenden Auflage, nämlich Wirtschaft und Staat zu reformieren, Haushalte zu sanieren und Wachstum zu fördern. Die EZB soll laut Draghi in solchen Fällen ihre Anleihenkäufe einstellen. Ob sie dazu die Kraft aufbringt, z.B. bei Spanien oder Italien, sollte besser nicht erprobt werden.

Diese Fragen und Probleme zeigen vor allem eins: Die EZB ist ein politischer Akteur geworden. Sie muss politisch entscheiden und ist demgemäß auch politischem Druck ausgesetzt. Sie ist ein machtvoller Akteur! Welchem Krisenstaat hilft die EZB, wann und nach welchen Kriterien? Da die EZB frei ist in ihren Entscheidungen, weil sie durch klar formulierte Bestimmungen der EU-Verträge „unabhängig“ sein soll, dann wird sie auch als „politische“ Entscheidungsinstanz angesehen. Geradezu süffisant betonen befragte Regierungschefs, die froh sind über die Intervention der EZB, die Au-

tonomie der Zentralbank in diesem Punkt. Diese EZB-Entscheidungen sind „politisch“ weil sie zwar auf solider fachlicher Basis beruhen, aber freihand gefällt werden. Es fehlt der EZB zudem die demokratische Legitimation. Bestenfalls herrscht eine Willkür der Experten. Im schlechten Fall könnte aber auch die Herkunft der entscheidenden EZB-Direktionsmitglieder eine Rolle spielen, also etwa die der Südländer, die eine deutliche Mehrheit im EZB-Direktorium besitzen.

Die Alternative wären regelgebundene Entscheidungen. Diese Regeln müssten von legitimierten Instanzen erlassen werden und die Aufgaben und Zuständigkeiten der EZB definieren. Das wäre jedoch ein Eingriff in die Autonomie der Zentralbank. Stellt die Zentralbank selbst die Regeln auf, gibt es kaum einen Schutz vor „Ausnahmen“. Noch gewichtiger aber ist wohl, dass jede Praxis regelhaften Eingreifens die Möglichkeit für Interessenten impliziert, sich genau auf bestimmte Schwachstellen in den Rahmenbedingungen einzustellen und damit Erfolg zu haben, so dass der Eingriff der EZB berechenbare Gewinne ermöglicht. Gibt es aber keine Regeln, herrscht Willkür.

### Auf dem Weg zu direkter Staatsfinanzierung?

Entfällt die Bindung an den ESM-Rettungsschirm oder können die Regeln nicht korrekt eingehalten werden, wird der unbegrenzte Ankauf von Staatsanleihen hoch verschuldeter Staaten rasch eine (vielleicht noch verdeckte) direkte Staatsfinanzierung, die nach den Verträgen verboten ist. Eine direkte Staatsfinanzierung durch die EZB schließt Art. 123, Abs.1 AEUV (Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union) aus. Explizit heißt es dort, verboten sind: „der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen (den Mitgliedstaaten) durch die Euro-

päische Zentralbank oder die nationalen Zentralbanken“.

Hier liegt der zentrale Punkt des Konflikts zwischen dem von Draghi geführten EZB-Direktorium und der Deutschen Bundesbank. Die Bundesbank hat Anleihenkäufe durch die Notenbank stets als „klaren Verstoß gegen europäisches Recht“ (so der zurückgetretene Bundesbanker Stark) abgelehnt. Sie sieht darin prinzipiell eine Vermischung von Geld- und Fiskalpolitik. Damit aber würde das Hauptziel der Notenbank, die „Sicherung des Geldwertes“, zugunsten der Fiskalpolitik verletzt oder sogar aufgegeben. Während Bundesbank-Chef Weidmann diese Sicht konsequent weiter verteidigte, fand der deutsche Finanzminister Schäuble recht überraschend, dass die Anleihenkäufe keine Staatsfinanzierung darstellten. Dies sei Geldpolitik und nicht der Start einer Finanzierung von Staatsschulden (FAZ 8.9.12, S. 12)

Das Misstrauen in Bezug auf eine Art „Staatsfinanzierung“ durch die EZB wurde noch durch manche Details des Ankaufprogramms verstärkt. So hatte Draghi von der Banca d’Italia lernen können, wie die Zentralbank für Fiskalzwecke eingesetzt wurde. Wie Holger Steltzer in der FAZ (24.8.12: Retter ohne Grenzen) berichtete, gab vor Jahren in Rom der Schatzkanzler den maximalen Zinssatz zur Emission von Staatsanleihen vor. Wenn der Markt die Rendite nicht akzeptierte, musste die Notenbank alle unverkauften Staatstitel aufkaufen. Kein Wunder, dass großer Argwohn herrschte, als Draghi seinen „Rettungsplan“ veröffentlichte. Misstrauen herrscht auch hinsichtlich der Laufzeit der angekauften Staatsanleihen. Eine kurzfristige Anleihe ist etwas anderes als eine langfristige. Draghi betonte, es sollten nur kurzfristige sein. Die Probe aufs Exempel steht noch aus. Desweiteren gehört die Frage einer von der EZB bestimmten Zinsobergrenze zu den kritischen Punkten. Soll die Bank die In-

terventionsschwelle niedrig ansetzen und damit den Interessen hoch verschuldeter Staaten entgegen kommen oder „marktgerecht“ höher?

Schließlich: Wird für die Milliarden Euro des Ankaufs von Anleihen eine geldpolitische Kompensation durch Verkauf geschaffen? Um ein zu großes Volumen neuen Geldes („Geldüberhang“) zu verhindern, will die EZB gegebenenfalls zugleich Wertpapiere zurückkaufen. Beim ersten Anleiheaufkaufprogramm der EZB 2011 mit einem Volumen um 210 Mrd. Euro war dies der Fall.

Unklar ist schließlich auch, wie zu verfahren sei, wenn ein Land einen Hilfsantrag an den ESM-Fonds nur stellt, um die Intervention durch die EZB zu erreichen. Das Ziel wäre die Senkung der Zinsniveaus im Land, um Forderungen von Investoren zu entsprechen. Eine Absicht, die Mittel des ESM-Fonds in Anspruch zu nehmen, bestünde nicht. Verpflichtungen würden also entfallen. Eine solche für Spanien publizierte Idee würde zwar den Zweck der Anleihekäufe erfüllen. Die damit verbundene Auflage weiterer Reformen wäre aber hinfällig. Das wäre die verbotene Staatsfinanzierung.

Die Bindung an die Reformverpflichtungen, die als Gegenleistung zu den Finanzhilfen des ESM-Fonds übernommen werden müssten, ist, das wird auch hier wieder deutlich, ein entscheidendes Bindeglied in der Stabilisierung des Eurosystems. Entfällt sie, wird der Reformdruck von den Krisenländern genommen. Die „Schräglage“ wäre angesichts dieser Sachlage nicht mehr stabil. Die EZB alleine kann die fiskalischen Probleme der Krisenstaaten nicht lösen.

### Inflationsgefahren?

Von wesentlicher Bedeutung ist die Frage, ob eine „Rettung“ des Euro durch die EZB eine mögliche Inflatio-

nierung der Währung begünstigen könnte. Die Währungen der europäischen Südländer waren schon vor der Gründung des Eurosystems stets leicht inflationär. Kritiker halten deshalb für die Zukunft auch eine Art „Draghi-Euro“ für denkbar, dessen Außenwert im Schnitt geringer ist als heute.

Es erstaunt nicht, dass in erster Linie deutsche Wirtschaftswissenschaftler diesen Aspekt betonen. So warnten die „führenden Wirtschaftsforschungsinstitute“ in ihrem Herbstgutachten 2012 vor dem Risiko einer mittelfristig steigenden Inflation. „Dieser Prozess kann dadurch ausgelöst werden, dass die EZB in großem Umfang Staatsanleihen kauft und so letztlich eine monetäre Staatsfinanzierung betreibt.“ (FAZ, 11.10.12) Das Vertrauen der Verbraucher in die EZB könne verloren gehen.

„Früher oder später würden sich dann die Inflationserwartungen aus ihrer Verankerung lösen“. Dieser Ansicht folgten nach dem Bericht der FAZ nicht alle Institute. Als abweichende Meinung wurde vor allem genannt, die Zentralbank müsse doch bei einer Zuspitzung der Vertrauens- und Schuldnernkrise als „Buyer of last resort“, letzten Endes als Käufer einspringen. Genau so sieht es Draghi.

Im übrigen wäre natürlich zu fragen, in wie weit die klassische deutsche Inflationswarnung noch in der Sache vertretbar ist. Recht oberflächlich betrachtet sind die Hinweise auf das Vertrauen der Verbraucher in die EZB und ihre Sorge um die Stabilität des Euro einleuchtend. Andererseits gelten heute mehr denn je die auch aus deutschen Wirtschaftskrisen bekannten Argumente, dass eine Konjunktur- und Beschäftigungspolitik von der Geldpolitik nicht nur gestützt werden muss, sondern auch, dass diese Stützung für die Geldwertstabilität unerheblich sei, solange Unterbeschäftigung und Investitionsdefizite in der Volkswirtschaft dominieren. Auf die gegenwärtige Situation („Lage“) angewandt heißt dies,

dass auch eine starke Intervention der EZB gerechtfertigt sein kann, wenn sie die Grenzen beachtet, die mittelfristig in der durchaus realen Inflationsgefahr liegen. Wird das Konzept des Ankaufs von Staatsanleihen durch die EZB zu einem Dauerzustand, – was ja voraussetzt, dass Reformbemühungen wirkungslos blieben –, dann wird diese Intervention letztlich auch ökonomisch unvertretbar. Das wäre ein weiterer Beweis dafür, dass die EZB allein das Eurosystem nicht retten kann.

### Bundesregierung und Bundesbank!

An dieser Stelle fällt der Blick auf das eigenartige Verhalten der Bundeskanzlerin und des Finanzministers gegenüber der Vorgehensweise von Draghi. Immerhin hatten die Ankündigungen des EZB-Präsidenten in Deutschland besonderes Aufsehen erregt. Begriffe wie „Staatsfinanzierung“, Inflationsgefahr, fehlender Druck auf Einsparungen und Reformen in den Schuldneerstaaten prägten die öffentliche Meinung. Hier hätte man erwartet, dass die Bundesregierung ebenso wie der Wahrer der Bundesbank-Tradition, Weidmann, zumindest ihre Sorgen wegen der Abkehr von der Stabilitätspolitik zum Ausdruck gebracht hätten. Aber nur Weidmann protestierte

Merkel und Schäuble hatten das Entlastungspotential für ihre Innenpolitik in dem Draghi-Vorschlag erkannt bzw. sogar mit initiiert. Sie ließen also die Bundesbank in der Öffentlichkeit im Stich. Die geldpolitische Intervention der EZB entlastete die Bundesregierung von weiterreichenden, schwierigen Mobilisierungen von Finanzen und Mehrheiten. Der Ökonom Draghi betrieb in seiner scheinbaren Autonomie das Geschäft. Es ist ein riskantes. Die Akteure fanden sich mit der Inkraftsetzung des ESM und der Verabschiedung des Fiskalpaktes wieder zusam-

men. Denn nur zusammen ist die Schieflage stabil.

Bundesbankpräsident Weidmann muss aufpassen. Alle diese „Lagen“ und Erwartungen verstoßen drastisch gegen die traditionelle deutsche „Stabilitäts“-Doktrin. Dies zu beklagen ist aber kein Wert an sich. Auch in der Bundesrepublik der sechziger und siebziger Jahre hat es schwere Konflikte zwischen Bundesregierungen und der Deutschen Bundesbank gegeben, als die Politiker zu Recht ein Engagement der Bank auch zur Bekämpfung der Wachstums- und Beschäftigungskrise anmahnten. Auch deshalb sollte die Bundesbank heute nicht dogmatisch an ihrer „Kultur“ festhalten. Die Rücktritte von Bundesbankpräsident Weber und EZB-Chefvolkswirt Stark waren insofern auch ökonomisch ungerechtfertigt. Der jetzige Bundesbankpräsident Weidmann muss deshalb lavigieren, weil dies die Sache, nicht die Politik, gebietet.

Die Deutsche Politik hat hier öffentlich ein falsches Spiel betrieben.

Erst war der mit der Stabilitätsdoktrin der Bundesbank gegen die EZB-Führung opponierende Präsident Weidmann als Vorkämpfer für die europäischen Spar- und Reformprogramme hoch willkommen. Als dann die Schwierigkeiten und die Ratlosigkeit immer größer wurden und der Draghi-Vorstoß kam, der den Reformdruck dämpfte, erklärten Merkel und Schäuble, sie unterstützten Draghi. Zugleich versicherte Frau Merkel aber öffentlich, dass der Bundesbank Chef nach wie vor ihre Unterstützung genieße (FAZ 9.9.12, S.12). Sie unterstützte also auch die Gegenposition! Schäuble tadelte den Bundesbanker seinerseits, dass er den Konflikt mit der Draghi-Politik öffentlich gemacht habe. Dass sich die beiden deutschen „Retter“ in ihrer Widersprüchlichkeit und Konzeptlosigkeit unglaublich gemacht hatten, wurde offenbar in der breiten Öffentlichkeit nicht bemerkt.

## Herabstufung der Eurostaaten durch Rating-Agenturen?

Auch der Zusammenhang mit einer nicht auszuschließenden schwindenden Kreditqualität der Geberländer im Eurosystem, also Deutschland, Frankreich, Niederlande sowie auch des ESM, darf nicht übersehen werden. Die Ratingagentur Moody's drohte im September 2012 mit dem Entzug der Bestnote „Aaa“, weil die Ratings der wichtigsten Geberländer einschließlich Deutschlands gefährdet werden könnten. Die tatsächliche Entlastung dieser Staaten durch das Eingreifen der EZB kann aber auch – wie aufgezeigt – anders gesehen werden. Sie werden durch das Anleihen-Kaufprogramm entlastet. Denn es müssen nicht neue Finanzmittel bereitgestellt werden, um die Zinslasten der hoch verschuldeten Staaten zu begrenzen und damit Reformmaßnahmen und Wachstumsimpulse zu ermöglichen.

Unbestreitbar ist aber hinsichtlich der Stabilität der „Schräglagen“, was die Rating-Agentur Fitch schon im August 2012 anmahnte: die Anleihekäufe könnten kein dauerhafter Ersatz für das Engagement durch Privatanleger sein. „Sobald die Anleihekäufe nicht mehr nur darauf ausgelegt sind, dem Staat bei seinem Marktzugang zu helfen, sondern sie im Prinzip den Marktzugang des Landes ersetzen, verträgt sich dies nicht mit einem hochkarätigen Investmentgrade-Rating von der Stufe „A“ oder gar höher.“ (FAZ,

25.8.2012, S.19). Im übrigen betonte aber auch Fitch, dass sich die Glaubwürdigkeit des EZB-Programms durch die geforderten Auflagen erhöht (Bindung an den ESM) habe. Die Verknüpfung eines großen EZB-Ankaufprogramms von spanischen Staatsanleihen mit einem Schritt Spaniens unter den ESM-Rettungsschirm könnte die derzeitige Liquiditätskrise dort lindern und Spanien den Zugang zu verkraftbaren Kapitalmarktkonditionen sichern. Der spanischen Regierung fällt dieser Schritt schwer. Denn er bedeutet, dass auch die gewünschte und geschätzte EZB-Intervention Einschränkungen der nationalen Souveränität zur Folge hat.

## Ergebnis

Es muss heute (Anfang November 2012) offen bleiben, ob aus den nun doch stabilisierten „Schrägen“ tatsächlich das folgt, was ja eigentlich das Ziel aller ist: Eine dauerhafte („waagerechte“) Justierung des Eurosystems. Die Süddeutsche Zeitung erkannte schon am 23. September, dass die Euro-Rettung „auf dem Weg der Besserung“ sei. Drastisch beschrieb sie die Folgen der Draghi-Intervention: „Die EZB begleitet die Reformen, ohne zum Dauerklempner der Währungsunion zu werden.“ Hoffen wir das Beste.

Das Manuskript wurde am 31.10.2012 abgeschlossen,