

EZB: Aufschrei in Deutschland

Description

Deutsche Volkswirte haben überwiegend skeptisch auf die Nachricht reagiert, [innerhalb der EZB gebe es Überlegungen, Zinsobergrenzen für PIIGS-Anleihen einzuführen](#). Die EZB dementiert konkrete Pläne.

Die Kritik lässt sich auf folgende Punkte konzentrieren:

- Die Staaten werden von den Sanktionswirkungen der Kapitalmärkte abgeschottet, das führt zu größerer Laxheit in der Finanzpolitik.
- Investoren werden gegen Kursverluste abgesichert, das verzerrt das Anlageverhalten zugunsten von Staatsanleihen.
- Die Geldpolitik verliert ihre Unabhängigkeit gegenüber der Finanzpolitik.
- Die Anleihenkäufe haben Verteilungswirkungen zwischen den Staaten, was Konfliktpotential birgt.
- Mit Anleihenkäufen wird verbotene monetäre Staatsfinanzierung betrieben.
- Das Inflationspotential nimmt mittelfristig zu.

„Sollte sich die EZB tatsächlich auf Zinsobergrenzen einlassen, wäre das die endgültige Unterordnung der gemeinschaftlichen Geldpolitik unter die Schuldenpolitik südlicher Mitgliedstaaten“, [sagte der Geldtheoretiker Manfred Neumann von der Universität Bonn gegenüber der FAZ](#). Der Frankfurter Geldtheoretiker Volker Wieland sieht, dass sich die EZB weit auf das Gebiet der Fiskalpolitik vorwagen würde, wenn sie bei Ländern mit an Reformbedingungen geknüpften Hilfsprogrammen Anleihenkäufe durchführt.

Jörg Krämer, Chefvolkswirt der Commerzbank, weist darauf hin, dass es der EZB verboten ist, Staaten zu finanzieren: „Wenn sie unbegrenzt Staatsanleihen kauft, würde sie dieses zentrale Gebot offen brechen. Durch einen solchen Vertragsbruch würde sie Vertrauen verspielen, statt es zu schaffen.“ (Siehe hierzu auch [hier!](#)) Zudem hält er es für naiv, zu glauben, die EZB bräuchte unbegrenzte Anleihenkäufe für die Peripherie nur anzukündigen, sie müsste sie aber nicht ausführen, weil die Marktteilnehmer schon von der bloßen Ankündigung beeindruckt seien. „Die Glaubwürdigkeit der EZB ist nicht so hoch, dass die Märkte die Zinsobergrenze der EZB nicht testen würden,“ sagte er. Am Ende wäre die EZB doch zu erheblichen Anleihenkäufen gezwungen.

Auch Michael Hüther, Direktor des Instituts der deutschen Wirtschaft, ist gegen strategische Aufkaufprogramme für Regierungsanleihen durch die EZB.

Der an der Universität Duisburg-Essen lehrende Makroökonom Ansgar Belke warnt, die Geldpolitik der EZB werde bei Einziehen einer Zinsobergrenze zum Gefangenen ihrer Interventionen. Die EZB müsse für Anleihenkäufe immer größere Feuerkraft aufwenden, um Wirkung zu erzielen. Gleichzeitig steigen die Risiken in der EZB-Bilanz, wenn immer mehr ausfallgefährdete Anleihen angehäuft werden. Belke beklagt außerdem wenig stichhaltig, dass sich die EZB damit auch immer weiter von einer regelgebundenen Geldpolitik entfernen würde. Tatsächlich würde die EZB weiter regelgebunden handeln – die Regeln sind nur andere.

Der Chefökonom von Degussagoldhandel, Thorsten Polleit, bezeichnete eine mögliche Zinskontrolle durch die EZB als Inflationierungspolitik. Das Setzen von Bedingungen für Interventionen dürfte sich in der Praxis als leeres Versprechen erweisen, meint er. Er verweist auf einen wichtigen Zusammenhang: Wenn Anleihe-Investoren Inflation zu fürchten beginnen, würden sich Kursverfall und Renditeanstieg beschleunigen.



Umso größer wäre der Ansturm auf die EZB, Anleihen vom Markt zu nehmen.

Im aktuellen Monatsbericht der Deutschen Bundesbank heißt es zum Thema Staatsanleihenkäufe durch die EZB: „Die Bundesbank hält an ihrer Auffassung fest, dass insbesondere Staatsanleihekäufe des Eurosystems kritisch zu bewerten und nicht zuletzt mit erheblichen stabilitätspolitischen Risiken verbunden sind. Entscheidungen über eine möglicherweise noch deutlich umfassendere Vergemeinschaftung von Solvenzrisiken sollten bei den Regierungen und Parlamenten angesiedelt sein und nicht über die Notenbankbilanzen erfolgen.“

EZB-Direktor Asmussen bestätigt lediglich, dass in der EZB auch über solche Vorhaben wie einen Zinsdeckel gesprochen wird. Beschlossen sei bisher aber nichts. Er verteidigt den Kurs von Draghi, alles zur Euro-Rettung zu unternehmen: „Wir agieren innerhalb unseres Mandates, das vorrangig darauf ausgerichtet ist, Preisstabilität auf mittlere Sicht für den gesamten Euroraum zu garantieren.“ Interessant an diesem Statement ist (nur), dass er auf Preisstabilität abstellt, auf das übergeordnete Thema der Staatsfinanzierung aber nicht eingeht.

Statt nun aktionistisch die „Big Bazooka“ herauszuholen, sollte EZB-Draghi einmal kritisch zurückblicken:

- Die von ihm „Dicke Bertha“ getauften [LTROs](#) waren nicht in der Lage, die Eurokrise einzudämmen. Im März hatte [Draghi in der Bildzeitung noch über die Wirkung der LTROs gesagt](#), das Schlimmste sei vorüber.
- Das unter Trichet gestartete SMP-Programm zum Ankauf von PIIGS-Anleihen hat zwar Papier im Volumen von mehr als 200 Mrd. Euro in die EZB-Bilanz gespült, aber nicht verhindert, dass die betreffenden Staaten nun unter dem europäischen Rettungsschirm stehen, bzw. wie Spanien kurz davor sind.
- Die Bilanzsumme der EZB beträgt mittlerweile ein Drittel des BIP der Eurozone.

[In der FAZ kommentiert Holger Steltzner](#): „In dem Zinsregime vom Amt legte die EZB nicht nur den Geldmarktsatz fest, sondern bestimmte über den Kapitalmarkt auch den Zins für Kredite. In dieser Zentralbank-Planwirtschaft, in der nicht mehr Marktteilnehmer den Preis für Kapital aushandeln, sondern die Behörde EZB den Zins für Kapital bestimmt, ist finanzielle Repression mit erzwungen niedrigen Zinsen Programm.“

Das Ziel sei klar, schreibt Steltzner: Gläubiger sollen bluten, um Schuldern zu helfen. Darüber allerdings lässt sich trefflich streiten. Ich denke, dass eine Zinsobergrenze eher ein Sicherheitsnetz für Kreditgeber darstellt und die Lasten aus der Überschuldung der PIIGS letztlich über Abschreibungen in der EZB-Bilanz und Kapitalnachsüsse der einzelnen Notenbanken den Bürgern aufgehalst werden. Der hohe deutsche Anteil an der EZB führt damit zu einer entsprechend hohen, auf Deutschland entfallenden Belastung.

[Jacques Cailloux von Nomura kommentiert nach FT Alphaville](#), dass Spread-Targets unwahrscheinlich sind. Auch die Festlegung einer absoluten Zinsschwelle als Kauftrigger sei unwahrscheinlich. Eine Differenzierung böte großen politischen Sprengstoff, würde man die Schwelle für alle Länder hingegen gleich legen, liefe das auf die Einführung von Eurobonds hinaus und stieße damit an die hiergegen bestehenden politischen Vorbehalte. Er glaubt, dass die EZB versuchen wird, die Zinsen am kurzen Ende (bis zu einem Jahr Laufzeit) einzuebnen und die Erwartungen hier so nahe wie möglich an die Refi-Rate zu leiten. Das würde zunächst reichen, um die [gestörten Transmissionsmechanismen](#) zwischen Geldpolitik der EZB und Kredit-Angebot der Banken in Gang zu bringen.

Nachtrag:

(22.8.12) Besonders schwere Geschütze [fährt Erwin Grandinger, Finanz- und Politikanalyst bei EPM Group Berlin, in der "Welt" auf](#): "Die EZB hat es sich in den letzten Jahren zur permanenten Angewohnheit gemacht, gegen den Artikel 125 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEU-



Vertrag) zu verstoßen." Der Italiener Mario Draghi, ehemals leitender Mitarbeiter bei Goldman Sachs und derzeit Präsident der EZB, habe es mühelos geschafft, einen giftigen Keil zwischen EZB-Direktorium und Bundesbank zu treiben. Jörg Asmussen, der über die ehemaligen Bundesfinanzminister Oskar Lafontaine und Hans Eichel seinen Weg ins EZB-Direktorium fand, habe in etwa so abgestimmt, wie es dem SPD-Parteivorstand gefallen könnte. Da Erklärungen der Bundesregierung nach EZB-Ratssitzungen die absolute Ausnahme seien, hätte es außerordentlich überrascht, dass die Bundeskanzlerin im Anschluss an diese denkwürdige EZB-Sitzung erklären ließ, Signore Draghi genieße das vollste Vertrauen der Bundesregierung. Grandinger fragt: "Fehlt daher, im Umkehrschluss, das Vertrauen in die Bundesbank?"

(23.8.12) W. Münchau greift in seiner [Kolumne in "Der Spiegel"](#) die Überlegung von Jacques Cailloux von Nomura (siehe oben) auf und stellt dar, dass sich die EZB damit um den Vorwurf der verbotenen Staatsfinanzierung "herummogeln" kann.