

°240

Das neue Kaufprogramm der EZB ist toxisch für die Währungsunion

Es ist nicht akzeptabel, dass die EZB Anleihen von hochverschuldeten Ländern kauft, ohne die Hilfen an Bedingungen zu knüpfen.

Vor dem Hintergrund rasant steigender Inflation hat die EZB beschlossen, ihre Kaufprogramme für Staatsanleihen Ende Juni 2022 einzustellen und den Bestand an Wertpapieren vorerst nicht weiter zu steigern. Außerdem hat sie höhere Leitzinsen in Aussicht gestellt. Schon seit Ende vergangenen Jahres sind die Kapitalmarktzinsen, darunter auch die Zinsen auf Staatsanleihen, stark gestiegen. Investoren wollen für die erwartete Inflation kompensiert werden und preisen die Straffung der Geldpolitik bereits ein.

Mit den steigenden Zinsen haben zugleich die Zinsdifferenzen innerhalb der Eurozone zugenommen. Insbesondere in Staaten mit höheren Staatsschuldenquoten und potenziell schlechteren Wachstumsaussichten sind die Zinsen stärker gestiegen. Während in Deutschland die Renditen auf Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit seit Anfang Dezember 2021 bis zum 21. Juni 2022 beispielsweise von $-0,33\%$ auf $1,75\%$ gestiegen sind, erhöhten sich die Renditen auf italienische Anleihen von $1,02\%$ auf $4,27\%$. Die Renditen-differenz hat also innerhalb kurzer Frist um $1,17\%$ zugenommen.

In den vergangenen Jahren hat die EZB mehr Anleihen aufgekauft, als von den Staaten der Eurozone neu begeben wurden; dadurch hat sie die erhebliche staatliche Neuverschuldung indirekt finanziert. Da die EZB nun nicht mehr in großem Stil zusätzliche Anleihen aufkaufen wird, besteht erhebliche Unsicherheit darüber, zu welchen Zinsen private Investoren bereit sein werden, die Staatsanleihen zu erwerben. Das erforderliche Zinsniveau einschließlich der Risikoprämien muss sich am Kapitalmarkt erst bilden. Dass sich hochverschuldete Staaten steigenden Zinsdifferenzen gegenübersehen, liegt unter anderem daran, dass die EZB bei ihren Kaufentscheidungen bislang einen mehr oder weniger festen Schlüssel verwendet hat, während private Investoren selektiv vorgehen und für größere Bonitätsrisiken höhere Zinsen verlangen.

Angesichts dieser Entwicklung hat die EZB angekündigt, ein neues Kaufprogramm einzuführen, mit dem Zinsdifferenzen zwischen den Anleihen der Mitgliedstaaten begrenzt werden sollen. Dazu will die EZB Anleihen einzelner Staaten der Währungsunion aufkaufen. Offenbar hat sie mit den ersten Käufen bereits begonnen. Soweit die Bekämpfung der Inflation es erfordert, die Anleihebestände insgesamt nicht weiter zu steigern, könnten die Käufe so gestaltet werden, dass das Portfolio der EZB umstrukturiert wird. Auslaufende deutsche oder niederländische Anleihen könnten beispielsweise durch italienische ersetzt werden. Es ist allerdings nicht auszuschließen, dass der Bestand an Staatsanleihen insgesamt anders als derzeit geplant doch weiter erhöht wird.

Damit weicht die EZB von dem Prinzip ab, dass Staatsanleihekäufe in der Regel nach dem Kapitalschlüssel erfolgen, um unerwünschte fiskalische Umverteilungseffekte zu vermeiden und die Unabhängigkeit der Geldpolitik zu schützen.

Das Argument der EZB für ihr neues Kaufprogramm ist problematisch

Die EZB begründet ihre Initiative mit zwei Argumenten. Erstens könne es am Kapitalmarkt gerade in Zeiten starker Zinssteigerungen dazu kommen, dass Risikoprämien über die durch Fundamentaldaten gerechtfertigten Niveaus steigen. Pessimismus unter Investoren oder Spekulation könnten die Zinsen so weit in die Höhe treiben, dass die Solvenz eines Landes gefährdet würde, obwohl das Land bei positiven Investorenerwartungen und entsprechend niedrigen Zinsen solvent wäre. In diesem Fall könnten Anleihekäufe dafür sorgen, dass die niedrigen Zinsen und positiven Erwartungen sich am Markt durchsetzen.

Dieses Argument ist allerdings in zweierlei Hinsicht problematisch: Zum einen ist es in der Praxis kaum möglich, sachgerecht zu bestimmen, welche Zinsaufschläge aus fundamentaler Sicht gerechtfertigt sind. Zum anderen handelt es sich hier nicht primär um eine geldpolitische, sondern um eine fiskalpolitische Aufgabe, denn es geht darum, die Finanzierung der Staatshaushalte einzelner Länder zu angemessenen Konditionen zu sichern.

Daher vertritt die EZB zweitens die Position, dass es bei stark ansteigenden Zinsdifferenzen zu einer Störung des Transmissionsprozesses komme, dass also die Geldpolitik in den betroffenen Ländern nicht die beabsichtigte Wirkung habe. Um dafür zu sorgen, dass die Transmission funktioniert, müsse der Renditenanstieg gestoppt werden.

Hilfen der EZB für einzelne Länder sollten an Bedingungen geknüpft sein

In den Jahren der Euro-Krise hatte die EZB mit dem OMT-Programm schon einmal angekündigt, Staatsanleihen von Ländern in finanziellen Schwierigkeiten zu kaufen und damit vom Kapitalschlüssel abzuweichen. Die Begründung war ähnlich. Der Europäische Gerichtshof und das Bundesverfassungsgericht haben das OMT-Programm zwar für rechtmäßig erachtet. Dennoch ist unter Ökonomen und Juristen bis heute umstritten, ob es sich dabei um Geldpolitik oder um Fiskalpolitik handelt, ob das OMT-Programm also vom Mandat der EZB gedeckt ist.

Unumstritten war bei der Einführung des OMT-Programms allerdings, dass Konditionalität erforderlich ist. Es besteht das Risiko, dass ein Land trotz nicht nachhaltiger Staatsfinanzen von der Notenbank gestützt wird oder angesichts der Hilfen seine Verschuldung weiter ausdehnt. Um dieses Risiko zu begrenzen, hat die EZB vorgesehen, dass Länder, die unterstützt werden, sich im Rahmen eines Programms des Rettungsschirms ESM wirtschafts- und finanzpolitischer Konditionalität unterwerfen.

Der damalige Notenbankpräsident Mario Draghi hat begründet, warum diese Konditionalität unentbehrlich ist. Er hat dargelegt, dass Hilfen seitens der EZB sonst Anreize zu solider Finanzpolitik untergraben, dass die Konditionalität die Unabhängigkeit der EZB schützt und dass sie der Regierung des betreffenden Landes hilft, die notwendigen Reformen umzusetzen.

Werden Länder vom Markt und von politischen Verpflichtungen abgeschirmt, ist das toxisch für die Währungsunion

Vor diesem Hintergrund ist es nicht akzeptabel, dass die EZB nun einzelne Länder mit Staatsanleihekäufen unterstützen will, die Konditionalität durch ein ESM-Programm aber nicht verlangt werden soll. Es ist nicht erkennbar, warum die EZB hier ein neues Instrument einführt, statt auf das OMT-Programm zu verweisen. Dazu wird behauptet, das Beantragen eines ESM-Programms werde insbesondere in größeren Staaten der Eurozone wie Italien als politisch inakzeptabel oder gar toxisch angesehen. Dabei wird übersehen, dass die finanzielle Unterstützung einzelner Länder der Eurozone durch die EZB ohne wirksame Konditionalität die erwähnten, von Mario Draghi erläuterten Nachteile hat.

Es trifft zu, dass die Beantragung von Hilfen beim ESM und die damit verbundene Vereinbarung von Konditionalität Hürden darstellen. Konditionalität verlangt von Hilfe beantragenden Ländern, Verantwortung für die Umsetzung von Reformen zu übernehmen. Wenn diese Länder sowohl von Marktkräften als auch von politischen Verpflichtungen abgeschirmt werden, wird dies seinerseits eine toxische Wirkung auf die Stabilität der Europäischen Währungsunion haben.

Lars Feld
Professor für Wirtschaftspolitik an der Universität Freiburg
und Leiter des Walter Eucken Instituts

Clemens Fuest
Professor für Nationalökonomie und Finanzwissenschaft
Präsident des ifo Instituts

Volker Wieland
Geschäftsführender Direktor des Instituts für Währungs- und
Finanzstabilität an der Goethe-Universität in Frankfurt

Mitverfasst wurde der Text von

Justus Haucap
Professor für Volkswirtschaftslehre und Direktor des
Düsseldorfer Instituts für Wettbewerb an der
Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf

Heike Schweitzer
Professorin an der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität
zu Berlin

Berthold Wigger
Professor für Volkswirtschaftslehre und Inhaber des Lehrstuhls
für Öffentliche Finanzen und Public Management am
Karlsruher Institut für Technologie