

Mario, pass auf!

Der Ruf nach der EZB wird in der Krise lauter – doch die Bedenken sind groß. Ein FTD-Check

Martin Kaelble und Hubert Beyerle, Berlin

Es ist die blanke Panik, die viele Anleger mittlerweile treibt: Die Prämien auf Staatsanleihen schnellen in die Höhe, die Eurokrise droht dieser Tage endgültig außer Kontrolle zu geraten. Italiens Wirtschaft hat sie mittlerweile fest erfasst. Frankreich und Belgien drohen nun ebenfalls in den Strudel gerissen zu werden. Nobelpreisträger Paul Krugman warnt bereits vor einer Kernschmelze im Finanzsystem. Der Ruf nach der Europäischen Zentralbank (EZB) als letzter Retter wird immer lauter. Doch die Zweifel an einer solchen Intervention bleiben vor allem in Deutschland groß.

Ausschlag für den neuen Panikschub gaben ausgerechnet gute Nachrichten: Der Rücktritt von Italiens umstrittenen Premier Silvio Berlusconi hätte eigentlich wie ein Befreiungsschlag an den Märkten

★ Müssen nicht die Staaten selbst für Vertrauen und sinkende Zinsen sorgen?

Kritiker verweisen darauf, dass die nationalen Regierungen ihre Staatsdefizite nur genug abbauen müssen, um den Anstieg der Zinsen zu stoppen. Fast alle Krisenländer haben dies allerdings versucht. Befürworter einer EZB-Intervention halten entgegen, dass selbst jene Länder seit Kurzem abgestraft werden, die rigide konsolidieren, wie Portugal und Spanien. Die Konsolidierung führt nur zu Konjunkturerinbrüchen, was die Skepsis der Märkte erhöht. Auch folgte auf vorher ersehnte Regierungswechsel wie jetzt in Griechenland und Italien bisher keine Entspannung. Italien scheint von der Panik erfasst – trotz Technokratenregierung und dem dritten zusätzlichen Sparpaket in fünf Monaten. Seit dieser Woche steigen selbst die Risikoprämien auf Staatsanleihen aus Frankreich, Belgien, Österreich und den Niederlanden. Dies deutet auf eine verselbständigte Panik hin, die fundamental kaum noch erklärbar und nur von der Notenbank zu stoppen sei, sagen die Anhänger eines EZB-Einschreitens.

★ Reicht es, wenn die Notenbank nur androht, alle Staatsanleihen zu kaufen? Wie viel muss sie tatsächlich ausgeben?

Was eine simple Ankündigung in Paniksituationen bewirken kann, habe sich im Oktober 2008 gezeigt, sagen die EZB-Mahner: Kanzlerin Angela Merkel trat vor die Kameras und erklärte alle Spareinlagen der Bundesbürger für sicher – sprich: sie würden im Notfall von der Regierung gezahlt. Damit wurde ein Bankenrun verhindert. Ähnlich könnte jetzt eine EZB-Ankündigung den Run aus den Staatsanleihen stoppen. Im besten Fall würde das schon für Ruhe sorgen, sodass es nicht mehr nötig wäre, tatsächlich Anleihen zu kaufen. Als Vorbild gilt auch die Schweizer Notenbank. Deren Ankündigung, den Franken stabil zu halten, stabilisierte den Kurs. Einige Experten glauben indes nicht, dass eine Bekundung allein reicht. Daher fordern manche, die EZB müsse ihre Absicht durch tatsächliche Käufe an den Märkten glaubhaft machen. Analysten von Pimco, dem größten Anleihefonds der Welt, fordern gar ein Aufkaufprogramm von 1000 Mrd. Euro.

★ Darf die Europäische Zentralbank laut Statut und Maastricht-Vertrag überhaupt Staatsanleihen kaufen? Kritiker der EZB sehen in den Anleihekäufen einen Bruch des Staatsfinanzierungsverbots. Sie darf als Notenbank Staatsschulden nicht „monetisieren“. Allerdings ist der Kauf und Verkauf von bestehenden Anleihen tägliches Geschäft jeder Notenbank. Dabei kauft sie auf dem Sekundärmarkt Staatsanleihen von privaten Anlegern, nicht direkt von den Regierungen. Dies gilt laut Vertrag auch für die EZB. Aus juristischer Sicht betreibt sie damit keine direkte Staatsfinanzierung. Die EZB will nur den Zins beeinflussen.

Kritiker sagen, die Interventionen an den Staatsanleihemärkten lenke die EZB von ihrem eigentlichen Ziel ab. Laut Mandat soll die EZB zuerst für Preisstabilität sorgen. Allerdings ist es auch ihre explizite Aufgabe, die „allgemeine Wirtschaftspolitik der Gemeinschaft zu unterstützen“. Dazu zählt nach Meinung von Befürwortern der EZB-Intervention auch das Verhindern eines Finanzcrashes oder eine Euro-Rettung. Die EZB selbst begründet ihre bisherigen Anleihekäufe damit, den – krisenbedingt gestörten – „geldpolitischen Transmissionsmechanismus aufrecht zu erhalten“. Das zählt zum Mandat.

★ Überschreitet die EZB durch die Interventionen nicht trotzdem ihr Mandat, lediglich für Geldwertstabilität zu sorgen?

Kritiker sagen, die Interventionen an den Staatsanleihemärkten lenke die EZB von ihrem eigentlichen Ziel ab. Laut Mandat soll die EZB zuerst für Preisstabilität sorgen. Allerdings ist es auch ihre explizite Aufgabe, die „allgemeine Wirtschaftspolitik der Gemeinschaft zu unterstützen“. Dazu zählt nach Meinung von Befürwortern der EZB-Intervention auch das Verhindern eines Finanzcrashes oder eine Euro-Rettung. Die EZB selbst begründet ihre bisherigen Anleihekäufe damit, den – krisenbedingt gestörten – „geldpolitischen Transmissionsmechanismus aufrecht zu erhalten“. Das zählt zum Mandat.

★ Bläht die EZB durch ihre Aufkäufe nicht die Geldmenge auf? Wird da die Notenpresse angekurbelt?

Die Kritik lautet, dass die Notenbank die Geldmenge mit ihren Anleihekäufen ausweitet und damit Inflationsgefahren schürt. Ob die Geldmenge allerdings überhaupt steigt, ist fraglich. Die EZB kompensiert ihre Käufe, indem sie den Banken über andere Geschäfte Liquidität entzieht; das Geld wird so wieder aus dem Kreislauf abgezogen. Experten nennen das „Sterilisierung“ – durch eine Einlage in gleicher Höhe.

wirken müssen. Doch das Gegenteil geschah. Die Anleiheprämien rissen vergangene Woche die Marke von sieben Prozent – auf längere Sicht kaum tragbar für die drittgrößte Eurowirtschaft.

Immer mehr Ökonomen sehen angesichts dieser neuen Eskalationsstufe keinen anderen Ausweg mehr als eine Rettung durch die EZB: „Es braucht eine unbegrenzte Intervention der Notenbank“, sagte Harvard-Ökonom Philippe Aghion der FTD. Die jüngste Eskalation lasse keinen anderen Ausweg zu, betonte auch Jonathan Portes, Direktor des britischen Forschungsinstituts NIESR.

Dabei gibt es zwei Möglichkeiten: Entweder die Notenbank weitet ihre bereits laufenden Aufkäufe von Anleihen so drastisch aus, dass sie die Zinsprämien der Länder auf tragbare Level drückt. Oder EZB-Präsident Mario Draghi kündigt seine Bereitschaft zur unbegrenzten Intervention an – nach dem Motto: egal was passiert, die Notenbank wird so viel

Anleihen aufkaufen wie nötig sind, damit es nicht zu einem Staatsbankrott in der Eurozone kommt.

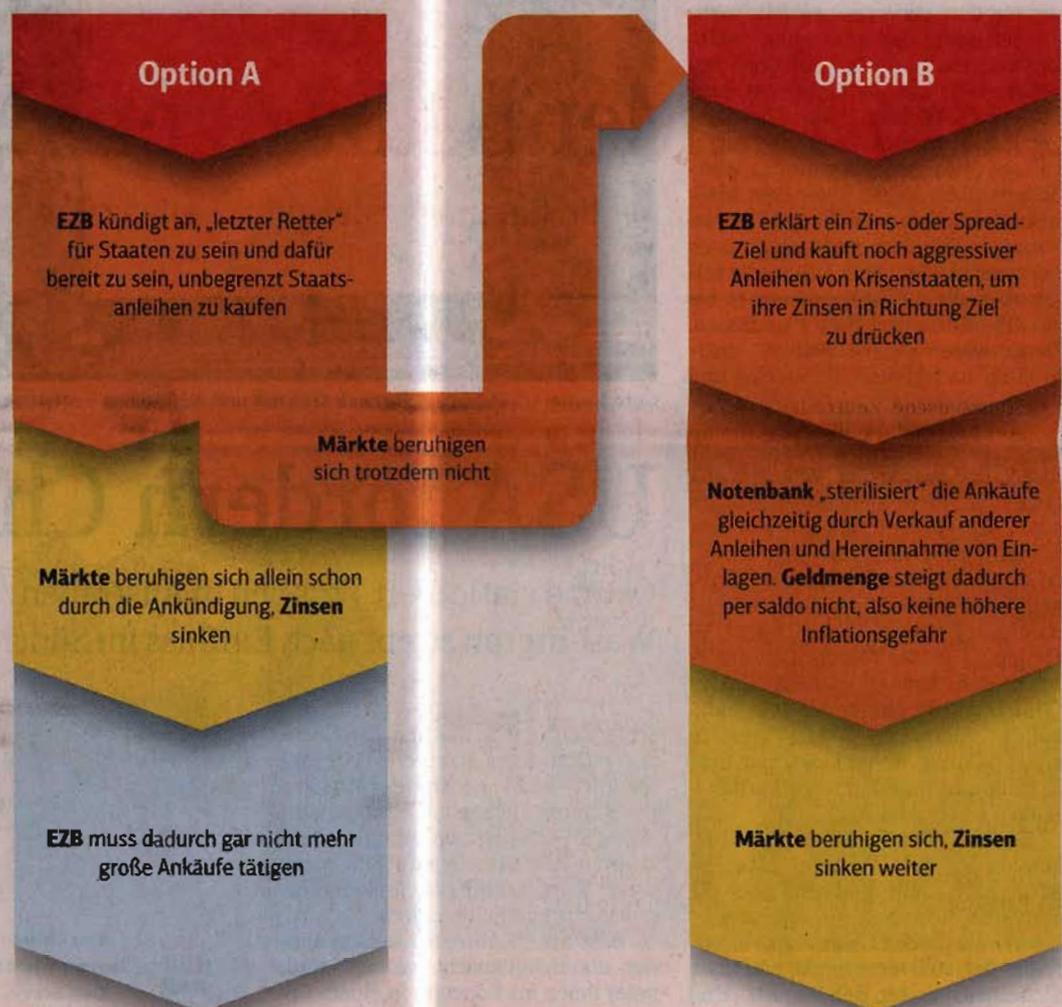
Die Bedenken vor einer solchen Ausweitung der EZB-Intervention sind groß – speziell in Deutschland. Besonders deutlich formuliert diese Kritik der Präsident der Bundesbank, Jens Weidmann. Die EZB dürfe zwar illiquide Banken retten. Ihr Mandat decke es aber nicht, Staaten zu retten, insbesondere nicht, einen Zins für Staatspapiere zu garantieren. Damit würde sie ihr Mandat übertreten, was ihre politische Unabhängigkeit gefährde, so Weidmann. Das wiederum würde ihre Glaubwürdigkeit in Frage stellen und langfristig ihre eigentliche Aufgabe der Geldwertstabilität gefährden. Ohnehin seien die aktuellen Zinsen für Italien zwar langfristig ein Problem, aber kurzfristig durchaus tragbar.

Andere Ökonomen entgegnen, eine EZB-Intervention könne langfristig zwar ein Problem werden, sei kurzfristig aber die letzte Rettung.

Letzter Retter

Wie die EZB die Euro-Schuldenkrise lösen könnte

Möglicher Krisenauslöser: Käuferstreik weitet sich aus, Renditen italienischer Anleihen steigen weiter deutlich über sieben Prozent



Entspannung

★ Kann die Sterilisierung unterwandert werden? Einige Kritiker sagen das. Solange die EZB unbegrenzt Liquidität zur Verfügung stellt, wie sie es seit dem Crash 2008 tut, sei die Sterilisierung eher pro forma. Banken bekommen ohnehin derzeit so viel Geld, wie sie brauchen. Das sei aber nicht tragisch, sagen andere: weil die Nachfrage der Banken derzeit ohnehin gering sei. Und wenn sich das ändere, könne die EZB jederzeit wieder restriktiver werden. Ansgar Belke von der Uni Duisburg-Essen sagt, dass inflationäre Effekte dann drohten, wenn das Eigenkapital der EZB wegen eventuell einmal erforderlicher Abschreibungen auf Staatsanleihen negativ wird. Auch könnte der Spielraum zur Sterilisierung aufgebraucht sein, etwa, wenn sie nicht mehr genügend Anleihen zu verkaufen hat. Dann drohe vor allem eine Vermögenspreisinflation. Die Wahrscheinlichkeit dafür ist aber gering.

trieb begünstigen. Allerdings betonen viele Ökonomen, dass andere Faktoren in absehbarer Zukunft den Preisauftrieb eher dämpfen. In nächster Zeit drohen eher konjunkturelle Rückschläge und ein Preisdruck nach unten. Über Staatsanleihekäufe am Sekundärmarkt käme die Inflation nicht.

★ Gibt es darüber hinaus Inflationsrisiken? Droht gar eine Hyperinflation wie in den 20er-Jahren? Die Angst vor Inflation kursiert gerade in Deutschland stärker als irgendwo sonst. Dafür werden in der Regel historische Gründe genannt: In den 20er Jahren fraß die Hyperinflation die Vermögen vieler Deutscher auf. Nach Ansicht von Wirtschaftshistorikern wie Princeton-Professor Harold James ist ein solches Szenario heute jedoch völlig undenkbar. Damals finanzierte die Notenbank unmittelbar Staatsausgaben und Reparationszahlungen, was inflationär wirkte. Nicht komplett ausgeschlossen seien dagegen erhöhte Raten wie in den 70er-Jahren. So könnte selbst bei faktischer Sterilisierung der Aufkäufe allein die Inflationspanik, die bei Medien und Anlegern kursiert, zu steigender Preiserwartungen führen und dies einen Preisauf-

trieb begünstigen. Allerdings betonen viele Ökonomen, dass andere Faktoren in absehbarer Zukunft den Preisauftrieb eher dämpfen. In nächster Zeit drohen eher konjunkturelle Rückschläge und ein Preisdruck nach unten. Über Staatsanleihekäufe am Sekundärmarkt käme die Inflation nicht.

EZB stößt nach Marktberuhigung Anleihen wieder ab

trieb begünstigen. Allerdings betonen viele Ökonomen, dass andere Faktoren in absehbarer Zukunft den Preisauftrieb eher dämpfen. In nächster Zeit drohen eher konjunkturelle Rückschläge und ein Preisdruck nach unten. Über Staatsanleihekäufe am Sekundärmarkt käme die Inflation nicht.

★ Setzt die EZB durch die Aufkäufe langfristig nicht falsche Anreize? Nimmt das nicht den Druck auf die Regierungen, die Schulden abzubauen? Die Gefahr besteht, wenn der Eindruck entstünde, die EZB richte sich auf den dauerhafte Besitz der Staatsanleihen ein. In der aktuellen Krise aber kauft sie, um den Anleihemarkt liquide zu halten und die Kurse vor dem Absturz zu bewahren. Befürworter der EZB-Aktion halten entgegen, dass der Druck auf die Regierungen ohnehin bleibt. Das Gegenteil droht eher in guten Zeiten. Es spricht viel dafür, dass die EZB die Anleihen bis dahin wieder verkauft hat. Aktuell ist die Sorge, es gebe zu wenig Sparsignale, kaum begründet.

trieb begünstigen. Allerdings betonen viele Ökonomen, dass andere Faktoren in absehbarer Zukunft den Preisauftrieb eher dämpfen. In nächster Zeit drohen eher konjunkturelle Rückschläge und ein Preisdruck nach unten. Über Staatsanleihekäufe am Sekundärmarkt käme die Inflation nicht.

★ Wird die EZB dadurch nicht zur Bad Bank? Ist das nicht gefährlich? Tatsächlich nimmt die EZB immer mehr Anleihen von Krisenländern ins Portfolio, die an Wert verlieren könnten. Das zu verhindern, ist jedoch auch Zweck der Aktion. Den Wert ihres Portfolios zu maximieren, ist laut Mandat ohnehin kein Ziel der EZB.

trieb begünstigen. Allerdings betonen viele Ökonomen, dass andere Faktoren in absehbarer Zukunft den Preisauftrieb eher dämpfen. In nächster Zeit drohen eher konjunkturelle Rückschläge und ein Preisdruck nach unten. Über Staatsanleihekäufe am Sekundärmarkt käme die Inflation nicht.

★ Kann die EZB die Staatsanleihen in ihren Bilanzen wieder loswerden, wenn die Krise vorbei ist? Sie kann die Anleihen dann einfach wieder verkaufen. Bei einem möglichst guten Ausgang der Krise kann sie damit sogar einen Kursgewinn erzielen.

trieb begünstigen. Allerdings betonen viele Ökonomen, dass andere Faktoren in absehbarer Zukunft den Preisauftrieb eher dämpfen. In nächster Zeit drohen eher konjunkturelle Rückschläge und ein Preisdruck nach unten. Über Staatsanleihekäufe am Sekundärmarkt käme die Inflation nicht.