

Bis die Bombe platzt

Die Europäische Zentralbank verwandelt die Währungsunion immer mehr in einen Schuldenbund

MICHAEL RASCH, FRANKFURT

«Sie ist ein Teil von jener Kraft, die stets das Gute will und stets das Böse schafft.» So könnte man in Anlehnung an Goethes Faust das Wirken der Europäischen Zentralbank (EZB) zugespitzt zusammenfassen. Seit Jahren schirmt die Notenbank die Mitgliedstaaten der Währungsunion von «gerechten» Zinssätzen ab, nämlich jenen Sätzen, die quasi per Schwarmintelligenz an den Finanzmärkten ermittelt werden.

Seit dem Beginn des Pandemie-Notfallkaufprogramms (PEPP) von bis zu 1850 Mrd. € entsprechen die Netto-Anleihekäufe der EZB (Bruttokäufe minus Tilgungen) – zusammen mit den noch laufenden früheren Wertpapierkaufprogrammen – den Netto-Anleiheemissionen der Euro-Staaten. Die Ökonomen der Commerzbank fassen die Entwicklung so zusammen: Die EZB finanziert faktisch die gesamten Haushaltsdefizite der Mitgliedstaaten. Das birgt Sprengkraft für die Zukunft der Euro-Zone.

Korrektiv des Marktes entfällt

Das Ausmass der durch die EZB entstehenden Fehlanreize zeigt sich beim Blick auf die Grundmechanismen des Marktes für Staatsanleihen. Typischerweise leben Staaten chronisch über ihre Verhältnisse, weil sie grundsätzlich mehr Geld ausgeben als einnehmen. Politiker versprechen Bürgern gerne eine Vielzahl von segensreichen Leistungen, um die nächste Wahl zu gewinnen. Allerdings müssen die Wohltaten früher oder später bezahlt werden.

Da Steuererhöhungen bei den Bürgern unbeliebt sind, suchen Regierungen Kreditgeber. Diese finden sie auf dem Markt für Staatsanleihen. Die Preise für die Kredite bilden sich aufgrund von diversen Faktoren, etwa Angebot und Nachfrage, der Kreditwürdigkeit, der Höhe der Wirtschaftskraft, der Inflation und vielem mehr.

Wer sich auf Märkte begibt, muss jedoch mit Unwägbarkeiten rechnen – und diese können schmerzhaft sein. Das gilt für Regierungen und Investoren. Sind beispielsweise die Schulden eines Landes sehr hoch und steigen weiter, bangen die Kreditgeber um die Rückzahlung ihrer Gelder. Zugleich wird es teurer, neue Geldgeber anzulocken. Also steigen die Zinssätze, welche die Kreditgeber verlangen, weil sie für die höheren Risiken entschädigt werden wollen. Ab einem gewissen Punkt drohen die Zinssätze so hoch zu werden, dass die Regierung ihr Ausgabeverhalten mässigen und den Wählern reinen Wein einschenken muss: Bei realen Knappheitsverhältnissen ist nicht jeder Wunsch erfüllbar.

Wenngleich eine gewisse Verschuldung für bestimmte Investitionen sinnvoll ist, kann man nicht dauerhaft viel mehr konsumieren als erwirtschaften. Diese sogenannte Budgetrestriktion führt dazu, dass extreme Folgen einer hohen Verschuldung – etwa ein Schuldenschnitt oder eine Währungsreform – meist vermieden werden können.

EZB ist grösster Gläubiger

Genau hier liegt die Crux der billionenschweren Staatsanleihekäufe der EZB. In der Euro-Zone ist die EZB – beziehungsweise das Euro-System, bestehend aus EZB und nationalen Notenbanken – zum mit Abstand grössten Gläubiger der Euro-Länder geworden. Sie kauft bei mancher Emission oder manchem Emittenten rund einen Drittel der verfügbaren Papiere – und hält auf diese Weise die Zinsen für die Staatsanleihen künstlich tief.

Das führt dazu, dass zehnjährige Anleihen von Ländern wie Italien oder Griechenland, die nicht den Ruf eines stabilen Schuldners haben, derzeit eine Rendite von nur noch knapp 1% abwerfen. Portugiesische Anleihen rentieren sogar nur mit 0,5%. Die USA, einer der glaubwürdigsten Schuldner, müssen derzeit 1,6% Zinsen zahlen. Wenngleich



Balanceakt eines BMX-Fahrers vor dem EZB-Hauptsitz in Frankfurt: Die Notenbank will mit ihren massiven Anleihekäufen Gutes tun, setzt aber Fehlanreize.

THOMAS LOHNES / GETTY

beides nicht eins zu eins vergleichbar ist, zeigt sich dennoch: Hier ist etwas faul.

Die EZB argumentiert seit Jahren, sie wolle mit ihren Anleihekäufen die Wirtschaft in der Euro-Zone in Schwung bringen oder in Schwung halten, um ihr Ziel einer Inflation von knapp 2% zu erreichen; diesen Wert hat die Bank als Preisstabilität definiert. Die Teuerung im Euro-Raum liegt seit Jahren stabil zwischen 0,2 und knapp 2%; leicht deflationäre Tendenzen gab es lediglich von 2014 bis 2016. Die Notenbank fürchtet eine Deflation vor allem deshalb, weil in einem Umfeld fallender Preise hohe Schulden schwerer wiegen, während Schulden durch eine hohe Teuerung sozusagen «weginflationiert» werden können.

Die stabile Teuerung der letzten Jahre zwischen 0 und 2% ist ein Erfolg für die EZB und sollte ein Grund zur Freude sein. Doch die Notenbanker sehen selbst die kleinste Abweichung von den anvisierten knapp 2% als gravierende Verletzung ihres Mandats und nehmen dies zum Anlass, billionenschwere Staatsanleihen hinzuzukaufen.

Schutz für Finanzminister

Steigen die Renditen für (gewisse) Staatsanleihen gegen den Wunsch der EZB, etwa weil Marktteilnehmer höhere Risiken orten, wertet die EZB dies als Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus, was mit allen Mitteln bekämpft werden muss. Dieses Totschlagargument wird zum Schutzschirm für die Finanzminister aller Euro-Länder gegen steigende Renditen an den Staatsanleihemärkten. Es erlöst sie vom disziplinierenden Druck der Märkte, eine massvolle Finanzpolitik zu betreiben.

Eine Studie des Forschungsinstituts ZEW in Mannheim kam jüngst zu dem Ergebnis, dass die Staatsanleihekäufe der EZB einen überragenden Einfluss auf die Einengung der Renditeabstände in der Pandemie gehabt haben. Die Absicherung der Staaten von den Märkten ist jedoch fatal, weil die Märkte dabei helfen, Missstände aufzudecken. Hohe Zinsen sind ein Zeugnis dafür, dass Experten Rauch aus einem Staatshaushalt aufsteigen sehen, noch bevor die Öffentlichkeit das Feuer erkennt.

Die Corona-Pandemie hat den Aktivismus der EZB nochmals erheblich verstärkt. Das mag in dieser Ausnahme-situation gerechtfertigt sein, weil die Euro-Staaten vor allem am Anfang unterschiedlich hart getroffen wurden. Doch schon vor der Pandemie verfolgte die EZB einen extremen Kurs. So waren die Euro-Notenbanken bereits vor der gegenwärtigen Krise die grössten Gläubiger der Mitgliedstaaten, wie die Deutsche Bundesbank festhält.

Für den Teil der Staatsschuld, der in den Büchern der Notenbanken stehe, seien die Finanzierungskosten vom Kapitalmarkt entkoppelt, betont die Bundesbank. Die Zinsen dieser Anleihen würden an die Notenbanken fliessen und dort über den Gewinn wieder an den jeweiligen Fiskus ausgeschüttet. Das schwäche die disziplinierende Rolle der Märkte.

Selbst der bis Mitte 2019 amtierende EZB-Chefökonom Peter Praet hält es inzwischen für gefährlich, wie er im Januar in einem Interview sagte, wenn ein Land wie Italien Kredite der EU ausschlage, da es sich mithilfe der EZB zu sehr niedrigen Zinsen allein am Kapitalmarkt refinanzieren könne.

Trotz den immensen Massnahmen zur Stützung von Staatshaushalten und Konjunktur ist die Mehrheit der Bürger im Euro-Raum misstrauisch gegenüber der Europäischen Zentralbank, wie die regelmässige Umfrage «Eurobarometer» der EU-Kommission zeigt. Das Nettovertrauen in die EZB liegt seit fast zehn Jahren unter null, obwohl das Nettovertrauen in den Euro selbst hoch ist und seit 2015 sogar zulegte.

Monetäre Staatsfinanzierung ist laut den Verträgen über die Arbeitsweise der EU (§ 123) verboten. Über die Frage, ob gegen dieses Verbot – faktisch oder zumindest dem Geiste nach – verstossen wird, wenn die Zentralbank mit ihrer Geldschöpfung die gesamte Neuverschuldung der Euro-Länder finanziert, müssen Juristen urteilen.

In den Verträgen (§ 127) wird zudem postuliert, dass die EZB im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb handeln solle, um einen effizienten Einsatz der Ressourcen zu fördern. Zumindest das Prinzip der freien Preisbildung an freien Märkten missachtet die Notenbank aber seit Jahren, indem sie Kredit-

risikoprämien abmildert, obwohl diese selbstverschuldet sind.

Wie wichtig fiskalische Robustheit ist, zeigt sich exemplarisch in der Corona-Krise. Finanziell solide Länder, in der Euro-Zone etwa die Niederlande, Irland und Deutschland, haben mehr ökonomischen Faustregel zusehends auf das Wirtschaftswachstum, weil private Investitionen verdrängt und die öffentlichen Finanzen durch den Schuldendienst übermässig belastet werden.

Steigende Schuldenstände

Diesen Wert überschritten viele Euro-Staaten bereits vor der Corona-Krise, etwa Griechenland, Italien und Portugal. Ihre Schuldenquoten dürften nun durch die zusätzlichen Belastungen im laufenden Jahr zirka 200, 160 und 130% erreichen.

Die EZB hat in den vergangenen Jahren der Prosperität dazu beigetragen, dass hochverschuldete Länder sich selbst in guten Zeiten nie ernsthaft mit einer Reduktion ihrer Verbindlichkeiten beschäftigen mussten. Das wäre jedoch wichtig gewesen, um sich für künftige Unwägbarkeiten zu rüsten und auch ohne Hilfe der Notenbanken am Finanzmarkt gute Konditionen zur Refinanzierung erzielen zu können. Die EZB mag dabei mit guten Absichten gehandelt haben, setzte aber fatale Fehlanreize.

Das gilt umso mehr, als mit steigenden Schuldenständen der Druck auf die EZB immer grösser wird, für die betroffenen Länder den Schutzschirm vor marktgerechten Zinsen aufrechtzuerhalten. Einsicht ist bis heute nicht erkennbar. Im Gegenteil: Derzeit überprüft die EZB ihre Definition von Preisstabilität. Es ist zu befürchten, dass die neue Definition den tolerierten Zeitraum für die seit Jahren ultraexpansive Geldpolitik weiter ausdehnen wird. Diese Politik dürfte so lange weitergehen, bis die Schuldenbombe irgendwann mit unabsehbaren Konsequenzen platzen wird.