

Heiner Brockmann, Horst Keppler

EZB-Käufe von Staatsanleihen anders begründen!

Die Europäische Zentralbank (EZB) begründete die Ankäufe von Staatsanleihen damit, dass der geldpolitische Mechanismus funktionsfähig gehalten werden müsse, denn ihr gesetzlicher Auftrag sei es, Geldwertstabilität zu gewährleisten. Ihr Auftrag geht jedoch darüber hinaus: Sie hat die allgemeine Wirtschaftspolitik zu unterstützen, soweit dies die Geldwertstabilität nicht gefährdet. Dieser nachrangige gesetzliche Auftrag wird in der gegenwärtigen Diskussion außer Acht gelassen – dabei stellt er die plausiblere Begründung für die Ankäufe von Staatsanleihen dar.

Die Europäische Zentralbank (EZB) kaufte im Zeitraum Mai 2010 bis Ende Februar 2012 im Rahmen des Securities Markets Programme (SMP) Staatsanleihen verschiedener Länder des Euro-Währungsgebietes in Höhe von insgesamt gut 219 Mrd. Euro.¹ Den gesetzlichen Bestimmungen entsprechend wurden diese Staatsanleihen nie unmittelbar von den jeweiligen Staaten, sondern auf Sekundärmärkten – größtenteils von Banken des Euro-Währungsgebiets – erworben.² Die EZB entschied dabei jeweils diskretionär, auf welchen Märkten sie Titel kaufte, und erklärte, nur begrenzte Mittel für solche Käufe einzusetzen.³

EZB-Begründung lässt wichtige Fragen unbeantwortet

Begründet hat die EZB die Ankäufe von Staatsanleihen damit, die für den Transmissionsmechanismus geldpolitischer Impul-

se relevanten Märkte funktionsfähig halten zu wollen, um ihre auf mittelfristige Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik effektiv durchführen zu können.⁴ Dabei identifizierte die EZB folgende mögliche Störungen des Transmissionsmechanismus:⁵

- *Preiskanal*: Änderungen der kurzfristigen Zinsen schlagen sich nicht in gewünschtem Maße in Änderungen der langfristigen Zinsen nieder.
- *Bilanzkanal*: Kursverluste bei Banken beeinträchtigen deren Fähigkeit, Kredite an Unternehmen und Haushalte zu vergeben.
- *Liquiditätskanal*: Kursverluste von Anleihen machen deren Verwendung als Sicherheit im Refinanzierungsgeschäft mit der EZB unmöglich und beeinträchtigen auf diese Weise den Kreditschöpfungsspielraum der Banken.

Die Begründung für die Anleihekäufe durch die EZB ist von verschiedener Seite kritisch kommentiert worden. Kritisch gesehen wird insbesondere, dass die EZB nicht näher erläutert hat, in welcher Entwicklung an den Anleihemärkten sie welche Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus

- 1 Stand 2.3.2012. Vgl. Europäische Zentralbank (EZB): Monetary policy portfolios. <http://www.ecb.int/mopo/liq/html/index.en.html#portfolios> (2.3.2012).
- 2 Vgl. Europäische Zentralbank: Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 14. Mai 2010 zur Einführung eines Programms für die Wertpapiermärkte, EZB/2010/5, 2010/281/EU, L 124/8; Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2011/12, Wiesbaden 2011, Tz 177.
- 3 Angaben zu den Kriterien für die Interventionen und zu deren Begrenzung macht die EZB nicht.

- 4 Vgl. Europäische Zentralbank: Beschluss..., a.a.O.; Europäische Zentralbank: The ECBs response to the financial crisis, in: Monthly Report Oktober 2010, S. 59 ff. Ähnlich der Präsident der Europäischen Zentralbank, Mario Draghi, am 1.12.2011 vor dem Europäischen Parlament: „...Dysfunctional government bond markets in several euro area countries hamper the single monetary policy because the way this policy is transmitted to the real economy depends also on the conditions of the bond markets in the various countries. An impaired transmission mechanism for monetary policy has a damaging impact on the availability and price of credit to firms and households. This is the very important monetary policy reason for the ECB's non-standard measures.“ <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp111201.en.html> (7.2.2012).

- 5 Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2010, Frankfurt a.M. 2011, S. 20 f.

Prof. Dr. Heiner Brockmann lehrt Volkswirtschaftslehre an der Beuth Hochschule für Technik Berlin.

Prof. Dr. Horst Keppler ist Honorarprofessor an der Technischen Universität Braunschweig.

gesehen hat.⁶ Auch habe die EZB nicht dargelegt, warum es der Ankäufe von Staatsanleihen bedurfte und andere Instrumente nicht genauso oder besser geeignet gewesen wären, möglichen Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenzuwirken.⁷ Kritisiert werden in diesem Zusammenhang insbesondere die Wettbewerb verzerrenden Wirkungen von selektiven Ankäufen von Staatsanleihen,⁸ die die Marktfähigkeit ausgewählter risikoträchtiger Anleihen künstlich aufrechterhalten und einzelne Banken vor Verlusten bewahrt haben. Möglicherweise hätten mit dem Einsatz anderer Instrumente solche Wettbewerb verzerrende Wirkungen vermieden werden können. Schließlich ist der Hinweis auf die Funktionsfähigkeit des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zur Begründung der Ankäufe von Staatsanleihen sehr technisch und mithin der Öffentlichkeit schwer zu vermitteln.

Gesetzlicher Auftrag der EZB ist nicht allein die Gewährleistung der Geldwertstabilität

Eine überzeugendere Begründung für die EZB-Eingriffe an Euro-Anleihemärkten ergibt sich, wenn man, erstens, das primäre Ziel der Anleihekäufe durch die EZB darin sieht zu verhindern, dass sich aus den krisenhaften Symptomen an einzelnen Anleihemärkten eine allgemeine Finanz- und Wirtschaftskrise entwickelt, und zweitens berücksichtigt, dass der gesetzliche Auftrag der EZB nicht auf die Gewährleistung der Geldwertstabilität beschränkt ist, sondern sie darüber hinaus einen Auftrag hat, die allgemeine Wirtschaftspolitik der Union zu unterstützen.

Letzteres geht eindeutig aus Artikel 127 (1) des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) hervor: „Das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken (im Folgenden „ESZB“) ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union ...“

Der angeführte nachrangige gesetzliche Auftrag stellt die plausiblere Begründung für die Ankäufe von Staatsanleihen dar. Auf dieser Grundlage erfordert eine Bewertung des Mitteleinsatzes der EZB Antworten auf zwei Fragen:

- Waren bzw. sind die Ankäufe von Staatsanleihen ein geeignetes Instrument, um die allgemeine Wirtschaftspolitik der Europäischen Union in der aktuellen Lage zu unterstützen?

6 Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose: Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2011, München 2011, S. 52; T. O. Berg, K. Carstensen: Baldige Rückkehr zu alten Rolle erforderlich!, in: Wirtschaftsdienst, 92. Jg. (2012), H. 2, S. 80.

7 Ebenda.

8 Vgl. M. C. Kerber: Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB: Wie ist die neue Offenmarktpolitik der Europäischen Zentralbank zu bewerten?, in: ifo-Schnelldienst, 63. Jg. (2010), Nr. 21, S. 6.

- Wurde bzw. wird mit den Ankäufen von Staatsanleihen die Gewährleistung von Geldwertstabilität gefährdet?

Die Entwicklung der Krise

Die Beurteilung des Mitteleinsatzes der EZB wirft zunächst die Frage auf, welche Ziele die Träger der allgemeinen Wirtschaftspolitik in der Union seit dem Frühjahr 2010 verfolgt haben. Die Lösung der Staatsschuldenkrise im Euro-Währungsgebiet war das dringlichste Problem auf der wirtschaftspolitischen Agenda der Länder der Europäischen Union. Insbesondere ging es darum zu verhindern, dass sich aus der Staatsschuldenkrise eine zweite allgemeine Finanz- und Wirtschaftskrise entwickelte. Insofern sind die EZB-Käufe von Staatsanleihen vor dem Hintergrund der Entwicklung der Staatsschuldenkrise und den Bemühungen der allgemeinen Wirtschaftspolitik in der Union, diese Krise zu lösen, zu beurteilen.

Die Staatsschuldenkrise entwickelte sich, nachdem die griechische Regierung Ende 2009 eingestanden hatte, dass die Lage der öffentlichen Finanzen des Landes erheblich schlechter sei als zuvor angegeben worden war, und dass Griechenland vor dem Zahlungsausfall stünde. Die in den Monaten danach von der griechischen Regierung und von anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets beschlossenen Maßnahmen reichten nicht aus, um die mit dieser Situation verbundenen Probleme zu lösen. Im Gegenteil: Die Maßnahmen der Euroländer und die jeweils zuvor geführten Diskussionen offenbarten ein hohes Maß an Uneinigkeit der Entscheidungsträger über den geeigneten Lösungsansatz. Im Ergebnis stellte eine zunehmende Zahl von privaten Anlegern infrage, ob die Strukturen der Währungsunion überhaupt tragfähig seien und ein Engagement in Anleihen der Euroländer noch lukrativ erscheine.

Zu einer Neubewertung der bis dahin als sicher geltenden Staatsanleihen der Euroländer durch die privaten Anleger kam es insbesondere, nachdem die Gläubigerbanken Griechenlands zu einem „freiwilligen“ Verzicht auf 50% ihrer Forderungen gedrängt worden waren. Hinzu kam, dass in Deutschland und Frankreich öffentlich ein möglicher Ausschluss Griechenlands aus der Währungsunion erwogen wurde, als der ehemalige griechische Regierungschef Papandreou ein Referendum der griechischen Bevölkerung ankündigte. Negativ betroffen von dieser Neubewertung des Rendite/Risiko-Verhältnisses waren Staatsanleihen von Euroländern mit einer hohen Staatsverschuldung und einer geringen Wettbewerbsfähigkeit, insbesondere Griechenland, Italien, Portugal und Spanien (GIPS-Länder).

Die Entwicklungen an den Anleihemärkten zogen zunehmend auch die Stabilität der Gläubigerbanken der GIPS-Länder in Mitleidenschaft, was wiederum mit negativen Rückwirkungen auf die Bonität der GIPS-Länder, aber auch anderer

Länder des Euro-Währungsgebietes, verbunden war: „Da Staatsanleihen traditionell als sicherer Kern des Finanzsystems betrachtet wurden, führte das seit Monaten wachsende Misstrauen in die Bonität öffentlicher Emittenten zu einem Vertrauensverlust gegenüber europäischen Banken, der sich wiederum nachteilig auf die Einschätzung der Solvenz der Mitgliedstaaten auswirkte.“⁹

Dieser Teufelskreis drohte seit dem Beginn der Staatsschuldenkrise in eine zweite systemische Finanz- und Wirtschaftskrise größeren Ausmaßes nach der Insolvenz der Lehman Brothers Bank im September 2008 zu münden. Zu einer Eskalation hätte es kommen können, wenn infolge eines zunehmenden Vertrauensverlusts in Staatsanleihen private Anleger – zunächst auf einzelnen, dann auf immer mehr Märkten – dazu übergegangen wären, Anleihen zu verkaufen, um durch schnelle Verkäufe höhere Verluste zu einem späteren Zeitpunkt zu vermeiden.¹⁰

Die EZB-Ankäufe von Staatsanleihen haben einer Eskalation der Krise entgegengewirkt

In diesem Umfeld wirkten die selektiven Käufe von Staatsanleihen durch die EZB einem weiteren Vertrauensverlust der privaten Anleger in Staatsanleihen der GIPS-Länder entgegen. Grundsätzlich hat die EZB mit dem Kauf von Staatsanleihen verhindert, dass Banken ihre Aktiva nicht oder nur zu unverhältnismäßig hohen Abschlägen veräußern konnten. Die EZB hat somit eine wichtige Eigenschaft von Staatsanleihen garantiert, nämlich deren sichere Liquidierbarkeit. Das dürfte manchen Anleger dazu bewogen haben, von Verkäufen von Anleihen der GIPS-Länder abzusehen. Die EZB hat im Ergebnis auf problematische Entwicklungen auf einzelnen Märkten selektiv reagiert, um eine Eskalation auf den Anleihemärkten insgesamt zu vermeiden.

Zugleich hat die EZB das Vertrauen der Teilnehmer an den Finanzmärkten insgesamt erhöht. Die Vertrauen fördernde Wirkung der Käufe dürfte durch zwei Effekte verstärkt worden sein. Erstens durch die Möglichkeit, dass die EZB solche Ankäufe hätte unbegrenzt durchführen können – auch wenn sie wiederholt erklärt hat, dies nicht tun zu wollen. Zweitens, durch die Tatsache, dass andere Notenbanken, wie etwa die Federal Reserve Bank in den USA, bereits in wesentlich größerem Umfang als die EZB Staatsanleihen gekauft und erklärt haben, dies bei Bedarf auch weiter tun zu wollen.¹¹

9 Sachverständigenrat: Jahresgutachten 2011/2012, a.a.O., Tz 127. Zu den Ansteckungseffekten vgl. auch Deutsche Bundesbank: Finanzstabilitätsbericht 2011, November 2011, Frankfurt a.M., S. 26 f.

10 Vgl. Sachverständigenrat: Jahresgutachten 2011/2012, a.a.O., Tz 236.

11 Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2010/11, Wiesbaden 2010, Tz 133, Kasten 4.

Wie groß die Gefahr einer Eskalation an den Anleihemärkten zum Zeitpunkt der jeweiligen Käufe war, dürfte mit zufriedenstellender Genauigkeit genauso wenig festzustellen sein wie die konkreten Wirkungen, die mit den jeweiligen Käufen verbunden waren. Allerdings ist davon auszugehen, dass die EZB aufgrund ihrer Nähe zu den für das Refinanzierungsgeschäft relevanten Märkten und deren Teilnehmern – insbesondere den Banken – vergleichsweise gut in der Lage ist, sowohl die Situation an diesen Märkten wie auch die Wirkungen ihrer eigenen Maßnahmen einzuschätzen.¹²

Nicht zuletzt hat die EZB durch die Käufe von Staatsanleihen am Sekundärmarkt verhindert, dass einzelne GIPS-Länder Probleme bei der Neuverschuldung bekamen, sie also am Primärmarkt bei der Ausgabe neuer Staatsanleihen entweder keine Käufer gefunden hätten oder ihre Anleihen nur zu übermäßig hohen Zinsen in den Markt hätten geben können. Zwar lässt sich aus dem Auftrag der EZB, Geldwertstabilität zu gewährleisten, ein solcher Zweck des Mitteleinsatzes nicht ableiten.¹³ Da dieser Mitteleinsatz der Gewährleistung von Geldwertstabilität jedoch nicht entgegensteht, hatte die EZB Spielraum, die allgemeine Wirtschaftspolitik der Union bei der Eindämmung des Vertrauensverlustes zu unterstützen und somit Zeit für geordnete finanzielle und realwirtschaftliche Anpassungen zu gewinnen.

Als Zwischenfazit kann festgehalten werden, dass die Käufe von Staatsanleihen durch die EZB ein geeignetes Instrument waren, die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union darin zu unterstützen, eine Finanz- und Wirtschaftskrise zu verhindern. Der Einsatz dieses Instruments wäre indes gleichwohl nicht gesetzeskonform, wäre dadurch die Erreichung des Oberziels der EZB, nämlich der Sicherung von Geldwertstabilität, gefährdet worden. Entsprechend ist zu prüfen, auf welche Weise die Käufe von Staatsanleihen durch die EZB die Sicherung von Geldwertstabilität grundsätzlich beeinträchtigen könnten und ob sich gegebenenfalls im Betrachtungszeitraum solche Beeinträchtigungen feststellen lassen.

Eine Beeinträchtigung des Ziels der Geldwertstabilität ist nicht erkennbar

Eine Verstärkung inflationärer Tendenzen durch die Ankäufe von Staatsanleihen durch die EZB könnte daraus resultieren, dass a) im Zuge der Ankäufe zunächst die Geldbasis und letztlich die Geldmenge M3 übermäßig aufgebläht werden oder b) die Ankäufe als Signal verstanden werden, die EZB würde von

12 Zu gegenteiligen Bewertungen vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, a.a.O., S. 68; T. O. Berg, K. Carstensen, a.a.O., S. 81.

13 Fraglich ist ferner, ob bzw. ab welchem Volumen der Käufe von Staatsanleihen die EZB gegen das Verbot der Haushaltsfinanzierung verstößt (Art. 123 AEUV) – selbst wenn solche Käufe den gesetzlichen Bestimmungen entsprechend „nur“ am Sekundärmarkt erfolgen. Vgl. zu dieser Diskussion Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, a.a.O., S. 52.

ihrer Orientierung am Ziel der Geldwertstabilität abrücken und eine höhere Inflationsrate als „unter, aber nahe 2%“ anstreben oder zumindest tolerieren.

Gegen Befürchtung a) spricht, dass die EZB die Impulse der Anleihekäufe für die Geldmengenentwicklung durch eine entsprechend restriktivere Ausgestaltung anderer Instrumente zunächst neutralisierte.¹⁴ Entsprechend ist die Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet seit dem Frühjahr 2010 sehr moderat gewachsen. In der zweiten Jahreshälfte 2011 hat dann die wieder zunehmend angespannte Lage auf dem Interbankengeldmarkt ohnehin eine umfangreichere Liquiditätsversorgung der Banken durch die EZB erforderlich gemacht. Eine Verstärkung inflationärer Tendenzen wäre dadurch jedoch nur für den Fall angelegt, dass der EZB eine zeitnahe und hinreichende Rückführung der Zentralbankgeldmenge nach einer Normalisierung des Interbankenhandels nicht gelingen würde. Eine solche Rückführung ist in „normalen“ Zeiten unproblematisch, da die Zentralbank Menge und Preis der den Kreditinstituten im Rahmen der befristeten Refinanzierungsgeschäfte zur Verfügung gestellten Liquidität bestimmen kann. Allerdings wird die Steuerungsmöglichkeit der EZB durch neuere Instrumente bei der Liquiditätsversorgung der Kreditinstitute eingeschränkt.¹⁵

Gegen Befürchtung b) spricht zunächst, dass die bisherige Begründung der EZB für die Käufe von Staatsanleihen – nämlich die für den Transmissionsmechanismus relevanten Märkte funktionsfähig zu halten – keine Abkehr vom Ziel der Geldwertstabilität erkennen lässt. Auch aus den Entscheidungen bezüglich anderer geldpolitischer Maßnahmen lässt sich eine Abkehr vom Ziel der Geldwertstabilität bislang nicht ableiten. So hat die EZB etwa die geldpolitischen Zinsen im April und Juli 2011 vorübergehend angehoben, als sich die Preisauftriebstendenzen verstärkten.

Zudem geben die längerfristigen Inflationserwartungen keinen Hinweis darauf, dass die EZB-Ankäufe von Staatsanleihen als Abkehr von ihrer Orientierung am Ziel der Geldwertstabilität verstanden worden wäre.¹⁶ So hat die jüngste Umfrage unter professionellen Prognostikern, SPF (Survey of professional forecasters) von Mitte Januar 2012 eine erwartete Inflationsrate für das Jahr 2016 von 2% ergeben¹⁷. Damit bleiben die län-

gerfristigen Inflationserwartungen auf dem stabilitätsgerechten Niveau der vergangenen Jahre verankert, in denen sie in einer engen Bandbreite zwischen 1,8% und 2% schwankten.¹⁸

Grenzen für die EZB-Ankäufe von Staatsanleihen

Aus den vorangegangenen Überlegungen lassen sich die Grenzen für Anleihekäufe durch die EZB ableiten: Die EZB müsste die Ankäufe von Staatsanleihen dann zurückführen, wenn dadurch ihre Fähigkeit, Geldwertstabilität zu gewährleisten, erkennbar beeinträchtigt würde. Eine solche Entwicklung dürfte sich in einem spürbaren Anstieg der längerfristigen Inflationserwartungen niederschlagen. Dies wäre etwa zu erwarten, würde die EZB dazu übergehen, unbegrenzt Staatsanleihen aufzukaufen. Denn eine Neutralisierung der damit verbundenen monetären Impulse wäre dann kaum mehr möglich.

Eine Grenze der Interventionen ergibt sich ferner aus der Notwendigkeit, den finanziellen und realwirtschaftlichen Anpassungsdruck auf die Defizitländer beizubehalten, der von den relativ hohen Zinsen ausgeht. Denn nur Reformen in den Defizitländern, kombiniert mit einer Reformierung der Spielregeln in der Währungsunion können letztlich die Staatsschuldenkrise im Euro-Währungsgebiet beenden. Würde die EZB den Anpassungsdruck durch Anleihekäufe zu stark mindern, könnte dies die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger veranlassen, in ihrem Reformeifer nachzulassen. Auch in dieser Hinsicht wären unbegrenzte Käufe von Staatsanleihen kontraproduktiv.

Fazit

Die Europäische Zentralbank hat durch selektive und im Umfang begrenzte Ankäufe von Staatsanleihen einer Eskalation der Krise an bestimmten Anleihenmärkten und somit letztlich einer weiteren allgemeinen Finanz- und Wirtschaftskrise entgegengewirkt. Sie hat damit der Wirtschaftspolitik in der Europäischen Union Zeit verschafft, nachhaltige Lösungen für die Staatsschuldenkrise zu finden. Die Ankäufe von Staatsanleihen durch die EZB beeinträchtigen bislang nicht die Erreichung ihres Oberziels, nämlich die Sicherung von Geldwertstabilität. Im Ergebnis stellen die EZB-Ankäufe von Staatsanleihen einen angemessenen Mitteleinsatz dar, mit dem die EZB ihrem nachrangigen gesetzlichen Auftrag, die allgemeine Wirtschaftspolitik der Union zu unterstützen, entsprochen hat.

14 Vgl. Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2010, a.a.O., S. 21.

15 Vgl. Sachverständigenrat: Jahresgutachten 2011/12, a.a.O., Tz 178. Neben der dort angesprochenen Vollzuteilung bei Refinanzierungsgeschäften schränkt auch die zum 22.12.2011 erstmals angebotene Zuteilung von Liquidität für drei Jahre die Steuerungsmöglichkeit der EZB ein.

16 Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, a.a.O., Sachverständigenrat: Jahresgutachten 2010/11, a.a.O., Tz 86.

17 Vgl. Europäische Zentralbank: Monthly Report February 2012, Frankfurt a.M., S. 57 f. Zur Aussagefähigkeit der SPF-Ergebnisse und anderer Indikatoren zur Messung von Inflationserwartungen vgl. Europäische Zentralbank: Monthly Report February 2011, Frankfurt a.M., S. 78 ff.

18 Lamla und Sturm erkennen in den Details des SPF gleichwohl gestiegene Inflationserwartungen, die als „besorgniserregend“ interpretiert werden könnten. Vgl. M. J. Lamla, J. E. Sturm: Die EZB und ihre politische Unabhängigkeit, in: Wirtschaftsdienst, 92. Jg. (2012), H. 2, S. 86 f.