

## EZB-Anleihekäufe: Sprengkraft für die Eurozone

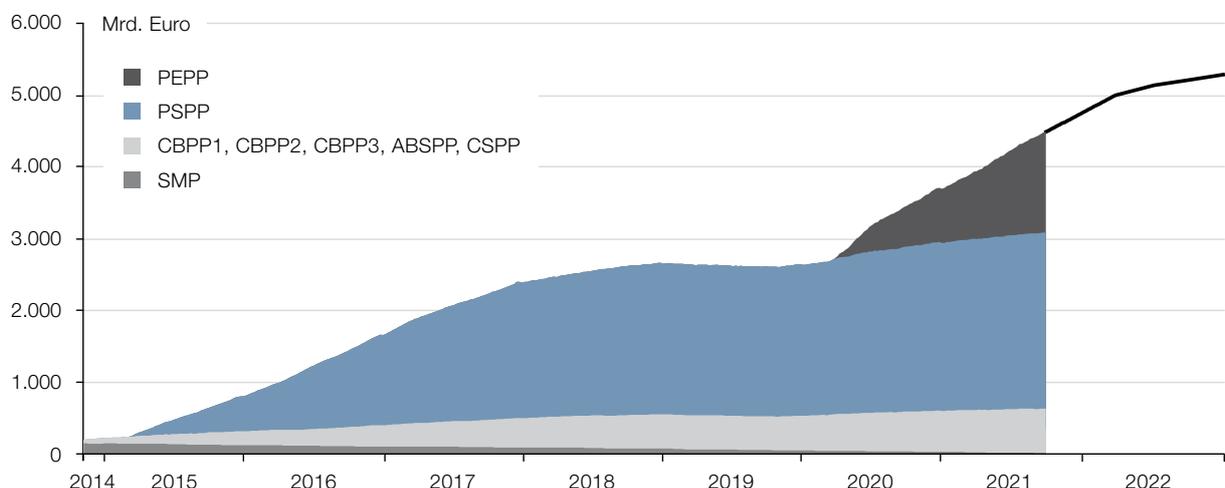
### Standpunkt der Stiftung Marktwirtschaft

- Die Europäische Zentralbank (EZB) betreibt seit mehr als einem Jahrzehnt eine sehr lockere Geldpolitik. Die massiv steigenden Staatsanleihekäufe gefährden dabei immer mehr die Unabhängigkeit und Glaubwürdigkeit der EZB.
- Inzwischen ist das Eurosystem der größte Gläubiger der Euro-Staaten. Dadurch steigt die Gefahr, dass Reform- und Konsolidierungsbemühungen in den Mitgliedstaaten ausbleiben und sich die Geldpolitik zulasten der Preisstabilität an der Staatsverschuldung ausrichtet.
- Als zunehmend strategischer Gläubiger der Euro-Staaten kann die EZB eine geordnete Umschuldung verhindern. Zudem weicht sie bei ihren Staatsanleihekäufen vermehrt vom Kapitalschlüssel ab, der für die Beteiligung der Euro-Staaten am Kapital der Notenbank und ihr Gewicht in der Eurozone steht. Führt die EZB diese Praxis nach Beendigung ihres Pandemie-Notfallankaufprogrammes fort, wie nun bis mindestens Dezember 2024 vorgesehen, unterläuft sie damit zwei wesentliche „Garantien“ des Umgehungsverbots der monetären Staatsfinanzierung. Die EZB sollte stattdessen anderen führenden Zentralbanken folgen und eine Normalisierung ihrer Geldpolitik einleiten.

### Hintergrund

Seit Ausbruch der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 betreibt die EZB fast durchgängig eine extrem expansive Geldpolitik, die sie mit außergewöhnlichen Marktverhältnissen, Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus oder zu geringen Inflationsaussichten begründet. Seither hat sie ihre Leitzinsen bis in den Negativbereich gedrückt und ihre Notenbankbilanz massiv ausgeweitet. Vor allem Staatsanleihekäufe des seit dem Jahr 2015 durchgeführten Public Sector Purchase Programmes (PSPP) sowie des seit März 2020 laufenden Pandemic Emergency Purchase Programmes (PEPP) haben zu einer übermäßigen Bilanzausweitung im Eurosystem geführt.

Abbildung 1: Ausweitung der Ankaufprogramme der EZB – kein Ende in Sicht



Quelle: EZB.

Die Bilanzsumme der EZB ist seit 2015 nicht nur stark gestiegen, sie ist in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) inzwischen bereits doppelt so hoch wie die der US-Notenbank Federal Reserve (Fed). Im Fokus der Öffentlichkeit stehen üblicherweise die niedrigen Leitzinsen der EZB sowie ihre Auswirkungen auf Vermögensbildung und Inflation, während die Entwicklung der Zentralbankbilanz zumeist in den Hintergrund rückt. Dabei besitzen die Ankaufprogramme für Staatsanleihen eine enorme Sprengkraft für die Stabilität und den Zusammenhalt der Eurozone. Massive und langanhaltende Staatsanleihekäufe bergen die Gefahr, die in der Währungsunion besonders wichtige Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik zu verwischen.

Für die Unabhängigkeit der EZB und die Glaubwürdigkeit ihrer auf Preisniveaustabilität ausgerichteten Geldpolitik ist es entscheidend, dass die Interessen von Staaten und Finanzdienstleistern die geldpolitischen Ziele der EZB nicht dominieren. Andernfalls droht eine Überschuldung im Euroraum und ein Abwälzen von Schuldenlasten auf die Gemeinschaft. Die EZB sollte daher jeden Verdacht vermeiden, sie richte ihre Geldpolitik nicht an ihrem Mandat der Preisstabilität, sondern an der Verschuldung der Mitgliedstaaten aus. Mit dem PSPP und dem PEPP ist das Eurosystem jedoch auf Jahre hinaus der größte Kreditgeber der Euro-Staaten. Das Eurosystem hält mittlerweile Staatsanleihen im Umfang von rund 40 Prozent der gesamten Staatsverschuldung der Eurozone. Eine solche Entwicklung ist problematisch, wie das Bundesverfassungsgericht (BVerfG) in seinem PSPP-Urteil am 5. Mai 2020 herausgestellt hat:

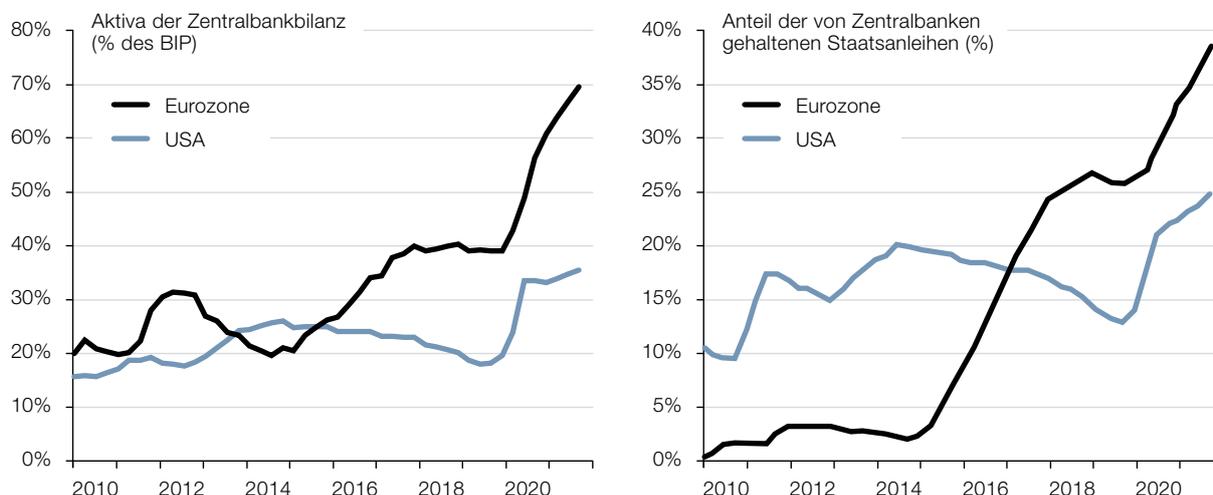
*„Je höher der Bestand erworbener Anleihen in den Bilanzen des Eurosystems, desto größer ist auch das Risiko einer Umgehung des Verbots monetärer Staatsfinanzierung. Für das PSPP gilt dies aufgrund seines sehr großen Volumens und seiner mittlerweile nicht unerheblichen Laufzeit in besonderem Maße.“*

(BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 5. Mai 2020, 2 BvR 859/15, Rn 211)

Das BVerfG ergänzt, dass eine frühe Festlegung auf ein verbindliches Ausstiegsszenario das Risiko einer Umgehung des monetären Staatsfinanzierungsverbots deutlich minimieren würde. Dem ist die EZB beim PSPP bislang nicht nachgekommen. Im Gegenteil: Die EZB droht, wie in den Jahren vor der Pandemie, erneut den Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik zu verpassen. Während Fed und Bank of England im Dezember 2021 beschlossen haben, ihre Geldpolitik deutlich zu straffen, hält die EZB an ihrem extrem expansiven Kurs fest – und dies, obwohl sie, ausgehend von 5 Prozent Inflation im Dezember 2021, ihre Inflationsprognose für das Jahr 2022 innerhalb weniger Monate von 1,7 auf 3,2 Prozent nahezu verdoppeln musste und den Verbraucherpreisanstieg in den Folgejahren mit jeweils 1,8 Prozent nahe am selbst definierten (neuen) Ziel von mittelfristig 2 Prozent einschätzt.

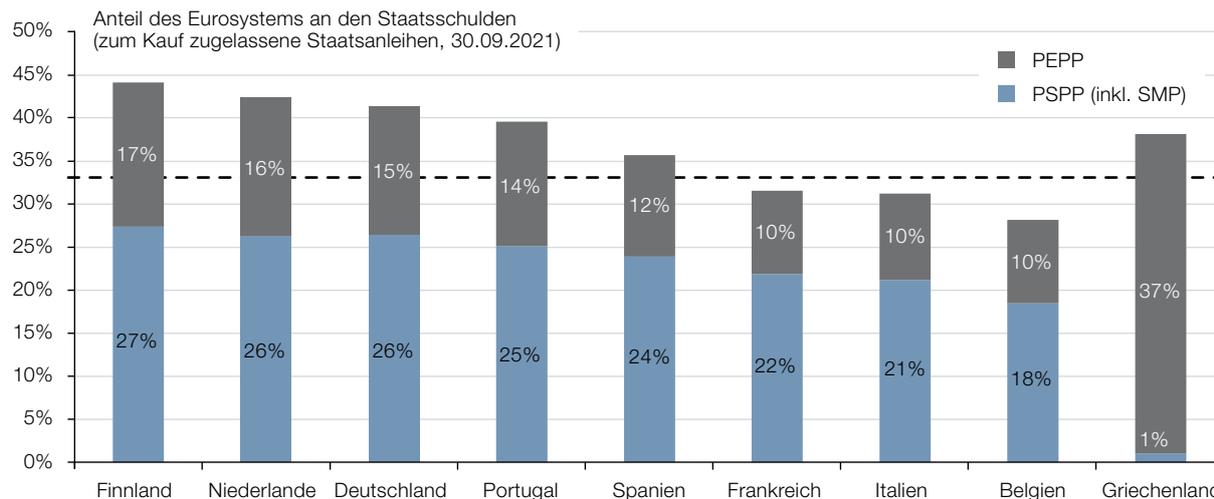
Sollten sich trotz der vorhandenen Basiseffekte und einer baldigen Normalisierung der Energiepreise und Lieferketten mittelfristig höhere Preise und Inflationserwartungen einstellen – beispielsweise durch eine importierte Inflation aus den USA, eine prozyklische Fiskalpolitik in der EU, steigende Klimaschutzkosten, Fachkräftemangel oder Deglobalisierungstendenzen – kommt es auf die Handlungsfähigkeit der EZB an, entschieden die Geldpolitik zu straffen, bevor sich Zweitrundeneffekte ergeben und sich eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzt. Die jüngste Lohnforderung der EZB-Gewerkschaft IPSO (International and European Public Services Organisation) selbst steht exemplarisch dafür, wie schnell eine inflationsbedingte Anpassung der Gehälter häufig erwartet wird.

Abbildung 2: Die EZB hat die USA mit ihren Kaufprogrammen längst hinter sich gelassen



Quelle: EZB, Federal Reserve System.

Abbildung 3: Die EZB wird zum strategischen Gläubiger der Euro-Staaten



Quelle: Pictet Wealth Management.

## Die EZB als strategischer Gläubiger der Eurozone

Die massiven Staatsanleihekäufe führen dazu, dass sich die Geldpolitik der EZB immer mehr dem Verdacht der monetären Staatsfinanzierung aussetzt. Gemäß dem PSPP-Urteil des BVerfG ermöglichen es insbesondere zwei „Garantien“, eine Umgehung des Verbots der monetären Staatsfinanzierung festzustellen:

*„Vor allem die Ankaufobergrenze von 33% und die Verteilung der Ankäufe nach dem Kapitalschlüssel der EZB haben bislang verhindert, dass unter dem PSPP selektive Maßnahmen zugunsten einzelner Mitgliedstaaten getroffen wurden [...] und dass das Eurosystem zum Mehrheitsgläubiger eines Mitgliedstaats werden konnte. Sie sind insoweit die entscheidenden „Garantien“, an denen sich die mangelnde Offensichtlichkeit eines Verstoßes gegen das Umgehungsverbot aus Art. 123 AEUV festmachen lässt.“*

(BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 5. Mai 2020, 2 BvR 859/15, Rn 217).

Abbildungen 3 und 4 lassen Zweifel daran aufkommen, ob diese beiden Garantien noch ausreichend gewahrt werden. Die Daten beziehen sich zwar nicht allein auf das PSPP, sondern ebenfalls auf das PEPP. Allerdings wird dadurch deutlich, dass das Eurosystem insgesamt – und darauf kommt es an – zum Mehrheitsgläubiger mehrerer Staaten geworden ist und dass die Ankaufobergrenze notenbankfähiger Anleihen von 33 Prozent je Emittenten bei mehreren Mitgliedstaaten bereits überschritten wird. Frankreich und Italien lagen Ende September 2021 noch knapp unterhalb der 33-Prozent-Grenze, dürften diese Grenze aber spätestens Anfang 2022 durchbrochen haben. Bei Staaten mit hoher Staatsschuldenquote wird die Schwelle tendenziell später erreicht, weil dort neue Anleihekäufe in Relation zum bestehenden hohen Staatsschuldenstand einen kleineren Anteil ausmachen.

Seit Beginn der Corona-Pandemie wird die Neuverschuldung der Euro-Staaten fast ausschließlich durch die EZB am Sekundärmarkt finanziert. Private Anleger haben sich hingegen fast vollständig vom Anleihemarkt hochverschuldeter Euro-Staaten zurückgezogen. Dies impliziert eine hohe Abhängigkeit ihrer Refinanzierungskosten von PSPP und PEPP, wodurch der Druck auf die EZB wächst, sich nicht ebenfalls von den Anleihekäufen zurückzuziehen.

Die massiven Anleihekäufe seit der Corona-Pandemie legen nahe, dass auch bei einzelnen Anleihen die Ankaufobergrenze von 33 Prozent mehrfach überschritten wurde. Dies bringt die EZB in eine heikle Position: Bei zukünftigen Umschuldungsverhandlungen würde der EZB durch das Überschreiten der Ankaufobergrenze von 33 Prozent eine Sperrminorität zufallen. Nach den seit 2013 gültigen Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses) für Euro-Staatsanleihen kann mit einem Anteil von mindestens 33 Prozent des Nennwerts einer Anleiheserie eine Schuldenrestrukturierung verhindert werden. Die EZB wird dadurch zum strategischen Gläubiger, der im Zweifel die Wahl hat: Schuldenerlass (ergo monetäre Staatsfinanzierung) oder Behinderung geordneter Umschuldungen – mit negativen Konsequenzen (vom Zerfall bis zu dauerhaften Transfers) für die Eurozone.

## Gezielte Anleihekäufe statt Geldpolitik für den Durchschnitt der Eurozone

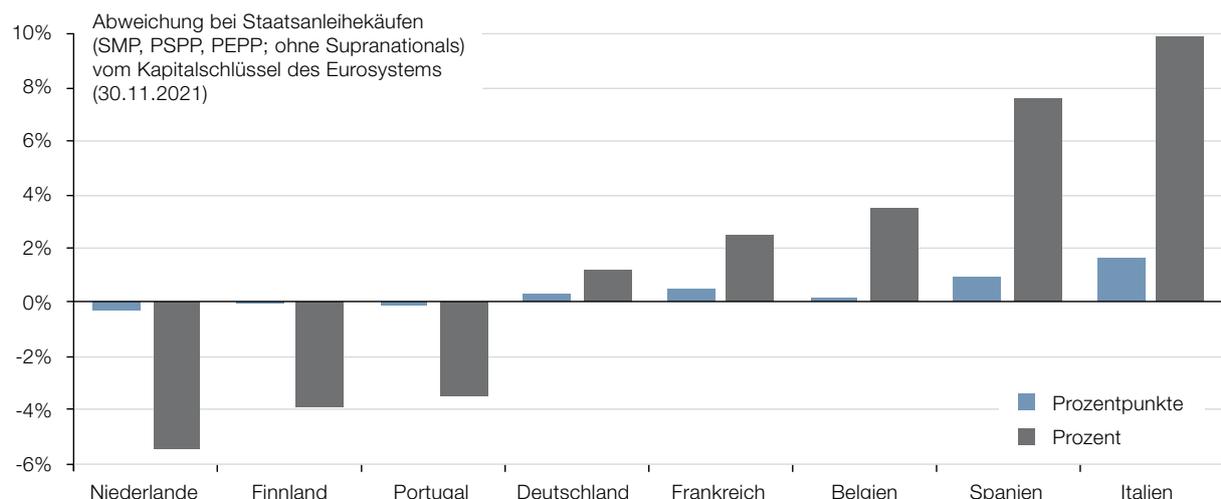
Die EZB hat ihre Geldpolitik am Durchschnitt der Eurozone auszurichten. Selektive Maßnahmen zugunsten einzelner Mitgliedstaaten sind nicht oder nur unter strengen Konditionen erlaubt. Dies stellt auch das BVerfG, wie oben dargelegt, heraus. Von diesem Prinzip weicht die EZB jedoch immer weiter ab. Für eine besondere Begünstigung einzelner Staaten spricht, dass die EZB das Ziel einer Aufteilung der Anleihekäufe nach dem Kapitalschlüssel schon länger nicht mehr einhält. Abbildung 4 zeigt, dass zumeist bei den besonders hochverschuldeten Staaten die Abweichung vom Kapitalschlüssel am größten ist. Von Italien und Spanien werden gut 10 respektive 8 Prozent an Staatsanleihen vom Eurosystem mehr erworben, als es der Kapitalschlüssel vorsieht. Somit wird auch die zweite „Garantie“ unterlaufen.

Die EZB geht „Garantie“-Verfehlungen im Rahmen des PEPP jedoch bewusst ein. Hatte der EZB-Rat noch im Februar 2020 betont, dass eine Behinderung geordneter Umschuldungen unbedingt vermieden werden müsste und für den Ankauf gewisse Schwellenwerte gelten, so revidierte sie dies nur einen Monat später bei der Vorstellung des PEPP. Dies mag in der unsicheren Frühphase der Corona-Pandemie berechtigt gewesen sein. Spätestens mit dem Auslaufen des PEPP im März 2022 müsste die EZB jedoch wieder auf die Einhaltung der „Garantien“ fokussiert sein, will sie sich des Verdachts der monetären Staatsfinanzierung verwehren. Denn für das weiterlaufende PSPP, das zur Verhinderung einer zu geringen Inflation eingeführt wurde, gilt diese krisenbedingte Ausnahme nicht.

Demzufolge sollte die EZB darauf bedacht sein, ihre Anleihebestände ab April 2022 zu reduzieren. Die EZB hat im Dezember 2021 jedoch das genaue Gegenteil beschlossen. PSPP-Anleihekäufe werden für das Jahr 2022 ausgeweitet und PEPP-Anleihebestände bis mindestens Dezember 2024 revolvieren. Mehr noch: Die EZB hat mitgeteilt, dass sie fällig werdende PEPP-Anleihen gegebenenfalls zur gezielten zusätzlichen Stützung einzelner Mitgliedstaaten einsetzt.

Je selektiver die EZB jedoch vorgeht und je mehr sich die Marktteilnehmer darauf verlassen können, desto größer werden die Fehlanreize, die Staaten zu unsolider Haushaltspolitik und mangelnden Reformbemühungen verleiten. Je länger die extrem expansive Geldpolitik andauert, desto größer werden zudem Marktverzerrungen und Abhängigkeiten – und desto schwieriger wird es für die EZB, ohne Marktverwerfungen aus der lockeren Geldpolitik auszusteigen. Die seit 2015 anhaltenden Anleihekäufe drohen zum Perpetuum mobile mit politischer Sprengkraft für die Eurozone zu werden. Die EZB sollte eine glaubwürdige Perspektive für die Beendigung und Rückabwicklung ihrer Ankaufprogramme entwickeln und eine Normalisierung ihrer Geldpolitik einleiten.

Abbildung 4: Die EZB weicht bei ihren Staatsanleihekäufen vom Kapitalschlüssel ab



Quelle: EZB.

Ansprechpartner: Dr. Jörg König

Stiftung Marktwirtschaft, Charlottenstr. 60, 10117 Berlin | [www.stiftung-marktwirtschaft.de](http://www.stiftung-marktwirtschaft.de)