

## Bis die Bombe platzt – wie die EZB die Währungsunion immer mehr in eine Schuldenunion manövriert

Die Europäische Zentralbank (EZB) kauft seit Jahren Staatsanleihen in Billionenhöhe. Die Corona-Pandemie hat das Ausmass noch vergrössert. Selbst hochverschuldete Länder wie Italien und Griechenland geniessen grotesk niedrige Zinsen. Damit erhöht die Notenbank die Lust an der Verschuldung – und setzt fatale Anreize.

Michael Rasch, Frankfurt

15.05.2021, 05.30 Uhr



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

Thomas Lohnes / Getty

«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) über bis zu 1850 Mrd. € entsprechen – zusammen mit den noch laufenden früheren Wertpapierkaufprogrammen – die Netto-Anleihekäufe der EZB (Bruttokäufe minus Tilgungen) den Netto-Anleiheemissionen der Euro-Staaten. Die Ökonomen der Commerzbank fassen das so zusammen: Die EZB finanziert faktisch die gesamten Haushaltsdefizite der Mitgliedstaaten. Das birgt enorme Sprengkraft für die Zukunft der Euro-Zone.

## **Budgetrestriktionen durch die Finanzmärkte**

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, den Erfahrungen der Kreditgeber mit dem Land, 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 noch weiter, bangen die Kreditgeber um die Rückzahlung ihrer Gelder. Zugleich wird es teurer, neue Geldgeber anzulocken. Also steigen die Zinssätze, welche die Kreditgeber von den Schuldnern verlangen, zumal sie für die höheren Risiken entschädigt werden wollen. Ab einem gewissen Punkt drohen die Zinssätze aber

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 gar eine Währungsreform – meist vermieden werden können.

## **Ist Italien ein besserer Schuldner als die USA?**

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 derweil 1,6% Zinsen zahlen. Wenngleich 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.

## **Schutzschirm für die Finanzminister der Euro-Länder**

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 Abschirmung 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 Ausnahmesituation gerechtfertigt sein, weil die Euro-Staaten vor allem am Anfang unterschiedlich hart getroffen worden sind. 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.

## **Misstrauen der Bürger gegenüber der EZB**

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. «Auch du, Brutus?», mag sich da mancher EZB-Vertreter fragen, da Praet während seiner achtjährigen Amtszeit ein strammer Verfechter einer ultralockeren Geldpolitik war.

Trotz den immensen Massnahmen zur Stützung von Staatshaushalten und Konjunktur ist die Mehrheit der Bürger im Euro-Raum misstrauisch gegenüber der EZB, 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 dem Jahr 2015 sogar nochmals zulegen.

Monetäre Staatsfinanzierung ist laut den Verträgen über die Arbeitsweise der Europäischen Union (§ 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 Kreditrisikoprämien abmildert, obwohl diese selbstverschuldet sind, da sie direkt auf der wirtschaftlichen Situation eines Landes fussen.

## **Die Notenbank setzt fatale Fehlanreize**

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 Handlungsspielraum, können sich teure Unterstützungsprogramme für die heimische Wirtschaft leisten, und die Verschuldung erreicht 2021 dennoch voraussichtlich «nur» unproblematische Werte von 60 bis 70% gemessen am Bruttoinlandprodukt. Ab einer Quote von rund 90% drückt die Verschuldung laut einer ökonomischen Faustregel zusehends auf das Wirtschaftswachstum, weil private Investitionen verdrängt und die öffentlichen Finanzen durch den Schuldendienst übermässig belastet werden.

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 trat stets als treuer Freund der Finanzminister der Euro-Zone auf. Sie 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 betreffenden 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.

*Sie können dem Wirtschaftsredaktor Michael Rasch auf Twitter, LinkedIn und Xing sowie NZZ Frankfurt auf Facebook folgen.*

## **Mehr zum Thema**

EZB



#### INTERVIEW

### **Verfassungsrichter Peter Huber zur Geldpolitik der EZB: «Ermächtigungen ohne Grenzen wären Absolutismus»**

Im Mai hat das deutsche Bundesverfassungsgericht in einem aufsehenerregenden Urteil der Europäischen Zentralbank und dem Europäischen Gerichtshof Kompetenzüberschreitung vorgeworfen. Im Gespräch erläutert Peter Huber das Vorgehen von Karlsruhe und nimmt Stellung zum Zusammenspiel der Institutionen in der EU.

Michael Rasch, Karlsruhe 08.12.2020



#### KOMMENTAR

### **Die EZB sollte sich vom System Draghi abwenden: Die Geldpolitik mit der Brechstange hat ausgedient**

Beim verzweifelten Versuch, die Inflation im Euro-Raum anzuheizen, ist der Europäischen Zentralbank unter Präsident Draghi die Verhältnismässigkeit abhandengekommen. Die EZB ist zudem angreifbar und politisch verletzlicher geworden, weil sie den Eindruck erweckt, eine versteckte finanzpolitische Agenda zu verfolgen. Draghis Nachfolgerin sollte das Koordinatensystem neu justieren.

Michael Rasch, Frankfurt 14.09.2019





---

KOMMENTAR

## **Die Europäische Zentralbank wird unter Christine Lagarde noch politischer – dieser Weg führt in die falsche Richtung**

Der seit einem Jahr amtierenden Christine Lagarde ist das Klima inner- und ausserhalb der Europäischen Zentralbank (EZB) wichtig. Doch in der Geldpolitik bleibt sie blass und setzt den ultraexpansiven Kurs ihres Vorgängers Draghi fort. Daran wird auch die laufende Strategieüberprüfung nichts ändern. Die Zentralbank entfernt sich immer weiter von ihrem Ausgangspunkt.

Michael Rasch, Frankfurt 28.10.2020



---

Copyright © Neue Zürcher Zeitung AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Neue Zürcher Zeitung ist nicht gestattet.