

GASTBEITRAG

Der faustische Pakt des Mario Draghi

Börsen-Zeitung, 4.10.2014
Die Ankündigung des OMT-Programms der Europäischen Zentralbank (EZB) zum Ankauf von Staatsanleihen im September 2012 war der Startschuss. Nun bereitet die Notenbank mit einem Aufkaufprogramm für Pfandbriefe und strukturierte Wertpapiere (ABS) das Publikum auf die nächste Dimension der sogenannten unkonventionellen Geldpolitik vor – und begibt sich wie bei einem faustischen Pakt ganz in die Hände der Finanzmärkte.

Angesichts dessen, dass bereits die Ankündigung des OMT-Programms zu einer Beruhigung der Staatsschuldenmärkte sowie zum Rückgang der Zinsspreizung zwischen Nord- und Südländern geführt hat, mag EZB-Chef Mario Draghi von einem „Erfolg“ sprechen. Doch ist der Funke dieser Entspannung bisher nicht auf die Realwirtschaft übergesprungen. Das grundlegende Wachstumsproblem der Eurozone besteht weiter. Schlimmer: Während die Indizes der Börsen immer neue Gipfel erklimmen, flacht die Konjunktur in der Eurozone eher ab und zeigt in bestimmten Ländern (Frankreich, Italien) sogar deutlich rezessive Züge.

Eine Frage der Interpretation

Die Nordländer führen dies im Wesentlichen auf die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit der Krisenländer zurück, weil jene ihre Wirtschaftspolitik nicht dazu benutzt hätten, die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen zu stärken und die öffentlichen Ausgaben zwecks Steuererleichterungen herunterzufahren. Die Südländer indessen beharren auf der Interpretation, dass sowohl Ausgabenkürzungen, also die Sanierung der öffentlichen Haushalte, als auch die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Realwirtschaft nur dann Fortschritte machen könnten, wenn von der EZB ein entsprechend signifikanter geldpolitischer Impuls ausgeht. Bis dahin seien sie nicht mehr bereit, ohne Vorleistungen im Sinne von Wachstumspolitik ihre öffentlichen Ausgaben zurückzufahren.

Gerade vor dem Hintergrund des anhängigen OMT-Verfahrens beim Europäischen Gerichtshof stellt sich also die Frage, welche Wirkung der OMT-Beschluss bislang überhaupt gehabt hat und welche Folgen eine Legalisierung dieses Beschlusses durch den Europäischen Gerichtshof haben könnte.

Da es an der konkreten Umsetzung des OMT-Beschlusses bislang fehlt, gilt es, die Folgen dieser zunächst nur deklaratorischen Politik der EZB zu vermessen. An dieser Stelle sind hier die Rückgänge bei den Zinsspreads für Staatsanleihen zwischen Nord- und Südländern zu nennen, was von den Finanzministern generell positiv beurteilt wird. Doch bei näherem Hinsehen zeigt sich, dass die Zinsentlastung teuer erkaufte worden ist: Die Märkte erwarten schlicht, dass die EZB bei wieder steigenden Zinsen auf dem Markt der Staatsanleihen unbegrenzt intervenieren wird. Entsprechend haben die Marktakteure ihre Portfolios mit Papieren aus den problematischen Südländern vollgepfropft, obwohl sie wissen, dass wegen der unterschiedlichen Leistungskraft der Volkswirtschaften und der unterschiedlichen Lage der öffentlichen Finanzen bei ehrlicher Risikoabwägung eigentlich höhere Zinsen angemessen wären. Die EZB wird von den Marktteilnehmern so gesehen schlicht als Ausfallversicherung wahrgenommen.

Die Verkündung des OMT-Programms hat also die Erwartungen auf eine Weise beeinflusst, die zu einer Verfälschung des Wettbewerbs zwischen den Staaten auf dem Markt für Staatsanleihen geführt hat. Diese von der EZB begangene Wettbewerbsverfälschung steht in unmittelbarem Widerspruch zu den Postulaten der EU-Verträge. Denn hiernach umfasst der Binnenmarkt gemäß Art. 3 ein System unverfälschten Wettbewerbs. Diese normative Anforderung an Unionsorgane als integraler Bestandteil der europäischen Verträge verbietet es der EZB, im Gewand der Geldpolitik den Wettbewerb auf den Kapitalmärkten insbesondere bei Staatsanleihen zu verfälschen oder auch nur zeitweise die Marktlogik zu suspendieren.

Bereits jetzt hat der OMT-Beschluss ohne Umsetzung für die unterschiedlichsten wettbewerblich sensiblen Politikfelder Wettbewerbsverzerrungen bewirkt:

1) Zwei große Länder der Eurozone, Frankreich und Italien, haben die Sanierung ihrer öffentlichen Finanzen, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß, suspendiert. Aus Italien erschallt ungeniert der Ruf an den Landsmann Draghi, Italien durch eine entsprechende Geldpolitik die nachhaltige Sanierung der öffentlichen Finanzen zu ersparen.

2) Aggressiver in der Sache, wenn auch diplomatischer in der Form formuliert die französische Politik seit 2012 den Anspruch, die Ausgabenstrukturen der öffentlichen Haushalte im Wesentlichen beizubehalten. Dies gilt, obschon die französischen Staatsausgaben 57 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) darstellen und damit weit über dem Durchschnitt innerhalb der Eurozone liegen. Frankreich wird auch in den kommenden Jahren das Maximum des nach Art. 126 des Maastricht-Vertrags zulässigen Defizits von 3 % des BIP verfehlen und damit die unaufschiebbare Wiedergewinnung der Gleichgewichte in den öffentlichen Haushalten verzögern bzw. erschweren.

OMT sorgt für Fehlverhalten

Dieses Fiskalverhalten von zwei großen Mitgliedsländern wäre ohne den OMT-Beschluss nicht möglich gewesen, weil die Märkte im Wege der Zinsspreizung beiden Ländern ultimativ zu verstehen gegeben hätten, dass man von ihnen Reformen zugunsten der Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen wie auch bei der Ausgabenstruktur der öffentlichen Haushalte erwartet.

Der OMT-Beschluss in Verbindung mit einer weiterhin für die Finanzminister extrem akkommodierenden Zinspolitik erlaubt Schuldnerländern, nun sogar ohne signifikante Wirkungen auf die Zinslast das Bruttoschuldenvolumen zu erhöhen. Die OMT-Ankündigung und die Niedrigzinspolitik der EZB stehen zudem in striktem Gegensatz zu den Empfehlungen der Europäischen Kommission im Hinblick auf die demografische Entwicklung, wonach die gegenwärtigen Defizite auf null reduziert werden müssten, um für die Zukunft die Zuschüsse für die Altersversorgung aus den öffentlichen Haushalten überhaupt sicherstellen zu können. Auch der von der EU-Kommission geforderte verstärkte Aufbau einer privaten Altersvorsorge ist vor diesem Hintergrund kaum zu schaffen. Schlimmer: Die Nullzinspolitik der EZB hat in der Kombination mit OMT zu einer Expropriierung der Sparer geführt.

Schließlich wird der Euro als Währung zum Schuldnergeld, weil EZB und europäisches System der Zentralbanken ihre Bringschuld der normativ festgelegten Stabilitätspolitik nicht mehr erfüllen. Die vielfältige normative Verpflichtung der EZB

auf Preisstabilität und damit Stabilität der Währung (Art. 127 Abs. 1 S. 1 AEUV sowie Art. 2 Abs. 1 S. 1 der Satzung der EZB) verpflichtet die EZB zu einer Geldpolitik, die sowohl den Innen- als auch den Außenwert des Euro schützt. Selbst der Außenwert des Euro wird infolge der von der EZB angekündigten Politik aber in einem Maße sinken, wie die Südländer es für notwendig halten, um im Wege der kompetitiven Abwertung ohne entsprechende Reformen wieder wettbewerbsfähig zu werden.

Handeln ohne Mandat

Der OMT-Beschluss und die dauerhafte Nullzinspolitik sind ökonomisch betrachtet somit nichts anderes als die Erhebung einer Steuer durch die EZB auf Sparvermögen, um den Regionen der Südländer Zeit zu geben, entweder ihre Ausgabenpolitik fortzuführen oder sie zu reformieren. Für einen solchen Solidarbeitrag, also eine faktische Abgabe, hat die EZB aber kein Mandat. Dies gilt ebenso wie für den Risiko-

zuschlag, der auf die Nordländer der Eurozone als Gesellschafter der EZB aufgrund des möglichen Aufkaufs von Südländerstaatsanleihen und der Hereinnahme dieser Risiken in die Bilanz der EZB zukommt.

Gefahr der Blasenbildung

Schließlich führt die Nullzinspolitik der EZB früher oder später zu einer Blasenbildung auf den Vermögensgütermärkten: Die Bundesbank hat auf die Folgen etwa für die Entwicklung der Grundstückspreise in deutschen Innenstädten bereits hingewiesen. Die Verwerfungen, die vom Platzen derartiger Blasen für die Realwirtschaft und das Finanzsystem zu erwarten sind, dürften aus der Krise 2007/2008 ebenfalls noch in hinreichender Erinnerung sein.

Und die Tatsache, dass die EZB-Politik bisher trotz der Ausreizung aller geldpolitischen Parameter gerade nicht zu einer Erholung der Realwirtschaft geführt hat, allenfalls das Bankensystem stabilisiert worden ist, dafür aber gerade die not-

wendige Marktberreinigung verhindert wurde und jetzt zugleich die Immobilienpreise – einer der Krisentreiber in den Jahren davor – wieder dramatisch anziehen, sollte der Notenbank zumindest zu denken geben, ob sie den richtigen Kurs eingeschlagen hat. Monetary Restraint – also geldpolitische Zurückhaltung – wäre an dieser Stelle sicher die klügere Einstellung, um die Politik zum Handeln zu bewegen, das heißt zu Reformen, denen sich einige Länder bislang immer verweigern, und damit die gesamte Währungsunion zur Geisel nehmen.

.....
*) Markus C. Kerber ist einer der Klägervertreter gegen die EZB-Geldpolitik und in dieser Eigenschaft bei der Anhörung des EuGH am 14. Oktober vor dem Gericht präsent.

.....
Markus C. Kerber, Professor für öffentliche Finanzwirtschaft und Wirtschaftspolitik an der TU Berlin