Chronik einer angekündigten Pleite

Die Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank gefährden nicht nur ihre politische, sondern auch ihre finanzielle Unabhängigkeit. Fährt die EZB Verluste ein, müssen die ohnehin überschuldeten Euro-Staaten einspringen – mit der Gefahr, die Inflation anzuheizen **VON ANSGAR BELKE**

Nach dem dramatischen Rettungsgipfel für die Euro-Zone hat die EZB angekündigt, künftig erstmals öffentliche und auch private Anleihen zu kaufen, um eine „geordnete geldpolitische Transmission" sicherzustellen. In den Tagen davor war der Eindruck entstanden, die EZB werde nicht nur von den Märkten getrieben, sondern auch von der Politik. Durch den Anleihekauf könnte – so der Tenor – langfristig die nationale Fiskalpolitik die gemeinsame Geldpolitik dominieren. Die EZB sei politisch abhängig geworden.

Viel weniger diskutiert wird der Aspekt der schwindenden finanziellen Unabhängigkeit der EZB. Wer trägt eigentlich die Kursverluste angekaufter Anleihen, sollte Griechenland und gegebenenfalls Portugal seine Staatsschulden am Ende nicht bedienen können? Letztlich würden dann die Eigner der EZB zur Kasse gebeten, wobei der größte Teil auf Deutschland entfallen würde. Die toxischen Anleihen in den Bilanzen der EZB zehren im Falle ihres zu vermutenden Wertverfalls durch Abschreibungen in bis zu dreistelliger Milliardenhöhe ihre Rücklagen und das Eigenkapital auf. Es werden dann niedrigere Notenbankgewinne an die Euro-Regierungen überwiesen, was Lücken in deren angespannte Staatshaushalte reißt. Im Extremfall übersteigen die Verluste sogar das gesamte Eigenkapital des Europäischen Zentralbanksystems. Euro-Regierungen müssten dann Kapital nachschießen, um entweder die Rücklagen der EZB zu stärken oder sogar ein negatives Eigenkapital zu verhindern.

Wenn die ursprüngliche Bilanzstruktur der Notenbank wiederhergestellt werden soll, können die Regierungen zwar per Federstrich neue Anleihen an die Zentralbank geben. Das Problem dabei ist, dass die „deep, long pockets" der Staaten angesichts der gemeldeten Schuldenstände in der Euro-Zone ziemlich tief und schließlich sogar ziemlich leer sein dürften.

Mit den Bondkäufen gehen das Eigentum und das Risiko der Papiere auf die nationalen Notenbanken der Euro-Zone über. Sollten die Schuldner ihre Anleihen nicht vollständig zurückzahlen, wären die Notenbanken des Euro-Systems unmittelbar betroffen. Richtig, das Finanzsystem würde nur wenig erschüttert, da die Geschäftsbanken kaum noch Griechen-Anleihen hielten. Aber die Verluste würden auf die europäischen Steuerzahler abgewälzt.

Da kann es kein Argument sein, dass andere Zentralbanken schon länger Anleihen aufkaufen. Das verdeutlicht das Beispiel der US-Notenbank. Die Fed hat ähnlich wie die Bank of England im Rahmen ihrer unkonventionellen Geldpolitik in weitaus größerem Umfang als die EZB auch toxische Wertpapiere auf ihre Bilanzen genommen. Deren Wert schmilzt gegenwärtig nur so dahin. Gelöst werden kann dieses Problem nur noch auf zwei Wegen. Erstens durch Inflation – eine Art indirekte Besteuerung der US-Bürger und der ausländischen Gläubiger der USA. Zweitens, indem die US-Regierung der Fed Anleihen überträgt, die sie in beliebiger Menge schaffen und gegebenenfalls mit einem Nullzins ausstatten kann.

Der US-Notenbank drohen horrende Verluste aus Schrottpapieren

Dieses Szenario schafft nur wenig Vertrauen in den oft beschworenen Tango zwischen einer vermeintlich immer liquiden Zentralbank und dem angeblich immer solventen Staat – und es fördert Inflationserwartungen. Zumal der Interessenkonflikt um Zinserhöhungen, der üblicherweise zwischen Zentralbank und Regierung herrscht – eine Erhöhung des Zinssatzes zwecks Inflationsbekämpfung führt zu höherem Schuldendienst für den Staat – sich nunmehr in einen Interessenkonflikt innerhalb des Zentralbanksystems verwandelt. Die Gefahr eines Währungsabsturzes wird größer, wenn die Finanzmarktakteure dieses „schwarze Loch" entdecken und diese Vorgehensweise endgültig als Taschenspielertrick entlarven. Will die EZB wirklich in diese Fußstapfen der Fed treten?

Bisher gab es im Euro-Raum, abweichend von internationalen Gepflogenheiten, keinen Mechanismus zur Rekapitalisierung des Euro-Systems als Ganzes. Jede Regierung der Euro-Zone stand einzeln hinter „ihrer" nationalen Zentralbank. Dies könnte im Hinblick auf die gegenwärtig laufende unorthodoxe Geldpolitik als ein Vakuum im Sinne eines mangelnden „Fiscal Backing", also einer staatlich garantierten Finanzstütze, hinter der EZB und dem Euro-System interpretiert werden.

Bisher verhinderte dieses Vakuum den unheilvollen „Tango" zwischen Euro-Regierungen und EZB, also die gegenseitige Zusicherung, dem Gegenüber finanzielle Rückendeckung zu geben. Doch das galt nur, solange die EZB lediglich in geringem Umfang Anleihen kaufte.

Nun aber geht die Zentralbank bei ihren zusätzlichen Anleihekäufen mittel- und langfristig gehörige Inflationsrisiken ein. Sollten das Programm erfolglos und die Sparanstrengungen der europäischen Schuldenstaaten nicht glaubhaft sein, steigen auch die Inflationserwartungen. Die EZB will die Staatsanleihen deshalb künftig „sterilisiert" aufkaufen, um dem Vorwurf wirkungsvoll zu begegnen, sie monetisiere Staatsdefizite. Dabei verfügt die EZB über mehrere Instrumente, um einen unerwünschten Überschuss an Liquidität abzuschöpfen.

Eine Möglichkeit ist, dass Banken bei der Ausschreibung verzinslicher Termineinlagen bei der EZB für eine fixe Zeit Geld hinterlegen, das so wieder dem System entzogen wird. Dieses Instrument wollte die EZB bereits gestern einsetzen, um den Märkten ihre antiinflationäre Ausrichtung zu signalisieren. Obwohl die gekauften Anleihen wesentlich längere Laufzeiten aufweisen, wählte die EZB nur ein Einwochengeschäft – also eher Psychologie als eine laufzeitkonforme Sterilisierung. Eine andere Möglichkeit wäre, dass die EZB selbst Anleihen ausgibt. Aber Zweifel sind angebracht, dass diese Methoden als wasserdichte Absicherung gegen inflationäre Folgen wirken.

Denn die EZB weiß bei Durchführung ihrer neuen „Mindestpreispolitik" für Bonds nicht, wie viele Bonds sie genau kaufen muss, um den Wert der gefährdeten Anleihen nachhaltig zu stabilisieren. Um sicherzugehen, wird sie mehr als nötig kaufen, was die Geldmenge unnötig aufbläht. Zudem wurden die sterilisierenden Maßnahmen bisher mit Ausnahme der Ausschreibung einer Termineinlage „zum Vorfühlen" nur versprochen; verpflichtend sind sie nicht.

Es ist zweifelhaft, ob die Sterilisierung der Anleihekäufe gelingt

Hinzu kommt, dass Interessenkonflikte zwischen den nationalen Notenbanken im Europäischen System der Zentralbanken programmiert sind, zumal der Konsolidierungsprozess in Ländern wie Griechenland und Portugal viele Jahre in Anspruch nehmen dürfte – falls er überhaupt erfolgreich sein wird. Eine Zentralbank in einem Land mit fiskalischen Problemen wird immer behaupten, dass der Markt für diese Staatspapiere der Unterstützung bedürfe.

Die angekündigten Maßnahmen zur Sterilisierung dieser inflationär wirkenden Politik sind zudem teilweise wenig glaubwürdig. Durch die Ausgabe eigener EZB-Anleihen etwa würden Griechen- und Portugiesen-Bonds noch unattraktiver. Diese Länder müssten dann noch höhere Zinsen bieten, um Anleihen platzieren zu können. Dies liefe dem Geist des Rettungsschirms klar zuwider.

Im Übrigen bringt selbst eine erfolgreiche Sterilisierung nicht alles ins Lot, denn das Problem der drohenden Verluste durch Abschreibungen auf die Anleihen bleibt bestehen. Die EZB agiert nach wie vor als ein Fiskalagent, da sie andere Kreditgeber der Euro-Zone in Form höherer Anleihezinsen besteuert, um einer Regierung in finanzieller Notsituation beizuspringen. Die Behauptung, die gezielten Anleihekäufe dienten der Schaffung geordneter Marktbedingungen, wirkt wenig überzeugend, gerade wenn die Regierungen oder die EZB entscheiden, welche Marktbewegungen gerechtfertigt sind und welche nicht.

Bei der Ausgabe eigener Anleihen und auch der Hereinnahme von Termineinlagen geht es lediglich um eine Umstrukturierung der Verbindlichkeiten in der Notenbankbilanz. Keine der Maßnahmen ist geeignet, die aufgeblähte Bilanz der Notenbank zu reduzieren und die Wertpapiere mit drohendem Wertverlust – Bankschuldverschreibungen und Staatsbonds – aus der EZB-Bilanz zu entfernen.

Daneben führt die Aufnahme von toxischen Papieren in die EZB-Bilanz auch dazu, dass die Preise dieser Papiere künstlich hoch gehalten werden. Eine glaubwürdige Strategie der Sterilisierung müsste deshalb auch auf der Forderungsseite der Bilanz ansetzen.

Man stelle sich nur das politökonomische Szenario vor, wenn die EZB die Anleihen wie versprochen in einigen Jahren wieder verkauft und deren Kurse dann quasi automatisch fallen. Die EZB sollte sich durch ihr heutiges Handeln bestmöglich auf genau diese Situation einstellen. Eine „Anything goes"-Geldpolitik muss sie deshalb unter allen Umständen vermeiden. Denn die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank ist ein Asset, das unersetzlich ist.

E-MAIL leserbriefe@ftd.de

ANSGAR BELKE ist Forschungsdirektor Internationale Makroökonomie am DIW Berlin und Mitglied des Monetary Experts Panel im Europaparlament.

POSTEINGANG

Zum Bericht **„Hellas-Paket entzückt Privatanleger"**, FTD vom 17. Mai

Krisenhemmende Steuern

Es wird Zeit, dass auf Finanztransaktionen endlich Steuern erhoben werden. Zum einen werden dadurch spekulative Geschäfte weniger lukrativ; damit wirkt eine Finanztransaktionssteuer krisenhemmend. Zudem wird so auch die Finanzbranche einschließlich der Anleger an den uns Steuerzahlern entstehenden Risiken beteiligt.

Gerhard Jüttner, Tamm

Zum Bericht **„FDP-Politiker fordert Trichets sofortigen Rücktritt"** über die Kritik des Bundestagsabgeordneten Frank Schäffler am EZB-Chef, FTD.de vom 14. Mai

Experteninflation

Die Finanzkrise legt eines ganz deutlich offen: Inflation! Nicht die des Geldes (bisher), sondern die von sogenannten Finanzexperten. Der FDP-„Finanzexperte" Schäffler fordert den Rücktritt von Herrn Trichet, weil die EZB beschlossen hat, nun auch Staatsanleihen aufzukaufen. Auch ich sehe diesen Schritt kritisch. Aber daraus den Schluss zu ziehen, Trichet müsse zurücktreten und Axel Weber schnellstmöglich an seine Stelle treten, ist zwar schlagzeilentauglich, mehr aber auch nicht. Und hier liegt das große Übel. Geht es hier wirklich um die Sache oder nur darum, in der Öffentlichkeit seinen Namen bekannt gemacht zu haben?

Jochen Schader, Düsseldorf

Zur Berichterstattung der FTD über die Krise der Euro-Zone

Verblödung ist keine Lösung

Man muss schon höllisch aufpassen, um nicht in stumpfe Frustration zu verfallen: Erst verspekulieren sich die Banken – und werden gerettet mit Staatsgarantien. Dann betrügen ganze Staaten, um in die Euro-Zone zu kommen – und werden wieder gerettet. Und nachdem Steuersenkungen auf den Sankt-Nimmerleins-Tag verschoben werden müssen, stellt Hessens Landesvater Roland Koch sich hin und fordert schnell Kürzungen bei der Bildung. Wollen wir weiter verblöden, damit keiner mehr merkt, welche Verbindlichkeiten es gibt? Oder bleibt unser wesentliches Kapital zur Rückzahlung der Schulden nicht doch der Intellekt?

Matthias Schaar, Friedrichsdorf

LESERBRIEFE

Die abgedruckten Leserbriefe geben ausschließlich die Meinung der Einsender wieder. Zuschriften ohne vollständige Angabe des Absenders werden nicht veröffentlicht. Wir behalten uns das Recht auf Kürzungen vor. Bitte nutzen Sie folgende Adressen: leserbriefe@ftd.de; per Fax: 040/31990-337 oder per Post: Brieffach 02, 20444 Hamburg, Kennwort: Leserbriefe

IMPRESSUM

Die **Financial Times Deutschland** ist überregionales Pflichtblatt aller acht deutschen Wertpapierbörsen.

Sprecher des Chefredakteurskollegiums: Steffen Klusmann

Chefredakteure: Stefanie Burgmaier (Börse Online), Dr. Nikolaus Förster (Impulse), Steffen Klusmann (Capital, FTD)
Stellvertretende Chefredakteure: Sven Clausen (FTD), Gereon Kruse (Börse Online), Alexander Mayerhöfer (Impulse), Paul Prandl (Capital), Stefan Weigel (FTD)

Artdirector: Dominik Arndt, Carsten Lüdemann (Stv.)

Geschäftsführende Redakteurin: Isabelle Arnold
Chef vom Dienst: Cosima Jäckel, Sven Sorgenfrey (Stv.)

Bildchef: Peter Raffelt, Jose Blanco (Stv.)

Unternehmen: Guido Warlimont (Ltg.), Claus Gorgs (Stv.), Jörn Paterak (Stv.)
Politik: Andreas Theyssen (Ltg.)
Finanzen: Tim Bartz, Ina Lockhart (Ltg.)
Geld: Jochen Mörsch (Ltg.), Helmut Kipp (Stv.)
Agenda: Christian Baulig (Ltg.), Horst von Buttlar (Stv.)
Online: Dr. Anton Notz (Ltg.)

Verantwortlich im Sinne des Presserechts: Steffen Klusmann. Sitz des Ressorts Politik ist Berlin, der Ressorts Finanzen und Geld Frankfurt am Main, im Übrigen Hamburg.

„Financial Times", „Financial Times Deutschland" und „FTD" are registered trade marks of The Financial Times Limited and used under license. The Financial Times Limited is neither the publisher of nor responsible for the content of this publication.

G+J Wirtschaftsmedien GmbH & Co. KG
Stubbenhuk 3, 20459 Hamburg
Brieffach 02, 20444 Hamburg
Tel.: 040/319 90-0, Fax: -310

Geschäftsführer: Dr. Bernd Buchholz, Ingrid M. Haas
Verlagsleitung: Jan Honsel, Dr. Albrecht von Arnswaldt
Gesamtanzeigenleiterin: Helma Spieker
Anzeigenleiter: Jens Kauerauf

Vertrieb: DPV Deutscher Pressevertrieb, Leitung: Marco Graffitti, Düsternstr. 1–3, 20355 Hamburg
ISSN 1615-4118
Nachdruckrechte/Syndication: Picture Press Bild- und Textagentur GmbH, Koordination: Petra Martens; Anfragen: Isabella Kamauf, Tel.: 040/37 03-2590, E-Mail: kamauf.isabella@picturepress.de

Druck: Presse-Druck- und Verlags-GmbH, 86167 Augsburg; Mannheimer Morgen Großdruckerei und Verlag GmbH, 68167 Mannheim; Druck- und Verlagszentrum GmbH & Co. KG, 58099 Hagen; BVZ Berliner Zeitungsdruck GmbH, 10365 Berlin

A B H M

Michel und die Spekulanten

Die Transaktionssteuer ist ein populistisches Feigenblatt, um gegen ein Pseudoproblem vorzugehen

WOLFGANG MÜNCHAU

Sie treffen sich geheim in einem Hotel, um zu beraten, wie man den Euro aushebelt und unsere Sozialordnung zerstört. Sie sprechen Englisch, haben krumme Nasen, und wenn sie zur Attacke blasen, dann fallen sie über uns herein wie Heuschrecken, die alles abgrasen. Sie benutzen moderne Derivate, um ihr übles Spiel zu treiben, und wie auch immer ihr Spiel ausgeht, sie gewinnen. Die Zeche bezahlt der ahnungslose deutsche Steuerzahler – wie immer. Ein Glück, dass es bald die Finanztransaktionssteuer gibt.

Vielleicht ist diese Karikatur der deutschen politischen Debatte übertrieben. Aber der Grund, warum ich in der Bewertung der Euro-Krise in den letzten Wochen zunehmend pessimistisch wurde, ist ein allgemeiner Ausbruch an dummem und gefährlichem Populismus. Anstatt die Krise der Euro-Zone zu bewältigen, echauffiert man sich über Pleite-Griechen und Spekulanten. Anstatt einen vernünftigen Plan vorzulegen, wie man die gemeinsame Währung effektiv managt, begibt man sich auf Nebenschauplätze, um politisch zu punkten. Kurz: Anstatt das Problem zu lösen, sucht man nach Schuldigen. Und wer ist da besser geeignet als eine Gruppe von Menschen, von der man in Deutschland am wenigsten weiß – die Akteure an den internationalen Finanzmärkten, die man gemeinhin als Spekulanten bezeichnet.

Verluste unausweichlich

Es hat sicherlich Spekulationen gegeben, aber die extremen Schwankungen an den europäischen Kapitalmärkten haben nichts, aber auch gar nichts mit Spekulation zu tun. Die Ursache für die steigenden Marktzinsen in Griechenland und später in Portugal und Spanien sind Verkäufe echter Investoren wie Pensionskassen und Versicherungen. Vielleicht war es ein irrationaler Herdentrieb, der sie dazu brachte. Ich persönlich halte den Anstieg der Marktzinsen für rational. Vor ein paar Wochen habe ich an dieser Stelle dargelegt, warum die Wahrscheinlichkeit einer griechischen Zahlungsunfähigkeit selbst bei einem gelungenem Sparprogramm extrem hoch ist. Was auch immer Josef Ackermann, den Chef der Deutschen Bank, dazu getrieben haben mag, eben das im Fernsehen herauszuposaunen – es ändert nichts daran, dass er in der Sache recht hat. Inhaber griechischer Anleihen werden über kurz oder lang einen Verlust hinnehmen müssen. Die Sorgen über die hohe Verschuldung des Privatsektors in Portugal und Spanien sind ebenfalls gerechtfertigt, da für diese Schulden die Banken aufkommen und diese wiederum Staatsgarantien genießen. Vor der Krise wertete man das Kreditausfallrisiko Spaniens und Portugals als gleich null. Heute übertreibt man vielleicht etwas in die andere Richtung. Aber das hat nichts mit Spekulation zu tun. Die Markteinschätzungen haben sich der Realität genähert.

Es heißt, dass jetzt mittlerweile auch asiatische Reserve-Manager in das Lager der Skeptiker übertreten. Sie schauen sich das Chaos in der europäischen Wirtschaftspolitik an und beschließen, dass sie hier ihre Positionen herunterfahren wollen. Sie waren es, die den Euro als Währung in den letzten elf Jahren verstärkt in ihr Portfolio aufgenommen haben. Einige Kommentatoren glaubten sogar, dass der Euro den Dollar als Weltreservewährung ablösen könne. Mehr als 25 Prozent der internationalen Währungsreserven wurden in Euro investiert. Der gesamte Zuwachs, den der Euro-Raum in den vergangenen elf Jahren erzielen konnte, droht zu zerschmelzen.

> **Das eigentliche Problem im Finanzsektor ist die Asymmetrie zwischen Gewinn und Risiko**

Wer angesichts dieser Realität eine Finanztransaktionssteuer als eine Lösung für die Euro-Krise befürwortet, versteht nicht, wovon er redet. Solche Transaktionssteuern treffen nicht das, was man besteuern möchte, nämlich Spekulationsgeschäfte oder extreme Gewinne. Das ureigentliche Problem mit dem Finanzsektor sind auch nicht die Transaktionen, sondern eine Asymmetrie. Diese Asymmetrie besteht darin, dass der Staat den gesamten Finanzsektor garantiert, wohingegen die Gewinne privatisiert sind. Durch diese Asymmetrie fließt ein Übermaß an Kapital in diesen Sektor und bläht ihn auf. Was hilft da eine Finanztransaktionssteuer?

Wenn man das Problem wirklich lösen wollte, müsste man die Symmetrie zwischen Gewinn und Risiko wiederherstellen. Und das bedeutet, das Kapital, das in den Sektor fließt, einem größeren Risiko auszusetzen. Wenn der Staat schon die Existenz der Banken garantiert, dann wäre es doch logisch, die Aktionäre und Bondbesitzer nicht gleich mitzugarantieren.

Man sollte die Anleihenbesitzer verstärkt am Risiko beteiligen, sowohl diejenigen, die die Bonds von Banken besitzen, als auch die Banken, die die Bonds von Griechenland und Portugal im Portfolio haben. Eine Transaktionssteuer, selbst wenn sie funktioniert, würde am Grundübel der Asymmetrie überhaupt nichts ändern. Selbst wenn es stimmen sollte, dass der Euro-Raum einem spekulativen Angriff ausgesetzt ist, würde eine Transaktionssteuer hier nicht helfen. Es gibt intelligentere Wege, die Banken zu schröpfen und die Risiken im internationalen Finanzsystem zu reduzieren.

Unglaubwürdige Sozialdemokraten

Die Idee einer Transaktionssteuer geht übrigens auf den Ökonomen James Tobin zurück – der sie aber aus anderen Gründen befürwortete. Tobin wollte die Devisenmärkte stabilisieren, denn sie trugen früher maßgeblich zur globalen Instabilität bei. Heute sind Devisenspekulationen aber nicht das Hauptproblem.

Aus Sicht der Politik kann ich zwar verstehen, dass man als Preis für die Zustimmung zu einem Gesetz irgendwelche Deals machen will, die in der Sache nichts mit dem Gesetz zu tun haben. Die Sozialdemokraten haben ja völlig recht mit ihrer Kritik an der Bundeskanzlerin. Aber die SPD wäre glaubwürdiger, wenn sie ihre Zustimmung zu dem Rettungsschirm für Defizitländer von einer tragfähigen politischen Lösung für die Euro-Krise abhängig machen würde – eine, die über einen verschärften Stabilitätspakt weit hinausgeht. Bevor man einen Scheck von über 100 Mrd. € ausstellt, sollte man so etwas eigentlich erwarten. Der Eindruck verstärkt sich, dass die deutsche Politik an einer Lösung des Problems nicht interessiert ist.

E-MAIL munchau@eurointelligence.com

WOLFGANG MÜNCHAU ist FTD- und FT-Kolumnist. Er leitet den Informationsdienst Eurointelligence.com