

## Im Visier

### Die EZB am Scheideweg

#### Preisstabilität im Euroraum oder Kreditgeber in letzter Instanz?

Die makroökonomische Situation der Eurozone ist angespannt. Dabei setzt eine teils hohe Staatsverschuldung und galoppierende Inflation die Europäische Zentralbank (EZB) unter Handlungsdruck. Doch statt dieses zweiseitigen Schwert geldpolitisch wegweisend zu führen, agiert die EZB zögerlich und vergrößert so die Unsicherheit an den Finanzmärkten.

„Whatever it takes“. Mit diesen berühmten Worten und entsprechenden geldpolitischen Maßnahmen brachte *Mario Draghi* als EZB-Präsident den von der Eurokrise aufgeheizten Finanzmärkten im Juli 2012 Sicherheit. Die Folge waren eine weitgehende Euro-Aufwertung und – ohne zugehörigen Abbau der Staatsverschuldung – ein Rückgang der als Risikoaufschlag interpretierbaren Spreads von Staatsanleihen hochverschuldeter Euro-Südländer gegenüber deutschen mit AAA-Rating: Im Beispiel Italiens sank der Aufschlag zehnjähriger Staatsanleihen von 556,2 Basispunkten (Hoch 2012) auf nur noch 88,4 (Tief 2015) trotz Anstiegs der Staatsverschuldung von ca. 126 % auf 135 % des BIPs. Für 2022 werden bereits ca. 150 % prognostiziert; Griechenland, damals im Mittelpunkt der Eurokrise, kommt 2022 auf eine prognostizierte Schuldenquote von beachtlichen 186 %. Mitverantwortlich ist die Niedrigzinspolitik der EZB, welche das Wirtschaftswachstum im Euroraum ankurbeln sollte, zugleich aber den Anreiz zum Schuldenabbau minderte.

Zeitweise für tot erklärt, ist nun mit dem Corona-nachfolgenden Nachfrageanstieg, der Angebotsverknappung aufgrund des Ukrainekrieges sowie globaler Lieferkettenprobleme das Schreckgespenst der Inflation zurück. Die EZB ist daher als Wächlerin der Preisstabilität gefordert. Doch während z. B. die FED klare Stabilitätssignale sendend den US-Leitzins nun durch die sechste Erhöhung bis auf 4 % katapultierte, nehmen die globalen Finanzmärkte die EZB mit ihrer letzten Erhöhung auf 2 % als zögerlich war. U. a. aufgrund des Leitzinsunterschieds fiel der Euro zum US-Dollar erstmals seit fast 20 Jahren deutlich unter die Parität.

Die EZB muss handeln, sieht sich aber im Dilemma: Eine weitere Erhöhung der Leitzinsen wird als wohl wirksamstes

geldpolitisches Instrument der Inflationsbekämpfung unvermeidbar, hierdurch droht jedoch ein Wiederaufflammen der Eurokrise, wenn steigender Schuldendienst hochverschuldete Euro-Länder um ihre Finanzierungsfähigkeit bringt. Geldpolitisch käme u. a. auch ein Verkauf von der EZB durch Geldmengenschöpfung erworbener Staatsanleihen in Betracht, würde aber zinsinduzierte Kursverluste in Milliardenhöhe offenbaren, da zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapiere nach (quasi eigenen) EZB-Bewertungsvorschriften zu fortgeführten Anschaffungskosten bewertet werden. Da der Bestand u. a. von Staatsanleihen in Händen der EZB und nationaler Zentralbanken auf 40 % des BIPs im Euroraum zusteigt, ist jedoch aufgrund einer möglichen Rücklagenaufzehrung und negativer Effekte auf die Staatshaushalte durch ausbleibende Gewinnausschüttungen nicht von einer vorfälligen Veräußerung auszugehen. Die EZB-Politik gleicht daher eher einem Spagat. So hat die EZB im Oktober 2022 zwar ihren Leitzins auf 2 % erhöht, zuvor aber mit dem Transmission Protection Instrument (TPI) ein neues Anleihekaufprogramm für Länder mit begründeter Verschlechterung ihrer Finanzierungsbedingungen (und gegenüber dem Outright-Kaufprogramm OMT nochmals lascheren Kriterien) eingerichtet und eine Wiederanlage der Tilgungsbeträge der Ende März bzw. Juni 2022 beendeten Nettoankäufe aus dem Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) sowie dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) bekräftigt. Beide Stoßrichtungen mögen isoliert betrachtet geldpolitisch sinnvoll sein, sofern zu den rechten Marktbedingungen eingesetzt. Ihre Kombination ist aber bereits konzeptionell bedenklich: Aus den Märkten zur Inflationseingrenzung genommenes Geld wird Staatshaushalten zur Kreditfinanzierung wieder zugeführt, also Aufschub anstelle Lösung des Problems.

Die EZB verunsichert mit ihrer unentschlossenen Geldpolitik die Finanzmärkte und ist am Scheideweg: Wird sie auch in dieser Krise als Kreditgeber in letzter Instanz hochverschuldete Euroländer solvent halten zulasten der Kaufkraft der Gemeinschaftswährung oder den Euro durch kräftige Zinserhöhungen retten? Wie sich die EZB auch entscheidet, es kommen turbulente Zeiten auf die Gemeinschaftswährung zu.

Prof. Dr. *Alexander Baumeister* und *Sascha Hägele*, M. Sc., beide Saarbrücken