

Am Rande des Mandats

EURO-KRISE | In der vergangenen Woche hat der Euro-Rebell Markus Kerber in einem Gastbeitrag für die WirtschaftsWoche die Bundesbank zum offenen Widerstand gegen die Europäische Zentralbank aufgerufen. Der Mannheimer Ökonom Hans Peter Grüner verteidigt die EZB nun in einer Replik.

Die Bundesbank sitzt derzeit zwischen allen Stühlen. In Europa ist sie weitgehend isoliert, weil sie das von der Europäischen Zentralbank (EZB) initiierte Ankaufprogramm für Staatsanleihen kategorisch ablehnt. In Deutschland wird sie von Hardlinern wie Markus Kerber gedrängt, die Beteiligung an den Anleihekäufen der EZB zu verweigern. Muss sie das?

PUNKT 1: DIE KRITIKER MACHEN ES SICH ZU EINFACH

Auf den ersten Blick sieht alles ganz einfach aus. Wer Sekundärmarktkaufe für unrechtmäßig hält, kann sich auf das klare Verbot von Primärmarktankäufen in den EU-Verträgen stützen. Mit diesem Verbot wollten die Vertragsparteien beim Abschluss des Maastrichter Vertrages eine weitreichende monetäre Staatsfinanzierung ausschließen. Die Staaten der Euro-Zone sollten wissen, dass sie ihre Haushaltsprobleme selbst lösen müssen. Mit einem umfangreichen und auf längere Zeit angelegten Ankauf von Anleihen am Sekundärmarkt würde diese weitreichende Finanzierung von Staaten durch die Hintertür ermöglicht. Wenn man aus dem Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union das grundsätzliche Verbot einer monetären Staatsfinanzierung ableitet, dann mag naheliegen, dass Sekundärmarktankäufe grundsätzlich verboten sind.

Wer so argumentiert, macht es sich zu einfach. Denn die ausdrückliche Erwähnung von Primärmarktankäufen im Vertrag legt nahe, dass die Vertragsparteien einen Unterschied zwischen Primär- und Sekundärmarktankäufen sahen. Und ein solcher ökonomischer Unterschied besteht durchaus. Beim Sekundärmarktkauf trägt zunächst ein anderer Marktteilnehmer das Ausfallrisiko, bevor er die Anlage an die Zentralbank weiterverkaufen kann. Damit ist die Preisfindung für Staatsanleihen beim Sekundärmarktkauf näher am Markt als bei Primärmarkttransaktionen. Dieser feine Unterschied gilt allerdings nur, solange die Preisfindung am Markt nicht durch unlimitierte Käufe und eine Ankündigung des Kaufpreises völlig außer Kraft gesetzt wird. Die Ankündigung eines Kaufpreises hat die EZB aber bislang vermieden.

PUNKT 2: UMVERTEILUNG GEHÖRT ZUM GESCHÄFT

Das zweite wichtige Argument gegen die Rechtmäßigkeit der Sekundärmarktkaufe ist ihre mögliche Verteilungswirkung. Nach diesem Argument fehlt der EZB die Legitimation, Risiken zwischen Staaten umzuverteilen. Auch dieses Argument hat Tücken.

Jede Leitzinsänderung hat Zins- und Inflationseffekte, die Staaten und Anleger unterschiedlich be- oder entlasten können. Es ist ein Kernproblem des staatlichen Geldwesens, dass Geldpolitik niemals völlig verteilungsneutral ist. Zentralbanken wurden eingerichtet, um Probleme der Instabilität des privaten Geld- und Finanzwesens zu beheben. Das ist ein massiver staatlicher Eingriff in jede marktwirtschaftliche Ordnung. Zugleich hat man Zentralbanken unabhängig gemacht, um die Selbstbedienung der Politik an der Notenpresse auszuschließen.

Das weitreichende Mandat der Geldpolitik schafft in Verbindung mit ihrer Unabhängigkeit immer ein Legitimationsproblem. Würden Verteilungseffekte das Mandat einer Zentralbank einschränken, dann müsste man streng genommen alle Zentralbanken schließen.

Man muss also über die Größe des Verteilungseffekts der EZB-Politik reden. Der ist aber bislang kaum absehbar. Denn es ist weder klar, wie weit die EZB gehen wird, noch, ob die Konsolidierungsanstrengungen in Südeuropa fortgesetzt werden.

Wenn also Legitimationsprobleme der EZB eine Grenze setzen, so muss die Situation, das Volumen und die Dauer der Ankäufe in den Blick genommen werden. Die Legitimation geht spätestens dann verloren, wenn ein Staat trotz des Ankaufs von Anleihen wachsende Schuldenquoten aufweist. Es wird dann wahrscheinlich, dass die EZB den Staat auf Kosten ihrer Anteilseigner finanziert. Das Argument, die EZB suche sich lediglich das bessere zweier Gleichgewichte am Anleihenmarkt aus, greift dann nicht mehr. Mit ihrer geplanten Konditionierung der Ankäufe auf fiskalisches Wohlverhalten begegnet die EZB aber auch diesem Einwand.



Grüner, 45, ist Professor für Wirtschaftspolitik an der Universität Mannheim. Er ist zudem Research Fellow der EU-Kommission und beriet unter anderem die Europäische Zentralbank.

PUNKT 3: OFFENMARKTKÄUFE KÖNNEN PREISE STABIL HALTEN

Das dritte Argument gegen die Möglichkeit von Sekundärmarktkaufen ist, dass sie nicht durch das primäre Ziel der EZB - Preisstabilität - gedeckt sind. Tatsächlich gibt es bei diesen Ankäufen ein ernstes Inflationsrisiko. Wer dieses Argument in den Vordergrund seiner rechtlichen Kritik stellt, muss sich aber auch nach der Auswirkung der Alternative fragen lassen. Wie wäre es um die Preisstabilität bestellt, wenn die EZB ein für alle Mal Sekundärmarktkaufe ausschließen würde?

Vor allem zwei Szenarien sind denkbar. Im ersten Szenario vergrößern die Südeuropäer die Konsolidierungsanstrengungen und der Rettungsschirm ESM wird mit deutscher Zustimmung so weit ausgeweitet, dass sich ein möglicher Ausverkauf von Anleihen der Krisenstaaten auffangen lässt.

Im zweiten Szenario klappt das nicht. Der ESM wäre überfordert, und mehrere GIIPS-Länder würden vom Kapitalmarkt abgeschnitten. Bei der dann notwendigen Rekapitalisierung der Banken wird oder kann Europa das Kapital nicht aufbringen. Es kommt zu einer tiefen Rezession und möglicherweise zum Zerfall der Währungsunion. Beides würde das Preisgefüge in Europa massiv verändern. So paradox es klingt: Die Sekundärmarktkaufe können dem Preisstabilitätsziel durchaus dienen.

PUNKT 4: AUCH DIE BUNDESBANK KAUFTE ANLEIHEN

Mit Offenmarktkaufen kann eine Zentralbank ganz unterschiedliche Ziele verfolgen. Es ist nicht neu, dass solche Käufe unterschiedliche Interpretationen zulassen und so grundsätzlich zum Schlupfloch für eine unzulässige Staatsfinanzierung werden können. Deutsche EZB-Kritiker sollten wissen, dass auch die Bundesbank mehrfach Offenmarktkaufe von Staatsanleihen durchgeführt hat, als sie noch nicht Teil des Europäischen Systems der Zentralbanken war.

Auch eher weit hergeholt Begründungen solcher Transaktionen sind keine Erfindung der EZB. So erwähnt Otmar Issing 1987 in seinem Standardwerk zur Geldpolitik, dass die Bundesbank 1967 zur Rechtfertigung ihrer Anleihekäufe angab, den Geldmarkt dadurch „aufzulockern“. Hinter dieser Lockerungsübung vermutete Issing aber etwas anderes. Diese Erklärung könne nicht die „im Übrigen beabsichtigte Tatsache leugnen, dass sich diese Offenmarktoperationen primär auf den Kapitalmarkt auswirkten“.

Ob die EZB mit Offenmarktkaufen ihr Mandat überdehnt, wird man erst bei der Durchführung der Käufe und mit Blick auf das Verhalten der GIIPS-Länder beurteilen können. Markus Kerber schreibt von „in flagranti rechtswidrigen Weisungen zum Anleihekauf“. Auch unter Berücksichtigung des eng ausgelegten Mandats er-

scheint mir die Politik der EZB, Sekundärmarktkaufe weder auszuschließen noch vorab zu limitieren, bislang angemessen und vertretbar. Sekundärmarktkaufe können zur besten von vielen schlechten Alternativen werden. Das Instrument ganz aus der Hand zu geben wäre verkehrt.

PUNKT 5: DIE EZB BRAUCHT EINE SELBSTBINDUNG

Der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union eröffnet der EZB einen Spielraum, den sie nun nutzt. Sie ist nicht die erste Zentralbank, die das tut. Sie sollte sich aber davor hüten, Gefallen an der so erlangten Macht zu finden. Je tiefer sich die EZB in das politische Geschäft hineinziehen lässt, desto lauter wird die Frage nach der Berechtigung ihrer Unabhängigkeit. Die Währungsunion kann nicht auf Dauer funktionieren, wenn ein tiefer Dissens über den Einsatz der geldpolitischen Instrumente der EZB besteht. Sie wird juristisch und politisch scheitern, wenn die EZB ihr vorrangiges Ziel aus den Augen verliert.

Der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union regelt die Offenmarktoperationen der EZB nicht eindeutig. Dies könnte zum Einfallstor für eine selektive Staatsfinanzierung werden.

Wenn die Finanzminister erfolgreich immer neue Begehrligkeiten an die Zentralbank herantragen, wird die Stabilitätsordnung Europas endgültig ausgehöhlt.

Die Lösung dieses Problems muss nicht von der Politik ausgehen. Die EZB hat genügend Möglichkeiten zu einer sichtbaren Selbstbindung. Auch die Quantifizierung des Ziels „Preisstabilität“ kam nicht vom europäischen Rat. Die EZB hat sich ihr Ziel von knapp unter zwei Prozent selbst gesetzt. Eine ähnliche Selbstbindung sollte die EZB nun bei den Sekundärmarktkaufen vornehmen.

Wie könnte das aussehen? Erstens sollte die EZB klarmachen, dass die Stützung eines Staates über den ESM immer Vorrang vor Sekundärmarktkaufen der EZB haben muss. Solange der ESM ausreicht, hat die EZB nichts am Anleihenmarkt verloren. Zweitens kann die EZB beschließen, dass Sekundärmarktkaufe als absolute Aus-

nahme eine Stimmenmehrheit von zum Beispiel 90 Prozent erfordern. Drittens sollte die EZB Anleihen nur halten, wenn die Schuldenquote eines Landes nicht weiter ansteigt. Und viertens sollte der Bestand erworbener Anleihen regelmäßig nach derselben strikten Mehrheitsregel geprüft und gegebenenfalls veräußert werden.

Sekundärmarktkaufe sind die letzte Option, wenn Staaten bei der Krisenbewältigung an ihre Grenzen geraten. Aber sie sind extrem riskant. Die EZB kann für eine Weile am Rande ihres Mandats operieren. Aber sie darf es sich dort nicht bequem machen. Denn dort, wo das Mandat der EZB endet, beginnt für Europa der Abgrund. ■



Letzter Hort der Stabilität: Zentrale der Deutschen Bundesbank in Frankfurt

WirtschaftsWoche online

Den Beitrag des Berliner Ökonomen und Juristen Markus Kerber, auf den sich Hans Peter Grüner hier bezieht, finden Sie online unter www.de/kerber