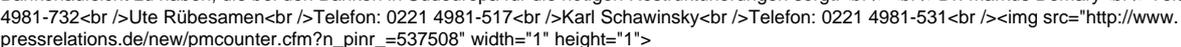




Markus Demary in der Börsen-Zeitung

Markus Demary in der Börsen-Zeitung
Eine Rettung ohne Risiko gibt es nicht
"Sollte ein Arzt bei Rot über die Kreuzung fahren?", fragt IW-Finanzmarktökonom Markus Demary in der Börsen-Zeitung. Nein, es sei denn, die Gesundheit eines Menschen ist in Gefahr. Diese Ausnahmeregelung erlaubt es dem Notarzt, seiner Aufgabe nachzukommen. Sollte die Europäische Zentralbank Staatsanleihen kaufen? Nein, es sei denn, die Gesundheit der Eurozone ist in Gefahr.
Diese Ausnahmeregelung erlaubt es ihr, dieser Aufgabe nachzukommen. Geht denn die Europäische Zentralbank (EZB) mit dem Kauf von Staatsanleihen ausfallgefährdeter Länder Risiken ein? Ja, aber genauso geht der Notarzt Risiken ein, wenn er bei Rot die Kreuzung überquert. Retter gehen nun einmal Risiken ein, und manchmal dehnen sie auch Regeln, wenn ein höheres Gut in Gefahr ist.
Wie viel Spielraum hierbei bestehen sollte und welche Risiken eingegangen werden sollten, sind aber schwierige ökonomische und rechtliche Fragen. Der Fall der EZB und ihres Aufkaufprogramms für ausfallgefährdete Staatsanleihen OMT (Outright Monetary Transactions) steht nun vor dem Bundesverfassungsgericht. Die Richter müssen klären, ob die EZB mit dem OMT verbotene Staatsfinanzierung betreibt. Hintergrund war, dass die Staatsschuldenkrise in den Peripherieländern der Eurozone die Zinsen auf deren Staatsanleihen in die Höhe schnellen ließ. Dahinter steckten natürlich auch Erwartungen über einen Austritt der Krisenländer aus der Eurozone. Und ebendiese irrationalen Erwartungen machten es den Banken dieser Länder unmöglich, sich über den Geldmarkt zu refinanzieren, da sie die wertlosen Staatsanleihen ihrer Länder nicht mehr als Sicherheiten hinterlegen konnten. Und da die EZB die Banken braucht, damit ihre Zinssenkung bei den Unternehmen ankommt, hat sie mit dem Wertverlust der Staatsanleihen die Kontrolle über das Preisniveau verloren. Die Notfallsituation war da, die EZB brauchte eine Ausnahmeregelung zur Erfüllung ihrer Aufgabe.
Das OMT und sein Vorgänger SMP (Securities Markets Programme) stellen diese Ausnahmeregelung dar. Aber wären die Stützungskäufe nicht eigentlich die Aufgabe des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) gewesen? Gegenfrage: Sollte der Notarzt nicht lieber an jeder roten Ampel halten? Nein, weil dann die Zeit zur Rettung des Patienten nicht ausreicht. Und genauso hätten auch die Mittel des ESM nicht zur Stabilisierung der Eurozone ausgereicht. Die EZB war also gezwungen zu handeln.
Neben der Klärung der rechtlichen Sachlage steht aber auch die Frage, ob die unkonventionelle Geldpolitik der EZB nicht zu gravierenden ökonomischen Fehlanreizen führt. So sieht der Chef des Münchner Ifo-Instituts, Hans-Werner Sinn, einen wichtigen Fehlanreiz darin, dass das OMT eine kostenlose Versicherung für Anleger darstelle. Diese Ansicht kann jedoch relativiert werden. Eine solche Vollkasko-Versicherung würde nämlich nur dann bestehen, wenn die EZB die Anleihen zum Ausgabekurs von 100, und Teilkasko nur, wenn sie oberhalb des Marktpreises kaufen würde. Sie agiert aber nur in der Krise, wenn die Kurse am Sekundärmarkt gefallen sind. Damit entstehen den Anlegern unversicherte Verluste in Höhe der Differenz zwischen 100 und dem Kaufkurs der EZB am Sekundärmarkt. Das OMT verhindert also nur Verluste, die darüber hinausgehen - und die sich auf Anleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu drei Jahren beziehen. Die Behauptung Hans-Werner Sinns, fast alle Anleihen würden von der Versicherung profitieren, ist daher falsch. Denn wenn zum Beispiel eine zehnjährige Anleihe nach sechs Jahren ausfällt, wäre dies nicht versichert. Ferner kann der Anleger auch bei kurzlaufenden Anleihen nicht sicher sein, dass die EZB sie ihm abnimmt. Denn am OMT dürfen nur Länder teilnehmen, die unter den Rettungsschirm ESM schlüpfen und sich auf ein Reformprogramm einlassen. Hinzu kommt schließlich: Die EZB realisiert - eine nicht unplausible Erwartung - sogar einen Kursgewinn, wenn die Anleihen nicht ausfallen. Dies war beim SMP bereits der Fall. Alles in allem steht die "Versicherungsthese" folglich auf recht tönernem Fundament.
Einen zweiten Fehlanreiz sehen Kritiker im zinssenkenden Effekt des OMT, der den Krisenländern vermeintlich den Reformdruck nimmt. Doch auch diese These lässt sich relativieren. Denn das OMT gibt es nur parallel zu einem Reformprogramm. Vor kurzem erst hat die OECD gezeigt, dass die Intensität der Strukturreformen zuletzt in den Krisenländern im internationalen Vergleich besonders hoch war. Der Konsolidierungsdruck bleibt auch aus weiteren Gründen erhalten. So ist die Zinsbelastung vieler Staaten trotz der Zinssenkung durch das OMT gestiegen, vor allem weil ihre Schulden stark zugenommen haben. Empirische Untersuchungen zeigen, dass eine höhere Zinsquote in der Vergangenheit tendenziell zu mehr Konsolidierung geführt hat. Zudem sorgt der Stabilitäts- und Wachstumspakt für weitere Sparanstrengungen, auch wenn Brüssel die Fristen zur Einhaltung der Drei-Prozent-Hürde zuletzt hinausgeschoben hat.
Eine dritte These, dass die Liquiditätsflutung der Märkte durch die EZB massive Fehlanreize bei den Banken generiere, muss ebenfalls differenziert betrachtet werden. Das Eingreifen der Notenbank - vor allem mit den beiden langfristigen Refinanzierungsgeschäften vor rund eineinhalb Jahren - war damals dringend nötig, um massive Bankenrisiken und eine gravierende Kreditklemme in Südeuropa zu verhindern. Die Stützung durch die EZB droht inzwischen aber dazu beizutragen, dass das Aufräumen im Bankensektor verschleppt wird und Zombie-Banken entstehen. Daher ist es so wichtig, in Zukunft eine europäische Bankenaufsicht zu haben, die bei den Banken in Südeuropa für die nötigen Restrukturierungen sorgt.
Dr. Markus Demary
Telefon: 0221 4981-732
Ute Rübesamen
Telefon: 0221 4981-517
Karl Schawinsky
Telefon: 0221 4981-531


Pressekontakt

Institut der deutschen Wirtschaft Köln (IW Köln)

50668 Köln

Firmenkontakt

Institut der deutschen Wirtschaft Köln (IW Köln)

50668 Köln

Das Institut der deutschen Wirtschaft Köln ist das führende private Wirtschaftsforschungsinstitut in Deutschland. Wir vertreten eine klare marktwirtschaftliche Position. Es ist unser Auftrag, das Verständnis wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Prozesse in Politik und Öffentlichkeit zu festigen und zu verbessern. Wir analysieren Fakten, zeigen Trends, ergründen Zusammenhänge? über die wir die Öffentlichkeit auf vielfältige Weise informieren. Wir forschen nicht im Elfenbeinturm: Unsere Erkenntnisse sollen Diskussionen anstoßen. Unsere Ergebnisse helfen, die richtigen Entscheidungen zu treffen. Als Anwalt marktwirtschaftlicher Prinzipien entwerfen wir für die deutsche Volkswirtschaft und die Wirtschaftspolitik die bestmöglichen Strategien

und fordern und fördern deren Umsetzung.