

// ZEW-Kurzexpertise 18-01 · 09.07.2018

Friedrich Heinemann

SECHS GRÜNDE, WARUM DEM ANLEIHEKAUFPROGRAMM GRENZEN GESETZT WERDEN MÜSSEN

Anleihekäufe vor dem Europäischen
Gerichtshof

In der Verhandlung vor dem Europäischen Gerichtshof (EuGH) über das Programm der EZB zum Ankauf von Staatsanleihen (Public Sector Purchasing Programme: PSPP) geht es im Kern um die Frage, ob das Programm die Grenze zur verbotenen monetären Staatsfinanzierung überschreitet oder noch eindeutig der geldpolitischen Zuständigkeit zugeordnet werden kann. Die EZB verweist in ihrer Verteidigung immer wieder auf zwei Argumente: Erstens kaufe die EZB die Staatsanleihen nicht direkt bei Emission, sondern erst nach einer den Marktteilnehmern unbekanntem Sperrfrist am Sekundärmarkt. Zweitens sei das PSPP aufgrund seiner Orientierung am EZB-Kapitalschlüssel fiskalisch neutral und privilegiere keinen Euro-Staat. Es ist kaum damit zu rechnen, dass der EuGH das Programm zum jetzigen Zeitpunkt als europarechtswidrig einordnen wird, zumal die EZB bereits angekündigt hat, das Programm zum Ende des Jahres einzustellen. Viel wichtiger ist daher die Frage, ob der EuGH Auflagen formuliert, die das Programm bei künftigen Krisen einschränken würden. Damit wird es in der Urteilsfindung auch um die Frage gehen, ob das PSPP bei seinem jetzt erreichten Niveau bereits in die Nähe kritischer Grenzen gelangt sein könnte, die in Zukunft nicht überschritten werden dürfen. Für diese Sichtweise sprechen mindestens sechs Argumente.

Sechs Gründe, warum dem Anleihekaufprogramm Grenzen gesetzt werden müssen

- Erstens ist die Sperrfrist für Marktteilnehmer aufgrund der Dauer und Größenordnung des Programms inzwischen empirisch abschätzbar. Eine wachsende wissenschaftliche Literatur belegt und quantifiziert den Einfluss der EZB-Anleihekäufe auf die Preisbildung an den Anleihemärkten. Auch ist die Datengrundlage inzwischen so umfassend, dass Forschungsdesigns für die zuverlässige Ableitung der Sperrfrist möglich geworden sind.
- Zweitens sind Marktteilnehmer schon seit Beginn des PSPP-Programms in der Lage, Arbitragegeschäfte zwischen Sekundär- und Primärmarkt vorzunehmen. Der Verkäufer einer Anleihe an die EZB am Sekundärmarkt kann dies durch den Neukauf einer neu emittierten Anleihe mit gleicher Laufzeit neutralisieren, um die alte Portfoliostruktur wiederherzustellen. Die Arbitragemöglichkeit ergibt sich aus der höheren Zahlungsbereitschaft der EZB, die nicht am Primärmarkt kaufen darf. Das können sich institutionelle Investoren zu Nutze machen, die gleichzeitig aus ihrem Bestand an die EZB verkaufen und sich am Primärmarkt mit einer äquivalenten Anleihe neu eindecken. In der Gesamtbetrachtung wirkt der EZB-Kauf einer Anleihe am Sekundärmarkt dann wie der direkte Kauf am Primärmarkt mit einem Preisaufschlag.

- Drittens rückt der EZB-Anteil des gesamten Anleihevolumens bei immer mehr Papieren nahe an die Grenze von 33 Prozent, welche die EZB nicht überschreiten will. Die EZB hatte diese Grenze Ende 2015 bereits von 25 auf 33 Prozent angehoben, um ihren Ankaufsspielraum zu vergrößern. Würde sie diese Grenze weiter anheben, hätte das eine brisante Konsequenz. Bei 33 Prozent liegen in den „Collective Action Clauses“ der Staatsanleihen der Eurozone die Grenzen für eine Sperrminorität, mit der Gläubiger sich einer Restrukturierung der Anleihe widersetzen könnten. Die EZB würde bei Überschreitung der 33-Prozent-Schwelle zum „strategischen Investor“, der in Zukunft über eine Umschuldung entscheiden könnte. Eine solche exponierte Rolle als Gläubiger wäre ein überaus starker Beleg für die Rolle der EZB als Staatsfinanzierer.
- Viertens verfehlt die EZB schon seit geraumer Zeit das eigene Ziel deutlich, die Anleihekäufe am EZB- Kapitalschlüssel zu steuern. Weil das Material von niedrig verschuldeten Euro-Staaten knapp geworden ist, muss sie deutlich stärker in höher verschuldete Staaten ausweichen (siehe Tabelle). Für Länder wie Österreich, Belgien, Spanien, Italien und Frankreich liegen die PSPP-Bestände (Stand Juni 2018) bereits zwischen 3,7 und 4,9 Prozent über dem Wert, der dem EZB-Kapitalschlüssel entsprechen würde. Am größten ist die relative Abweichung für Italien. In absoluter Betrachtung hält die EZB heute (Stand Juni 2018) damit 16,2 Milliarden Euro mehr an italienischen Anleihen, als dies dem EZB- Kapitalschlüssel entspräche.
- Fünftens verschlechtert sich die Bonität signifikanter Anteile der PSPP-Bestände derzeit akut. Auf Italien entfielen zum Stand Juni 2018 knapp 350 Milliarden Euro aller PSPP-Bestände des Eurosystems. Italien mit seinem kritischen Schuldenstand verfügt heute über eine Regierung, die eine Ausdehnung des Defizits plant und angekündigt hat, den Stabilitäts- und Wachstumspakt zu missachten. Damit sind die Risiken zur Tragbarkeit der italienischen Staatsverschuldung stark gewachsen. Der signifikante Anstieg der Risikoprämie auf italienische Staatsanleihen belegt, dass die Marktteilnehmer diese Risikoeinschätzung teilen. Dass das Risiko für die italienischen Staatsanleihen zunächst bei der italienischen Zentralbank liegt und nicht im Eurosystem direkt kollektiviert wird, beseitigt das Problem nicht. Muss die Banca d’Italia dem italienischen Staat in Zukunft Forderungen erlassen, wäre auch dies monetäre Staatsfinanzierung.
- Sechstens wird die Bedeutung der EZB-Anleihekäufe für die Finanzierbarkeit der Staatsverschuldung hoch verschuldeter Euro-Staaten immer stärker politisch thematisiert. Im Juni hatten Politiker der neuen italienischen Regierung die EZB kritisiert, weil die Anteile Italiens an den EZB-Käufen im Mai vorübergehend gefallen waren. Dieser Vorfall belegt, dass eine wachsende Zahl von politischen Akteuren die jetzt vor dem EuGH behandelte Frage für sich bereits eindeutig dahingehend beantwortet haben, dass die EZB natürlich in relevanter Weise monetäre Staatsfinanzierung betreibt

Fazit

Das Fazit lautet: Mit der heutigen Größenordnung des Kaufprogramms bei zwei Billionen Euro (knapp 19 Prozent der gesamten Euro-Staatsverschuldung) signalisieren immer mehr Indikatoren, dass die Anleihekäufe in den verbotenen Bereich der monetären Staatsfinanzierung rücken. Es wäre daher dringend geboten, dass der EuGH Grenzlinien einzieht, die in Zukunft verhindern, dass die EZB vollends zum Spielball der Fiskalpolitik und hohen Staatsverschuldung wird. Damit stellt sich allerdings die Frage, wie die EZB auf die nächste Wirtschafts- oder Finanzkrise reagieren will, wenn sie nicht mehr über ein wirksames Anleihekaufprogramm verfügt und zinspolitisch sich noch keinen neuen Spielraum erarbeitet hat. Auf diese Frage fehlen derzeit im Euro-Tower die überzeugenden Antworten.

AUTOR

Prof. Dr. Friedrich Heinemann

ZEW – Leibniz-Zentrum für europäische
Wirtschaftsforschung Mannheim GmbH

L 7, 1

68161 Mannheim

www.zew.de

friedrich.heinemann@zew.de



ZEW