

Staatsanleihen-Kauf

Wie die EZB um die Zukunft der Euro-Zone ringt

Gespanntes Warten vor der EZB-Ratssitzung, auf der sich die Zukunft europäischer Geldpolitik entscheidet. Der Kauf von Staatsanleihen ist nahezu sicher. Wird Draghi seinen bewährten Kniff anwenden?

Von Sebastian Jost Wirtschaftsredakteur



Foto: picture-alliance / OKAPIA KG, Ge An diesem Donnerstag könnte die Zentralbank zu einem neuen Mittel greifen: dem massenhaften Ankauf von Staatsanleihen und privaten Anleihen, im Fachjargon Quantitative Lockerung (Quantitative Easing, QE) genannt

Der Umzug kam zur rechten Zeit. Seit Ende des vergangenen Jahres residiert die Europäische Zentralbank (EZB) in ihren neuen Doppeltürmen im Frankfurter Osten. Und neben einer modernen Konstruktion aus Glas und Beton, die manche schick, andere potthässlich finden, bietet das Gebäude vor allem einen Vorzug: Die ehemalige Großmarkthalle, die zum Neubau gehört, bietet deutlich mehr Platz für Pressekonferenzen als der beengte Euro-Tower in der Innenstadt. Und das dürfte schon beim zweiten Termin am neuen Ort nötig sein: Die EZB rechnet mit deutlich mehr Journalisten als sonst, wenn Notenbankpräsident Mario Draghi am Donnerstagnachmittag den Saal betritt.

Denn die Finanzwelt geht fest davon aus, dass der EZB-Chef dann den wohl weitreichendsten Beschluss in der Geschichte der Währungsunion verkünden wird – den Einstieg in ein groß angelegtes Aufkaufprogramm für Staatsanleihen.

Nach wochenlangem Trommelwirbel wird mit einer entsprechenden Entscheidung des EZB-Rats gerechnet, alles andere wäre eine herbe Enttäuschung, die die Märkte erschüttern würde. Doch während der Richtungsentscheid,

ob Anleihen gekauft werden, weitgehend entschieden scheint, ringen die Notenbanker hinter den Kulissen womöglich bis zuletzt um die Details.

Angst vor Deflation erhöht den Druck

Durch ein solches milliardenschweres Programm – auch quantitative Lockerung oder "QE" genannt – würde frisches Zentralbankgeld in Umlauf gebracht. Das soll die Kreditvergabe ankurbeln und so für Investitionen und Wachstum sorgen.

Außerdem steht die EZB wegen der Mini-Inflation unter Druck. Im Dezember sanken die Verbraucherpreise erstmals seit dem Krisenjahr 2009 – was freilich maßgeblich daran lag, dass der Ölpreis in den vergangenen Monaten derart abstürzte, was für die Verbraucher in Europa eher Segen als Fluch ist.

Doch die damit verbundene Hoffnung für die Konjunktur ändert nach Überzeugung der Ratsmehrheit nichts daran, dass die Zentralbank einschreiten muss, um einer möglichen Deflation entgegenzutreten – also einer gefährlichen Spirale aus rückläufigen Preisen und schrumpfender Wirtschaft.

Grundsätzlich gegen ein QE-Programm sind wohl nur wenige Ratsmitglieder, zu denen die beiden deutschen Vertreter gehören, Bundesbank-Präsident Jens Weidmann und EZB-Direktorin Sabine Lautenschläger. Doch auch unter den übrigen Notenbankern gab es unterschiedliche Vorstellungen, wie die Wertpapierkäufe konkret aussehen sollten.

Das beginnt bei der Frage, was die EZB überhaupt kaufen soll. Dass Staatsanleihen dazugehören werden, gilt als gesetzt, schließlich bilden sie den mit Abstand größten Bondmarkt. Fraglich ist jedoch, ob die EZB zusätzlich auch andere Wertpapiere mit einbezieht, etwa Unternehmensanleihen.

Frage nach dem Volumen treibt Märkte um

Noch mehr Beachtung findet die Frage nach dem Wieviel. "Die Märkte erwarten ein Volumen von etwa 750 Milliarden Euro – 500 Milliarden wären eine leichte Enttäuschung, 1000 Milliarden würden die Börsen dagegen befeuern", fasste Anshu Jain, Co-Chef der Deutschen Bank, beim Weltwirtschaftsforum in Davos die Erwartungslage zusammen.

Nachrichtenagenturen berichteten am Mittwoch über einen Vorschlag des Direktoriums, wonach pro Monat Anleihen in einem Volumen von 50 Milliarden Euro aufgekauft werden sollen, und das über mindestens ein Jahr. Die EZB hatte bereits die Absicht erklärt, ihre Bilanz um eine Billion Euro insgesamt vergrößern zu wollen, und die bisherigen Maßnahmen wie der Aufkauf von Kreditpaketen reichen dafür nach gängiger Meinung bei weitem nicht aus.

Mindestens ebenso leidenschaftlich diskutierten die Notenbanker zuletzt darüber, wer überhaupt kaufen soll – und wer das Risiko trägt. Das Euro-System der Zentralbanken tickt normalerweise zentral und dezentral zugleich: Die vom EZB-Rat beschlossene Geldpolitik wird von den 19 nationalen Zentralbanken umgesetzt, das Risiko aber wird wiederum gepoolt.

Das heißt: Selbst wenn ein aufgekaufter Kredit formal auf der Bilanz der spanischen Notenbank liegt, haften alle Euro-Zentralbanken, falls dieser Kredit ausfällt. Der Verlust wird dann nach Kapitalanteilen verteilt, die Bundesbank trägt also knapp 30 Prozent davon.

Kritiker von Staatsanleihenkäufen sehen den damit einhergehenden Risikotransfer unter den Euro-Ländern als höchst problematisch an. Dieses Argument ließe sich dadurch entschärfen, dass die Risiken bei der jeweiligen nationalen Zentralbank bleiben. Auch in diesem Fall könnte die EZB zwar zentral regeln, welche Anleihen in welchem Umfang gekauft werden. Aber italienische Staatsanleihen würden nur von der Banca d'Italia aufgekauft, die auch das Ausfallrisiko alleine tragen müsste. Eine Variante, die gerade unter den konservativeren Geldpolitikern im Rat viele Anhänger hat.

Am Ende könnte ein Kompromiss stehen

Ein Modell, bei dem die nationalen Notenbanken für die Staatsanleihen ihres Landes haften, sei natürlich besser, sagte auch der frühere EZB-Chefvolkswirt und scharfe QE-Kritiker Jürgen Stark dem "Handelsblatt". Allerdings richte sich eine einheitliche Geldpolitik nach dem Prinzip der Gemeinschaftshaftung aus. "Gibt man dieses Prinzip auf, geht es nicht mehr um Geldpolitik, sondern um Fiskalpolitik."

Viele Notenbanker halten von der Risikostreuung deshalb nichts: "Wir sollten es bei dem Verfahren belassen, das auch sonst für unsere geldpolitischen Maßnahmen gilt: Die Risiken trägt das Euro-System insgesamt", forderte der italienische Zentralbank-Gouverneur Ignazio Visco jüngst in der "Welt am Sonntag".

Möglicherweise steht am Ende ein Kompromiss: Für einen Teil des Risikos steht das Euro-System insgesamt gerade, der Rest verbleibt bei der jeweiligen nationalen Notenbank. Damit könnte Draghi womöglich die Zahl der Gegenstimmen zu seinem Programm auf ein Minimum reduzieren. Ein Beschluss mit einer eher dünnen Mehrheit sei zwar möglich, sagte EZB-Direktor Benoît Coeuré vergangene Woche der "Welt", "aber nicht empfehlenswert".

Welche Staatsanleihen soll die EZB kaufen?

Doch ein pragmatischer Ansatz, den möglichst viele mittragen können, gefiele auch nicht allen Notenbankern: In der Politik sei es vielleicht üblich, sich bei solchen Verhandlungen in der Mitte zu treffen – in der Geldpolitik dagegen habe man normalerweise den Anspruch, die ökonomisch richtige Lösung zu finden, so ein Zentralbankeuro / US-Dollar



Doch in der hoch aufgeladenen Staatsanleihen-Debatte lassen sich politische Aspekte womöglich nicht gänzlich ausblenden. Das gilt auch für die womöglich heikelste aller Detailfragen: Kauft die EZB überhaupt die Anleihen aller Euro-Staaten? Oder stellt sie gewisse Mindestanforderungen an die Bonität?

Die Variante, dass sich die Zentralbank auf die wenigen Anleihen mit Top-Ratingnoten wie deutsche oder luxemburgische Bonds beschränkt, scheint zwar vom Tisch zu sein, weil sie im Rat nicht durchsetzbar und öffentlich kaum zu vermitteln wäre. Kontrovers diskutiert wurde bis zuletzt jedoch der Umgang mit den besonders bonitätsschwachen Staatspapieren aus Griechenland und Zypern.

Bei ihrem Programm zum Kauf von Kreditpaketen hatte die EZB im Oktober noch eine Sonderregelung für diese beiden Länder vorgesehen, damit auch die dortigen Banken von der Maßnahme profitieren können. Ob nun auch beim größer angelegten QE ein Auge zugeedrückt werden sollte, ist jedoch höchst umstritten.

Komplizierte Lage in Griechenland

Verkompliziert wird diese Debatte dadurch, dass Griechenland am Sonntag ein neues Parlament wählt und das favorisierte Linksbündnis Syriza die bisherige Euro-Rettungspolitik scharf angegriffen hat. Jegliche EZB-Entscheidung für oder gegen griechische Bonds könnte da als Einmischung in den Wahlkampf gedeutet werden.

Ein Ausweg könnte ein Kniff sein, zu dem Draghi schon bei anderen kontroversen Entscheidungen gegriffen hat: Der EZB-Rat könnte zunächst lediglich einen Grundsatzbeschluss zu Anleihenkäufen fassen, die Detailfragen dagegen ganz oder teilweise auf eine spätere Sitzung vertagen. Damit rechnet etwa Ökonom Alexander Krüger vom Bankhaus Lampe. So könnte man etwa abwarten, bis sich die Aufregung um die Griechenland-Wahl gelegt hat.

Das von vielen sehnsüchtig erwartete QE-Programm würde dann zwar erst später starten. Doch so mancher Beobachter erwartet sich vom tatsächlichen Kauf der Wertpapiere ohnehin nur noch einen begrenzten ökonomischen Effekt, weil die entsprechende Erwartung an den Märkten bereits weitgehend eingepreist sei.

Umso größer wäre freilich die Enttäuschung, wenn Draghi wider Erwarten mit ganz leeren Händen vor die Journalisten treten sollte.