

## Europäische Zentralbank

# Draghis neuer Plan könnte Deutschland empfindlich treffen

Der EZB-Chef kämpft gegen den Preisverfall. Negativ-Zinsen, gigantische Anleihenkäufe – nichts hilft. Nun scheint Draghi am nächsten Masterplan zu arbeiten. Die Idee wäre für Deutschland verheerend.

Von Holger Zschäpitz Leitender Wirtschaftsredakteur



Foto: Bloomberg EZB-Präsident Mario Draghi: Was plant der Italiener als nächstes, um die Deflation zu bekämpfen

Mario Draghi hat noch einen Schuss. Und der könnte für Deutschland nach hinten losgehen. Der Chef der Europäischen Zentralbank (EZB) versucht seit Jahren mit konventionellen und unkonventionellen Mitteln, die Inflation auf die gewünschte Marke von zwei Prozent zu bugsieren. Und ist bislang gescheitert.

Obwohl die Leitzinsen für Banken weit unter null liegen, wenn sie Geld bei der Zentralbank parken, und die EZB binnen eines Jahres Staatsanleihen für mehr als 600 Milliarden Euro kaufte und auch über sonstige Sonderkredite Milliarden Liquidität in die Märkte pumpte, lag die Inflationsrate im Februar bei minus 0,2 Prozent. Draghi muss sich also für die heutige Sitzung etwas ganz Besonderes einfallen lassen, will er die Akteure an den Märkten und in den Unternehmen überraschen.

Mit konventionellen Maßnahmen wird ihm das kaum gelingen. Schließlich sind die Erwartungen hoch. Schon jetzt rechnen sämtliche Volkswirte damit, dass Draghi den Einlagenzinssatz der Banken von minus 0,3 auf minus 0,4 Prozent senken wird. Auch eine gewisse zeitliche oder volumenmäßige Ausweitung des Anleihenprogramms ist fest eingepreist, wie Börsianer vorweggenommene Erwartungen nennen.

Draghi könnte ein neues Kaninchen aus dem Hut zaubern, indem er das Kaufgebaren der Währungshüter radikal verändert. Derzeit sind die Anleihekäufe der Notenbanken effektiv an die Größe der Volkswirtschaften gebunden. Deshalb werden am häufigsten deutsche Staatsanleihen gekauft. Diese Regel könnte Draghi nun abschaffen und anderen Ländern wie Italien den Vorrang geben, die wegen der hohen Verschuldung die EZB-Unterstützung dringender gebrauchen können.

## Länder wie Italien würden einen Vorteil bekommen

"Die meisten Experten konzentrieren sich auf Zinssenkungen oder eine Ausweitung des Anleihekaufprogramms. Dabei könnte eine geänderte Mixtur der gekauften Anleihen eine viel größere Wirkung erzielen", sagt Peter Schaffrik, Chefstrategie beim kanadischen Bankhaus RBC. "Eine konkrete Ankündigung für diesen Donnerstag ist vielleicht etwas zu viel des Guten. Ich kann mir aber vorstellen, dass Draghi eine Änderung des Anleihekaufprogramms in Aussicht stellt", sagt Schaffrik.

Momentan lässt die EZB über die nationalen Notenbanken der Euro-Zone Monat für Monat Anleihen in einem Volumen von 60 Milliarden Euro kaufen, ein knappes Viertel der Käufe entfällt dabei auf Bundesanleihen. Das entspricht in etwa dem Kapitalschlüssel der EZB, also dem Anteil, den die einzelnen Euro-Länder an der Zentralbank halten.

### Anteil der gekauften Staatsanleihen

in Prozent

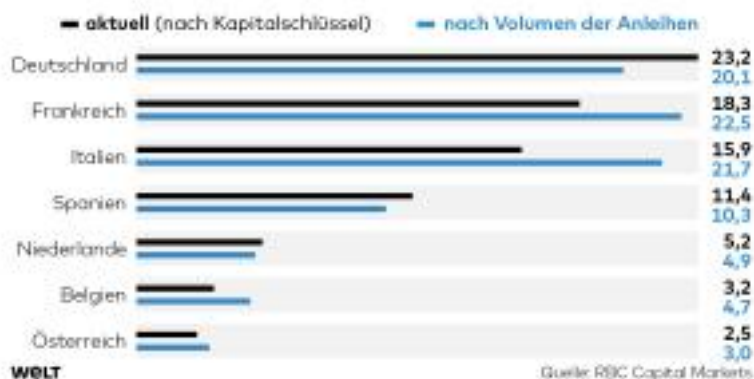


Foto: Infografik Die Welt Aktuell kaufen die nationalen Zentralbanken noch mehr deutsche Staatsanleihen an. Dieses Verhältnis könnte sich aber zukünftig ändern

Die deutschen 23,2 Prozent sind nicht ganz identisch mit dem Kapitalschlüssel. Das liegt daran, dass ein Teil der Käufe in paneuropäischen Papieren getätigt wird. Dazu zählen Anleihen des Rettungsfonds [ESM](#). Doch Draghi könnte den Kapitalschlüssel kurzerhand abschaffen, schließlich haben zahlreiche Zentralbanker in den vergangenen Monaten immer wieder betont, dass die Zusammensetzung der Anleihekäufe jederzeit angepasst werden könnte.

Stattdessen könnte sich der EZB-Chef an der Zahl der an den Märkten existierenden Anleihen orientieren. Dies würde Länder wie Italien begünstigen, die höhere Staatsschulden als Deutschland haben. Und auch Frankreich wäre ein Profiteur eines solchen Coups. Nach Berechnungen von RBC-Mann Schaffrik würden nach einer Abschaffung des Kapitalschlüssels dann am meisten französische und italienische Anleihen gekauft. Der Anteil deutscher Papiere würde von über 23 auf 20 Prozent fallen.

## Verheerende Nebenwirkungen für Deutschland

An Argumenten für die Umstellung mangelt es Draghi nicht. Nach Bloomberg-Daten haben Bundesanleihen am stärksten vom Kaufprogramm profitiert. Seit die EZB am 9. März ihr Programm der quantitativen Lockerung, wie die Anleihekäufe im Jargon heißen, begonnen hat, haben deutsche Papiere ein Plus von 1,7 Prozent erbracht, wohingegen portugiesische einen Verlust von fast fünf Prozent verzeichneten.

Die Risikoaufschläge der Peripherie-Titel zu Bundesanleihen haben sich deutlich ausgeweitet. Portugal muss aktuell für zehnjährige Papiere rund drei Prozentpunkte mehr als Deutschland bezahlen, zu Beginn des Kaufprogramms waren es 1,3 Prozentpunkte, bei spanischen Titeln weitete sich der Aufschlag von 0,88 auf 1,32 Prozentpunkte aus, bei italienischen von 0,87 auf 1,2 Prozentpunkte.

Dabei wollte die EZB genau das Gegenteil erreichen. Damit die Zinspolitik in allen Ländern gleichermaßen ankommt, sollten die Renditeabstände möglichst schrumpfen, so die Argumentation. Und auch realwirtschaftlich wäre die Veränderung erklärbar: So ist in Deutschland die Arbeitslosenquote auf ein Mehrdekadentief von 6,2

Prozent gefallen, während sie in Italien mit 11,7 Prozent noch weit von jenen sechs Prozent – vor der Finanzkrise – entfernt ist.

Allerdings hätte der Abschied vom Kapitalschlüssel insbesondere für Deutschland verheerende Nebenwirkungen. Draghi hatte ihn in seiner jetzigen Form gewählt, um den Eindruck zu vermeiden, die EZB würde die Fiskalpolitik hoch verschuldeter Staaten unterstützen und monetäre Staatsfinanzierung betreiben, die laut EU-Recht verboten ist. Zwar haften die nationalen Notenbanken für die aufgekauften Anleihen, zehn Prozent der Anleiherisiken werden jedoch gemeinsam getragen.

Ein neuer Kauf-Modus zugunsten der Peripherieländer wäre der Einstieg in Euro-Bonds – also gemeinschaftliche Anleihen aller Euro-Staaten – durch die Hintertür. Große Gegenwehr muss Draghi aber nicht fürchten. Denn Bundesbank-Chef Jens Weidmann hat turnusmäßig kein Stimmrecht.

Nach einer Analyse der RBS stehen 15 Tauben, wie die Befürworter einer lockeren Geldpolitik genannt werden, lediglich sechs Falken gegenüber. Carsten Brzeski von der ING fasst die Erwartungen der Märkte zusammen: "Mal sehen, ob Draghi ein neues Kaninchen aus dem Hut zaubern kann."