

Braucht die EZB ein Anti-Fragmentierungsinstrument für Staatsanleihen im Euroraum?

- Anmerkungen zu einer aktuellen Debatte -

Karl-Heinz Tödter und Gerhard Ziebarth

Der EZB-Rat beschloss im Juni d.J., bei der Wiederanlage fälliger Tilgungen von Staatsanleihen, die im Rahmen des Pandemie-Ankaufprogramms PEPP erworben wurden, flexibel vorzugehen, *"um das Funktionieren des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu gewährleisten, der eine Voraussetzung dafür ist, dass die EZB ihr Preisstabilitätsmandat erfüllen kann."* Die EZB unterstellt hier also, dass der monetäre Transmissionsmechanismus ohne die 'flexible' (sprich: asymmetrische) Ankaufspolitik nicht funktionieren würde.

Damit kann die EZB ihre Reinvestitionsvolumina ab sofort auf Anleihen von Ländern konzentrieren, deren Renditen stärker als die der anderen Länder gestiegen sind, wovon vor allem die Anleihen Italiens und Griechenlands profitieren dürften.

Außerdem hat die EZB ein **Anti-Fragmentierungsinstrument (AFI)** angekündigt. Mit dessen Hilfe möchte sie ebenfalls eine „unverhältnismäßige“ Ausweitung der Renditeabstände (Spreads) europäischer, insbesondere italienischer, Staatsanleihen gegenüber Benchmark-Anleihen in der EWU, d.h. faktisch Bundesanleihen mit gleicher Laufzeit, unterbinden.

Die **These von der Fragmentierung** des Europäischen Marktes für Staatsanleihen hat auch außerhalb der EZB einige Befürworter. So vertrat L. Reichlin (LBS) beim Walter-Eucken-Institut in Freiburg am 23./24. Juni 2022 anlässlich der Konferenz „Inflation and Debt – Challenges for Monetary Policy after Covid 19“ diese Position.

Wie ist dieses angekündigte neue EZB-Interventionsinstrument AFI am Kapitalmarkt geldpolitisch zu beurteilen, insbesondere im Hinblick auf **folgende Aspekte**:

1. Gibt es **stichhaltige Evidenz** für einen Fragmentierungseffekt?
2. Ist die **EZB legitimiert**, ein derartiges Instrument einzusetzen bzw. Programm aufzulegen?
3. Besteht aus geldpolitischer Sicht überhaupt die **Notwendigkeit** für ein derartiges Programm?

Die spekulative Behauptung eines erneuten Marktversagens in Form einer **übermäßigen Fragmentierung am Finanzmarkt** basiert auf der **irrigen Annahme**, dass es sich beim Markt für europäische Staatsanleihen um **homogene Finanzprodukte** handelt (Homogenitätsannahme) und der Markt nach dem **Gesetz des einheitlichen Preises** („law of one price“) operieren müsste.

Die **EZB-Position** lässt sich damit auf **vier Hypothesen** zurückführen:

1. Da die Länder alle gleich sind, sollten sie auch gleich behandelt werden.
2. Wenn dieses Credo vom ‘dysfunktionalen’ Finanzmarkt nicht befolgt wird, ist es Aufgabe der EZB, korrigierend einzugreifen.
3. Die EZB-Intervention ist notwendig und verhältnismäßig, um den Schaden zu beheben bzw. die Risiken zu begrenzen.
4. Das Instrument ist zudem geeignet, denn die EZB verfügt über einen Informations- bzw. Erkenntnisvorsprung und kann „den Markt korrigieren“.

Zum besseren Verständnis sei zunächst darauf hingewiesen, dass ein empirisch-statistischer **Zinsaufschlag** im Sinne eines Zinsspreads grundsätzlich nicht gleichzusetzen ist mit einer **Marktrisikoprämie**. Der Zinsaufschlag umfasst auch steuerliche, regulatorische und transaktionskostenbedingte Unterschiede. Lässt man diese Faktoren im Folgenden außer Betracht, so bleibt immer noch die wichtige

Unterscheidung zwischen der Ausfallprämie und der Risikoprämie i.e.S. Die **Ausfallprämie** ist eine finanzielle Entschädigung für den zu erwartenden Verlust. Eine **echte Risikoprämie** wird hingegen von risikoaversen Finanzinvestoren – zusätzlich zur Ausfallprämie - verlangt, um die nutzenvermindernde Unsicherheit (Volatilität) abzudecken.

Festzuhalten bleibt, dass der **Zinsspread, also die Risikoprämie i.w.S.**, nicht nur von der konkreten Form der **Dichtefunktion der stochastischen Rendite** abhängt, sondern auch vom **Grad der Risiko(ab)neigung** der Anleger. Beide Größen sind realiter zustandsabhängig und dürfen nicht als konstante Aufschlagskomponenten betrachtet werden. Eine für staatliche **Marktinterventionen erforderliche transparente und nachvollziehbare Darlegung der Messmethode** bleibt eine zwingende **Bringschuld der EZB**.

Aber selbst dann, wenn es eine hinreichend genaue und zuverlässige Messmethode gäbe, bleibt das **prinzipielle Problem mit der postulierten Fragmentationsthese bestehen**.

Die **Risikoprämie** lässt sich analytisch zerlegen in jeweils eine Komponente für **den Preis einer Risikoeinheit und die Risikomenge**. **Der Preis des Risikos** ist primär einheitlich und für jede Assetklasse gleich. Hier gilt also das Gesetz des einheitlichen Preises. Die **Risikomenge** hingegen ist asset-spezifisch und muss es auch sein. Gleiches wird folglich gleich behandelt, und Ungleiches wird ungleich behandelt.

Es ist vor allem die **Risikomenge**, die den Unterschied macht, abgebildet in spezifischen **Faktor-Risikoprämien**, und hierfür gibt es überzeugende **fundamentale Gründe bzw. Risikoquellen**:

- das **leistungswirtschaftliche Risiko** eines Landes, z.B. auf Grund eines chronisch schwachen Wachstums der Totalen Faktorproduktivität,

- eine **ungünstige Kapitalstruktur**, z.B. auf Grund einer hohen Schuldenquote,
- **politische Risiken**, z.B. bei häufigen Regierungswechseln,
- **unterschiedliche Exposure (offene Risikopositionen)** der Staatshaushalte bei inflatorischen Schocks etc.

Ausweitungen von Zinsspreads können im Übrigen auch durch **Portfolioumschichtungen zwischen Anleihen und Aktien** entstehen. Von einem „flight to quality“ z.B. werden vor allem Benchmark-Anleihen mit höchster Bonität und Marktliquidität profitieren. Dies stellt keine korrekturbedürftige Anomalie des Marktes dar, sondern zeigt lediglich, dass die Risikoprämie ein relatives Maß ist.

Die EZB und die Befürworter der Fragmentierungsthese haben also eine beträchtliche Bringschuld zu leisten.

Denn sie müssen den Nachweis erbringen, dass

1. sie die Höhe der Risikoprämie hinreichend genau und zuverlässig messen können,
2. die gemessene Höhe der Risikoprämie fundamental nicht gerechtfertigt ist,
3. die Geldpolitik über geeignete Instrumente verfügt, den ungerechtfertigten Anteil zu eliminieren, und zwar so, dass
4. hierbei keine negativen Nebeneffekte auftreten und
5. die Maßnahme notwendig ist und dem **stabilitätspolitischen Auftrag** dient.

Was die Notwendigkeit anbelangt, so haben Grimm, Nöh, Wieland (2022) überzeugend dargelegt, dass die **Zinsausgaben der Länder im Euroraum einen historisch niedrigen Stand** erreicht haben, trotz z.T. massiv steigender Schuldenquoten, und die durchschnittliche Laufzeit der staatlichen Schulden so groß ist wie nie zuvor. Auch nach mehreren Trippelschritten der EZB dürften bei den effektiven

Durchschnittsrenditen auf den Bestand der Staatsschulden negative Realzinsen weiterhin das Bild an den Anleihenmärkten dominieren.

Die Befürworter müssten auch erklären, warum hochverschuldete Euroländer wie Spanien oder Portugal sich noch immer günstiger verschulden können als die USA, dem wichtigsten *'safe haven'* internationaler Investoren.

Eine beträchtliche Verteuerung der Kreditkosten hochverschuldeter Eurostaaten ist also nicht nur überfällig, sondern auch finanzstabilitätspolitisch vertretbar, wenn nicht gar notwendig. Die ultra-expansive Geldpolitik seit Draghis *'whatever it takes'* – Rede vom 26. Juli 2012 wurde nicht zum Schuldenabbau genutzt. Das **Argument des Zeitkaufens hat sich als Alibi** erwiesen. Die geldpolitisch herbeigeführten historisch niedrigen Finanzierungskosten haben die Staaten vielmehr genutzt, um ihre Schuldenquoten auch vor der Corona-Pandemie und dem Ukrainekrieg weiter zu erhöhen.

Im Übrigen gehört es **nicht zum Mandat der EZB**, die marktmäßigen Renditeunterschiede der Euroländer auszugleichen und damit die ordnungspolitisch gebotene und **stabilitätspolitisch erforderliche Marktdisziplin** auszuhebeln.

Die Risikoaufschläge der Finanzmärkte sind zudem ein Signal, das disziplinierend auf die Haushaltspolitik der Staaten wirkt und Anreize für Reformen liefert, auch und gerade in Zeiten, in denen die Fiskalregeln zunehmend missachtet werden. „Das auszuhebeln ist nicht Aufgabe der EZB.“ (Seidenbiedel)

Die EZB möchte das neue Instrument unter dem Namen „Transmission Protection Mechanism“ (TPM) schon auf der nächsten Ratssitzung am 21. Juli beschließen. Kritik und Widerstand werden bereits im Vorfeld dadurch zu unterdrücken versucht, dass behauptet wird, das würde dessen Wirksamkeit schmälern. (Bloomberg)

Der Gouverneur der französischen Notenbank Francois Villeroy de Galhau versuchte zu versichern, dass TPM so groß und flexibel sein wird, dass es nicht wirklich eingesetzt werden muss. So oder so, TPM unterliegt dem **juristischen Risiko**, dass es sich als Verstoß gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung gemäß Art. 123 AEUV herausstellt. (Vaubel)

Als **Fazit** stellen wir fest:

Es gibt bislang keinerlei stichhaltige Evidenz für fundamental ungerechtfertigte Fragmentierungseffekte. Mit einem Anti-Fragmentierungsinstrument (AFI) würde die EZB abermals ihr Mandat eigenmächtig ausweiten.

Weder verfügt sie über den dafür erforderlichen Informationsvorsprung, noch ist die Notwendigkeit für ein solches Instrument zu erkennen.

Vielmehr ist zu vermuten, dass sich die EZB mit dem geplanten AFI in die Lage versetzen will, den hochverschuldeten Euroländern weiter beizuspringen, auch wenn sie die Zinsen wegen der hohen Inflationsraten im Euroraum (notgedrungen) etwas anheben muss.

Für das AFI (bzw. TPM) dürfte um so mehr gelten, was die ehemaligen Notenbankgouverneure (Hannoun u.a., 2019) über QE gesagt haben:

“...the suspicion that behind this measure lies an intent to protect heavily indebted governments from a rise in interest rates is becoming increasingly well founded. From an economic point of view, the ECB has already entered the territory of monetary financing of government spending, which is strictly prohibited by the Treaty.”

Frankfurt a.M., im Juli 2022

Literatur:

Bloomberg (2022): ECB tool has name, but arrival on July 21 seems uncertain, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-07-07/ecb-tool-has-name-but-not-yet-sense-of-certain-july-21-arrival>.

Grimm, Veronika u.a. (2022): Government bond rates and interest expenditures of large euro area member states: A scenario analysis, IMFS WP No. 171.

Hannoun, Hervé u.a. (2019): Memorandum on the ECB`s Monetary Policy, 04. October 2019.

Siedenbiedel, Christian (2022): Heikles neues EZB-Instrument, FAZ, 13.07.2022.

Vaubel, Roland (2022): Ein neues Instrument für die EZB? Ökonomenstimme, 30.06.2022.