

Staatsanleihenkäufe der EZB: Wie kostenfrei und wasserdicht sind die OMT-Regeln wirklich?

Ansgar Belke*

Kommentatoren der angekündigten Staatsanleihenkäufe der Europäischen Zentralbank (EZB) verweisen darauf, dass das „Outright Monetary Transactions“ (OMT) Programm seit einem Jahr seine zinssenkenden Effekte entfalte, ohne die EZB zu zwingen, tatsächlich Staatspapiere anzukaufen. Erst kürzlich wieder bezeichnete ein internationaler Ökonomenaufruf die OMTs als „eine der geschicktesten und erfolgreichsten geldpolitischen Kommunikationsmaßnahmen seit Jahrzehnten“. Brüsseler Analysten bezeichneten das OMT-Programm sogar als „Zauberstab“ der EZB. Unter Annahme zuvor irrationaler Märkte und dass OMTs ein „gutes Gleichgewicht“ der Erwartungen erzeugen, seien die OMTs geeignet zur Bekämpfung der Vertrauenskrise. Eine Koppelung an ESM-Auflagen verhindere zudem das Auftreten von Moral Hazard (Anreiz zu Fehlverhalten).

In seinem Kommentar in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung vom 26. August 2013 fragt Frank *Westermann* (2013) von der Universität Osnabrück, ob die EZB wirklich einen substanziellen Beitrag zur Lösung der Eurokrise geleistet habe, ohne die eigene Bilanz und damit den Steuerzahler zu belasten. Er argumentiert, dass der ESM mit einem bevorrechtigten Gläubigerstatus ausgestattet ist, nicht aber die EZB bei den OMTs. Da die Investoren deshalb befürchten, im Fall der Insolvenz eines Problemstaates dem ESM gegenüber nachrangig bedient zu werden, sei plausibel, dass die Zinsen nach Einführung des ESM gestiegen seien, nach Ankündigungen der OMTs aber wieder fielen. Beurteilten Finanzmärkte aber die Zahlungsfähigkeit betroffener Länder, die eigene Gläubigerposition und die wiedergewinnbaren Restwerte richtig, sei die Verringerung der Anleiherenditen seit Ankündigung der OMT nicht kostenfrei. Wie bei jeder Versicherungsleistung, bei der ein Schaden noch nicht

* Prof. Ansgar Belke, IZA Bonn and University of Duisburg-Essen, Department of Economics, Chair for Macroeconomics, 45117 Essen, E-Mail: ansgar.belke@uni-due.de.

eingetreten ist, trage der Anbieter, die EZB, eine implizite Verbindlichkeit. Bei der brutalen Dynamik der Schuldenstände in einigen Problemländern komme die Verbindlichkeit wohl auch zum Tragen.

Eine wichtige, vom Kollegen Westermann nicht erwähnte Unterscheidung zwischen ESM und OMT schwächt seine Aussagen deutlich ab: OMT ist nur möglich, wenn die betroffenen Länder Zugang zum Anleihemarkt haben. Notwendige Bedingungen für eine „OMT-Teilnahmeberechtigung“ sind (a) ein „EFSF/ESM-Programm und (b) die regelmäßige Begebung von Staatsanleihen. Die Bedingung (a) schließt Italien und Spanien aus. Denn das Programm für Spanien gilt nur für den Finanzsektor, beinhaltet aber nicht die Möglichkeit zu Primär- oder Sekundärmarkt-Käufen und endet ohnehin Ende 2013. Die Bedingung (b) schließt Griechenland¹ aus. Auch Portugal ist augenblicklich nicht OMT-„teilnahmeberechtigt“ (eligible), wie es Mario Draghi auf einer seiner letzten Pressekonferenzen ausdrückte. Das Programm-Kriterium ist allerdings erfüllbar durch eine Teilnahme am „precautionary programme“. Nach Ablauf des gegenwärtigen Programms Ende 2013 wäre dies für Irland eine Alternative.

Für die EZB soll die Verlustwahrscheinlichkeit aus Anleihekäufen dadurch minimiert werden, dass man (a) die Länder durch die Notwendigkeit eines Programms zu Reformen zwingt und (b) nur kauft, wenn die Länder Kapitalmarktzugang haben. Punkt (b) wird vom Kollegen Westermann nicht genannt, ist aber relevant. Denn er schließt aus, dass die EZB kauft, wenn der Markt ein Land als insolvent betrachtet. Bedingung (b) ist natürlich durch das Verbot der monetären Staatsfinanzierung motiviert.

Die Schnittmenge aus (a) und (b) ist nicht besonders groß. Wenn das betroffene Land ein Programm hat, also auf ESM-Kredite angewiesen ist, hat es in der Regel auch keinen Kapitalmarktzugang. Es sei denn, es handelt sich um ein „precautionary programme“. Und selbst wenn sowohl (a) und (b) erfüllt sind, gilt ja noch als weitere grundlegende Bedingung, dass der monetäre Transmissionsmechanismus gestört sein muss.

Wird hierdurch ein Effekt der OMT auf Anleihezinsen unwahrscheinlich? Nein, denn die angekündigten OMT könnten einen Einfluss auf die Renditen haben, da sie in den Augen Vieler das Risiko extremer Verluste („tail risk“) aus der Haltung von Anleihen der Problemstaaten eliminiert haben. Investoren sind weniger besorgt, ob das Wachstum eines Problem-

¹ Griechenland kündigte allerdings jüngst an, dass es in 2014 bereits wieder an den Kapitalmarkt zurückkehren möchte. Ob dies realistisch ist, sei dahin gestellt.

landes in ein oder erst in zwei Jahren positiv und dessen Staatshaushalt in drei oder erst in vier Jahren ausgeglichen sein wird. Wichtig ist ihnen, dass extreme negative Ereignisse ausgeschlossen werden. Das OMT hat in Augen vieler Anleger extreme negative Ereignisse ausgeschlossen, da man davon ausgeht, dass die EZB bei einer spekulativen Attacke unlimitiert kauft und eine Staateninsolvenz verhindert. Dem ESM ist dies wegen seiner Deckelung nicht möglich.

Handelt es sich bei dieser Einschätzung der Märkte um einen Irrtum der Marktteilnehmer? Wohl kaum. Zwar liegt die „OMT-Teilnahmeberechtigung“ nur vor, wenn die betroffenen Länder Kapitalmarktzugang haben. Die OMT können dann aber keine Versicherung gegen extreme negative Ereignisse sein! Denn, wenn ein Land „OMT eligible“ ist und einen signifikanten negativen Schock wie politische Turbulenzen oder eine Abkehr vom Reformkurs erfährt, der zum Verlust des Kapitalmarktzugangs führt, würden die OMT sofort beendet.

Die Marktteilnehmer fühlen sich dennoch bestärkt durch die Wortwahl Mario Draghis („whatever it takes“), zumal die Definition des Kapitalmarktzugang auch nicht eindeutig ist. Denn reicht es dafür aus, ein/zwei Bonds aufzulegen? Bedarf es Begebungen entlang der gesamten Zinskurve? Reicht es aus, wenn inländische Investoren die Bonds kaufen? Muss es Nachfrage von strategischen Investoren geben oder können auch nur spekulative Investoren wie Hedgefonds nachfragen?

Die EZB ist also sehr wohl in der Lage, Länder durch die Ankündigung von OMTs zu unterstützen. Es scheint doch hinreichend Interpretationsspielräume in den Bedingungen für OMTs zu geben, die auf den ersten Blick sehr restriktiv wirken und die OMTs nur auf einen sehr kleinen Länderkreis anwendbar erscheinen lassen. Deshalb irren sich die Märkte wohl nicht.

Stattdessen verringern sich die Anleihezinsen offensichtlich nicht, weil sich die Eurokrise strukturell löst, sondern aus einem besorgniserregenden Grund: Die Regeln für die Anwendung der OMTs sind nicht wasserdicht. Dies ist jedenfalls der einzige Ausweg aus den oben aufgezeigten internen Widersprüchen. Das Einfallstor dürfte sein, dass die EZB sich nicht am vollen Anpassungsprogramm, sondern an der weniger strikten Variante, dem „*precautionary programme*“, der Enhanced Conditions Credit Line mit weichen Bedingungen, orientiert. Denn andernfalls müssten die durch OMTs zu stützenden Länder vom Markt genommen werden. Investoren verlassen sich zudem zu Recht darauf, dass die EZB den Wert der Staatsanleihen, die sie auf ihrer Bilanz hat, entschlossen

verteidigen wird („whatever it takes“). So könnte sich die EZB auf die Notwendigkeit der Reparatur des geldpolitischen Übertragungsmechanismus berufen und OMTs durchführen, selbst wenn die betroffenen Länder sich nicht harten Reformbedingungen, wie sie im vollen Anpassungsprogramm enthalten sind, beugen wollen. Ein weiterer Schwachpunkt in der Analyse der OMT-Verteidiger ist, dass in der Geschichte Ankündigungen einer expansiven Geldpolitik selten effiziente Anreize für Strukturreformen waren, im Gegenteil.

Insgesamt gesehen ist es also wenig überraschend, dass man momentan signifikante Effekte der OMT auf das wahrgenommene Länderrisiko von Ländern wie Italien findet. Aber der vom Kollegen Westermann betonte gleichberechtigte Gläubigerstatus der EZB im Rahmen der OMT spielt dabei allenfalls eine geringe Rolle. Noch gravierender: Investoren berichten uns regelmäßig, dass sie in der Praxis, wenn es hart auf hart kommt, nach wie vor einen bevorrechtigten Gläubigerstatus von IWF oder Zentralbanken erwarten, was die „*pari passu*“ Klausel für das OMT Programm weniger glaubwürdig macht.

Ein ständig steigender Anteil an Krediten vom öffentlichen Sektor macht es den Programmländern immer schwieriger, an den Kapitalmarkt zurückzukehren!

Literatur

- Belke, A.* (2013): Die OMT-Regeln sind nicht wasserdicht, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 215, 16.09.2013, S. 8.
- (2013): Non-Standard Monetary Policy Measures – Magic Wand or Tiger by the Tail?, Briefing paper prepared for presentation at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament for the quarterly dialogue with the President of the European Central Bank, February, Brussels. Web: <http://www.europarl.europa.eu/committees/de/econ/publications.html?id=ECO N00007>.
 - (2013): A More Effective Euro Area Monetary Policy than OMTs – Gold-Backed Sovereign Debt, in: *Intereconomics – Review of International Trade and Development*, Vol. 48/4, S. 237-242.
 - (2013): Debt Mutualisation in the Ongoing Eurozone Crisis – A Tale of the ‚North‘ and the ‚South‘, *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Online Edition, Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume, Palgrave Macmillan, Houndmills, Basingstoke, web: http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2013_D000273.
- Westermann, F.* (2013): Ist das Anleihekaufprogramm der EZB kostenfrei?, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 26. August.