

Das deutsche Dilemma an der Politik der EZB

Die Europäische Zentralbank (EZB) wird hierzulande gerne auch als inhaltliche Nachfolgerin der Deutschen Bundesbank gesehen. Gemeint wird damit meist, dass die EZB ebenso wie die Deutsche Bundesbank zu Zeiten der Deutschen Mark, durch drei Kriterien beschrieben werden könne. Durch das Ziel der Geldwertstabilität, das Verbot der Staatsfinanzierung durch die Notenbank und durch die Unabhängigkeit der Gremien der Notenbank.

Geldwertstabilität definiert die EZB als eine Inflationsrate von nahezu 2%. Dieses Ziel ist in den letzten Jahren nicht überschritten worden, allerdings stellt man derzeit fest, dass wir uns eher in Richtung einer Nullinflation bewegen, wodurch die EZB die Berechtigung ableitet, durch sogenannte „unkonventionelle Maßnahmen“ die Inflation zu stimulieren.

Die Maßnahmen der EZB führen auch zur Diskussion, inwiefern das Verbot der Staatsfinanzierung schon unterlaufen wird. Zur Erinnerung: Seit 2010 folgte einer Absenkung des Einlagenzinses nahe Null und der Anerkennung immer schlechterer Wertpapiere als Sicherheit auch die Ankündigung, Staatsanleihen von Ländern aufzukaufen, die einen „unverhältnismäßig“ hohen Risikoaufschlag zahlen müssen. Seit diesem Monat werden Anleihen im Volumen von 80 Milliarden Euro erworben (zuvor 60 Mrd). Jeden Monat. Dies führt zu einer Verknappung auf dem Anleihenmarkt und senkt nachhaltig die Anlagezinsen. Ob dies Staatsfinanzierung ist, darüber streiten die Gelehrten. In jedem Fall ist es ein Weg, wie Banken die Risiken von Staatsanleihen hoch verschuldeter Länder wieder loswerden können. Das Ausfallrisiko trägt dann die Notenbank und damit am Ende der Steuerzahler.

Ob die EZB tatsächlich Unabhängigkeit vom Einfluss der Politik oder von nationalen Regierungen agiert, lässt sich nur schwer prüfen. Das wichtigste Entscheidungsgremium, der EZB Rat, bestehend aus den 6 Vertretern des Direktoriums der EZB plus den 19 Vertretern der nationalen Notenbanken und tagt alle 14 Tage. Mit Gründung der EZB wurde festgelegt, dass jedes Mitglied im EZB-Rat eine Stimme hat. Deutschland mit einem Kapitalanteil von 18% an der EZB hat damit ebenso eine Stimme, wie Griechenland mit 2% oder das Land Malta mit einem Anteil von lediglich 0,07%. Hierdurch haben die 15 kleinsten Länder 15 Stimmen und damit 15-faches Stimmgewicht als Deutschland, obwohl sie zusammen einen geringeren Kapitalanteil als Deutschland (in Summe nur 17,1%) besitzen.

Für Deutschland zusätzlich verschärfend ist die nach dem Beitritt Litauens vorgenommene Rotationsregel. Seit 2015 bedeutet dies, dass bei Abstimmungen einzelne Länder nicht mitstimmen dürfen. So kann es vorkommen, dass obwohl Deutschland für mehr 1/5 der Beschlüsse aufkommen muss, es bei Abstimmungen nur 1/21 der Stimmenanzahl ausmacht (durch die deutsche Vertreterin im Direktorium). Selbst im günstigsten Fall, wenn der Vertreter der Deutschen Bundesbank mitstimmen darf, beträgt der Stimmanteil von deutschen Vertretern lediglich 2/21 also weniger als 10%.

Diese Stimmrechtsverteilung wäre unproblematisch, wenn die Entscheidungen des EZB-Rates tatsächlich übernational erfolgen würden. Es stellte sich aber spätestens seit der Finanzkrise 2007/2008 heraus, dass dies nicht der Fall ist. Zudem haben die in den letzten Jahren dem Währungsraum beigetretenen Kleinstländer mit deutlich geringerer Wirtschaftsleistung eine andere währungsphilosophische Grundhaltung. Dort war es Praxis, die Wirtschaft durch Abwertung der eigenen Währung zu unterstützen, was zu einer ganz anderen Geldpolitik führt. Erkennbar ist dies auch an dem unterschiedlichen Umgang mit dem sogenannten „Agreement on Net Financial Assets“ (ANFA), bei dem – wie erst seit Februar öffentlich wurde – durch nationale Notenbanken. So hat beispielsweise die irische

Notenbank eine drohende Bankpleite mit einem Notfallplan abgewandt, ohne dies öffentlich darzulegen.

Für Deutschland führt dies zum Ergebnis, dass die Ausrichtung der Währungspolitik der EZB sich nur noch sehr bedingt mit der Historie der Deutschen Bundesbank vergleichen lässt. Aufgrund deutlicher Ungleichgewichte im Währungsraum zwischen kleinen Ländern wie Malta oder Zypern und großen Ländern wie Deutschland, niedrig verschuldeten Ländern wie Estland und hoch verschuldeten wie Italien oder wirtschaftlich eher schwachen Ländern wie Slowakei oder Griechenland und starken Ländern wie Luxemburg oder Finnland ist es naturgemäß schwer, eine gemeinsame durchschnittliche Geldpolitik vorzugeben, die allen Ländern gleichermaßen optimale Bedingungen bietet.

Das Beispiel der vernünftigen Durchschnittstemperatur sei hier bemüht. Eine Hand im Backofen und eine im Tiefkühlschrank ergibt nur im Mittel eine erträgliche Temperatur.

Was bedeutet dies jetzt im Einzelnen für Deutschland?

Mit dem Bankcrash 2007/2008 begann der Weg in die exzessive Geldausweitung und in die Abschaffung des Zinses durch Reduzierung des Refinanzierungszinses für Geschäftsbanken. Ab 2010 hat der italienische EZB-Präsident Mario Draghi dann den Einstieg in den Kauf von Staatsanleihen von Krisenstaaten begonnen. Im Ergebnis hat Deutschland durch seinen 18% Anteil an der EZB sehr hohe Risiken durch die Ausweitung der EZB-Bilanz und durch die Einrichtung von milliardenhohen Target-Salden aufgehäuft. Zudem haben insbesondere südländisch geprägte Nationalbanken zusätzliche Risiken aufgehäuft, indem mit 700 Milliarden Euro die eigenen Länder unterstützt wurden (ANFA). Für alles dies haftet am Ende der deutsche Steuerzahler, obwohl er auf die Entscheidungen kaum Einfluss nehmen konnte.

Fazit:

Angesichts der aktuellen Stimmverteilung im EZB-Rat wird sich die Sichtweise Deutschlands auch weiterhin kaum durchsetzen. Hierzu wäre eine Veränderung der Verträge notwendig, welche die Stimmrechte an die Höhe der Kapitalanteile koppelt. Eine solche Änderung ist derzeit nicht erkennbar.

Damit wird es noch auf Jahre bei der derzeitigen Politik des billigen Geldes bleiben, um kriselnde Länder zu unterstützen, die nicht bereit sind, durch Reformen eine Änderung herbeizuführen. Selbstkritisch sollten wir auch unsere deutschen Entscheidungen zu einer deutlichen Ausweitung des Sozialstaates in der aktuellen Koalition angesichts der bevorstehenden demographischen Entwicklung prüfen. Deutschland galt schon einmal als „kranker Mann Europas“. Dies kann bei solchen Entscheidungen schnell wiederkommen.

Neben den Haftungsrisiken für Steuerzahler ergeben sich für Kapitalanleger noch die deutlichen Ertragsausfälle durch die Niedrigzinspolitik. Wer ein früher angepeiltes Niveau der privaten Altersabsicherung erreichen möchte, muss mehr sparen und zudem höhere Risiken eingehen, indem Aktien und andere Sachwerte übergewichtet werden. Das ist das deutsche Dilemma.

Ihr



Dr. Michael König

Die Einschätzungen, die in diesem Dokument vertreten werden, basieren auf Informationen Stand April 2016. Die Einschätzungen sollen dabei nicht als auf die individuellen Verhältnisse des Lesers abgestimmte Handlungsempfehlungen verstanden werden und können eine persönliche Beratung nicht ersetzen. Alle Informationen basieren auf Quellen, die wir als verlässlich erachten. Garantien können wir für die Richtigkeit nicht übernehmen.