

KOMMENTAR

Inflation bei neun Prozent – doch die EZB sorgt sich lieber um Italiens Nöte und unterwirft sich so dem «Club Med»

Kaum haben die Finanzierungskosten Italiens angezogen, lanciert die EZB ein neues Staatsanleihen-Kaufprogramm, weil angeblich sonst die Geldpolitik nicht richtig wirkt und die Zinssätze zu stark abweichen. Die Argumentation ist perfide, weil sich damit fast alles rechtfertigen lässt. Die EZB verabschiedet sich so vom Mandat der Preisstabilität.

Michael Rasch, Frankfurt

29 Kommentare →

25.08.2022, 05.30 Uhr

Die Priorität der Europäischen Zentralbank (EZB) wurde am 15. Juni offenkundig: An diesem heissen Sommertag kam der EZB-Rat zu einer Krisensitzung zusammen, nicht einmal eine

Woche nach seinem regulären Treffen. Die Rendite italienischer Staatsanleihen war auf 4,2 Prozent geklettert und lag damit 2,4 Prozentpunkte über jener der deutschen Pendants – aus Sicht der EZB offenbar ein Alarmsignal. Die zugleich immer höher schießende Inflation von knapp neun Prozent war der Notenbank bisher dagegen nie eine Krisensitzung wert, obwohl die Teuerung in einigen Euro-Ländern seit Monaten zweistellig ist und in Estland jüngst ungeheuerliche 23 Prozent erreichte. Die Entwicklung zeigt die immer stärkere Mediterranisierung der Geldpolitik.

EZB finanziert die Euro-Länder

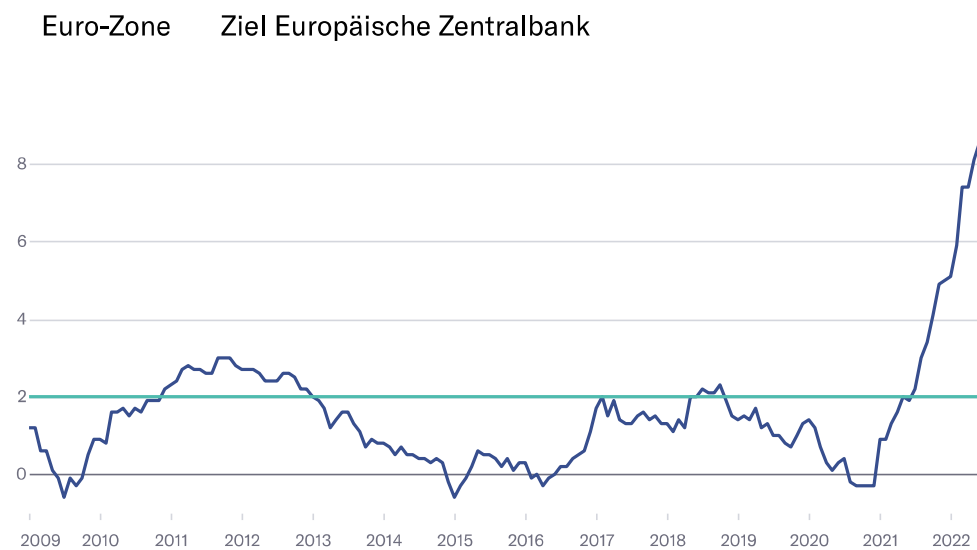
Die EZB kümmert sich seit langem liebevoll um günstige Finanzierungsbedingungen der Mitgliedsländer der Währungsunion. Sie hat in den vergangenen Jahren mit neu aus dem Nichts geschaffenem Geld insgesamt Staatsanleihen über rund 4,3 Billionen Euro erworben. Zeitweise finanzierte die Notenbank die komplette Nettoneuverschuldung der Mitgliedsstaaten. Zuerst geschah dies zur Ankurbelung der Konjunktur und damit der als zu niedrig erachteten Inflationsrate. Diese schwankte lange Zeit zwischen null und zwei Prozent und notierte damit leicht unter dem Ziel der EZB von mittelfristig zwei Prozent. Danach kaufte sie die Staatsobligationen zur Unterstützung der Mitgliedsländer während der Corona-Pandemie.

Stets hatte dies für die Finanzminister der Euro-Länder den angenehmen Nebeneffekt – oder war es sogar das Hauptziel? –, dass die Notenbank sie vor marktgerechten Zinsen schützte. Für einige Beobachter war das zuerst noch erträglich, weil die Inflation in der Euro-Zone gering war. Doch mit den seit Herbst 2021 – deutlich vor dem Überfall

Russlands auf die Ukraine – erheblich anziehenden Inflationsraten kamen die «Währungshüter» unter Druck. Nach quälend langem Zögern beendete der EZB-Rat die Staatsanleihekäufe diesen Sommer und stellte eine erste Leitzinserhöhung in Aussicht, die inzwischen vollzogen worden ist.

Die Inflation in der Euro-Zone liegt massiv über dem EZB-Zielwert

Jahrestesuerung, in Prozent



Die Jahrestesuerung stellt den harmonisierten Konsumentenpreisindex der Euro-Länder (HICP) dar und zeigt die Veränderung des Preisniveaus im laufenden Monat im Vergleich mit demselben Monat des Vorjahres.

Quelle: Eurostat

NZZ / ra.

Die steigenden Inflationsraten in Kombination mit der Einstellung der Staatsanleihekäufe und der Aussicht auf anziehende Leitzinsen sorgten an den Kapitalmärkten für deutlich steigende Zinssätze. In Italien heizte die Regierungskrise um Ministerpräsident Mario Draghi, den ehemaligen Chef der EZB, den Zinsanstieg zusätzlich an und trieb so die Zinsdifferenzen gegenüber deutschen Staatsanleihen weiter in die Höhe. Doch diesmal zögerte die EZB nicht lange, sondern kündigte in der eingangs erwähnten

Krisensitzung die Vorbereitung eines neuen Staatsanleihekaufprogramms an. Inzwischen hat der EZB-Rat das sogenannte «Transmission Protection Instrument» (TPI) beschlossen.

Es könne aktiviert werden, um ungerechtfertigten und ungeordneten Marktdynamiken entgegenzuwirken, die eine ernste Gefahr für die Transmission der Geldpolitik in die ganze Euro-Zone darstellten. Die EZB will dadurch eine angebliche Fragmentierung des Euro-Raums, sprich: eine zu starke Zersplitterung der Zinssätze, verhindern. Zur Rechtfertigung behauptet die Notenbank, dass die von Investoren verlangten Risikoprämien über jenes Niveau steigen könnten, das durch die Fundamentaldaten eines Landes gerechtfertigt ist.

Gleicht das Programm einem Geldautomaten?

Damit massen sich die Damen und Herren des Geldes im Frankfurter EZB-Hauptquartier ein Wissen an, das sie nicht haben und nicht haben können. Die Höhe der Zinssätze für ein Land zu einem gegebenen Zeitpunkt hängt immer von unzähligen Faktoren ab und bildet sich letztlich aufgrund der Schwarmintelligenz der Finanzmarkt-Akteure. Wenn die EZB die Frage aufwirft, ob eine gewisse Zinshöhe noch gerechtfertigt ist, wird ihre Antwort darauf immer zutiefst interessengetrieben und letztlich politisch sein. Die EZB begibt sich damit einmal mehr auf das Feld der Fiskalpolitik.

«Wird Europas neues TPI ein Geldautomat sein?», fragt Willem Buiter in einem Gastbeitrag auf der Plattform «Project Syndicate». Darin legt das frühere Mitglied des

geldpolitischen Komitees der Bank of England dar, wieso die Antwort «Ja» lautet. Buiters Sorge teilen zahlreiche Beobachter in Europa. Die deutschen Ökonomen Volker Wieland, Clemens Fuest und Lars Feld bezeichneten das Kaufprogramm jüngst zu Recht als «toxisch für die Währungsunion». Für Wieland liefert das TPI das verheerende Signal, dass unsolide Finanzpolitik belohnt wird. Durch solche Fehlanreize steuere die Euro-Zone immer stärker in eine Schuldenunion, die nur durch die Solidität weniger Staaten zusammengehalten werde. Das könne nicht ewig gutgehen.

Die Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus und die Fragmentierung der Euro-Zone stehen im Zentrum einer aus Sicht der EZB genialen und zugleich aus Sicht der Kritiker perfiden Argumentation. Sie erlaubt es der EZB für eine angeblich gute Sache, die Zinssätze in der Euro-Zone einzuebnen, damit die Geldpolitik besser wirkt. Der Begriff Transmissionsmechanismus ist allerdings äusserst dehnbar. Er liefert einen Vorwand, um alles Mögliche machen zu können. Doch für die unterschiedlichen Zinssätze kann es aus Sicht der Anleger gute Gründe geben, etwa hohe Schulden, schlechte Wachstumsaussichten, eine Regierungskrise oder externe Schocks wie eine Pandemie oder ein Krieg. In solchen Krisen den Zusammenhalt in Europa zu organisieren, ist Aufgabe der Politik, nicht der Zentralbank.

Die EZB sollte zudem Geldpolitik für den gesamten Euro-Raum machen und nicht für ein einzelnes Land. Sie schert sich auch nicht um die 23 Prozent Inflation in Estland. Wenn der geldpolitische Impuls in einem wichtigen Land geschmälert wird, beispielsweise weil es dort wie jüngst in Italien zu einer Regierungskrise kommt, sollte dies nicht als

Vorwand dienen, um die Finanzierungskosten des Landes punktgenau bestimmen zu wollen. Solange in der Euro-Zone nur eine gemeinsame Geldpolitik, aber keine gemeinsame Fiskalpolitik existiert, waren und sind unterschiedliche Zinssätze das Normalste der Welt, ebenso wie variierende Inflationsraten.

Krisenländer könnten OMT nutzen

Das einzig nachhaltig wirksame Bollwerk gegen gefährlich hohe Zinsen, eine Zersplitterung der Euro-Zone und eine neue Staatsschuldenkrise sind solide Staatsfinanzen in Kombination mit einer wachstumsfreundlichen Wirtschaftspolitik. Hier hilft der Druck der Finanzmärkte den Regierungen, um auf dem Weg der Tugend zu bleiben oder wieder auf ihn zurückzukehren. Der vorausseilende Gehorsam der EZB schirmt die Länder jedoch vor genau diesem Druck der Märkte ab. So macht die Notenbank die Höhe der Zinssätze zu einer (geld)politischen Frage und sich selbst zum Büttel der Mitgliedsländer.

Die Schaffung des TPI wäre zudem gar nicht nötig gewesen, weil es mit dem bereits 2012 unter Mario Draghi beschlossenen und inzwischen rechtlich abgesicherten OMT-Programm (Outright Monetary Transactions) ein Instrument gibt, um in finanzielle Not geratenen Staaten zu helfen. Allerdings müssen sich Staaten, die vom OMT profitieren wollen, strikten Bedingungen unterwerfen. Die wichtigste Voraussetzung zur Nutzung des OMT ist, dass das betreffende Land bereits einen europäischen Rettungsschirm in Anspruch nimmt und die entsprechenden Bedingungen erfüllt.

Auf diese Konditionalität legte der ebenso gefeierte wie umstrittene Draghi einst sehr viel Wert. Er bezeichnete sie als fundamentales Element, um die geldpolitische Unabhängigkeit der EZB zu gewährleisten und Fehlanreize zu minimieren, die zu einer noch nachlässigeren Fiskalpolitik führen. Nun hat die EZB hingegen für den Einsatz des TPI nur wachswenige Kriterien festgelegt. So muss die Regierung des Mitgliedstaates beispielsweise den finanzpolitischen Rahmen der EU einhalten, und das Land darf keine schwerwiegenden makroökonomischen Ungleichgewichte aufweisen.

Abschied von der Preisstabilität

Das TPI ist letztlich der Rolls Royce unter den Staatsanleihe-Kaufprogrammen: unlimitiertes Kaufvolumen, unlimitierte Kaufdauer und Gleichbehandlung aller Forderungen (pari passu). Im Vergleich zum OMT bietet es eine bessere finanzielle Unterstützung bei viel geringerer Konditionalität. Damit ist klar, welches Programm hochverschuldete Staaten gegebenenfalls in Anspruch nehmen wollen und werden. Seine Initialisierung zeigt, dass die EZB unter erheblicher fiskalischer Dominanz des «Club Med» steht, also der hochverschuldeten Mitgliedsländer am Mittelmeer. Zugleich wird diese fiskalische Dominanz durch das TPI noch zunehmen, da die Schulden weiter steigen werden und es neue Begehrlichkeiten weckt.

Gut zwanzig Jahre nach der Einführung des Euro hat es die Mehrheit im EZB-Rat geschafft, dass sich die Notenbank immer mehr von ihrem Mandat der Preisstabilität verabschiedet hat und sich stattdessen um den Zusammenhalt der Euro-Zone in ihrer heutigen Zusammensetzung kümmert. Den Sinn und Wortlaut der

europäischen Verträge, in denen Finanz- und Preisstabilität postuliert und versprochen wird, höhlt die EZB so immer mehr aus. Die Ankündigung des «Transmission Protection Instrument» ist ein weiterer Meilenstein der Unterwerfung der EZB unter den «Club Med» und seine Finanzierungsnot.

Sie können dem Frankfurter Wirtschaftsredaktor Michael Rasch auf den Plattformen Twitter, LinkedIn und Xing folgen.

29 Kommentare

Daniel Billeter vor etwa 10 Stunden

Die EZB hat die undankbare Aufgabe eine aus politischen Gründen geschaffene Fehlkonstruktion namens Euro am Leben zu halten. Was jetzt abläuft erinnert an die Schlussphase der Entwicklung massereicher Sterne. Immer schneller laufen die immer ineffizienteren Kernfusionen ab, bis der Kern aus Eisen-56 die Chandrasekhar-Grenze überschreitet. Was dann passiert, dürfte selbst die EZB überfordern ;-)

[20 Empfehlungen](#)

Hartmut OLFFERS vor etwa 8 Stunden

Wer Staatsanleihen über rund 4,3 Billionen Euro erworben hat, wie die EZB, muss sich den Vorwurf der ihr verbotenen, illegalen Staaten-finanzierung gefallen lassen. Dass darunter der € leidet, zeigt sich momentan deutlich mit der Unterschreitung der Parität zum Dollar. Finanzexperten schließen ein weiteres Abrutschen des Euros auf bis zu 0,8 \$ für einen € nicht aus. Das würde die Inflation in der €-Zone zusätzlich befeuern, weil viele Rohstoffe, also nicht nur Erdöl in Dollar gehandelt und fakturiert werden. Der Euro produziert immer höhere, zusätzliche Schulden in Staaten, die ihre verminderte Wettbewerbsfähigkeit nicht mehr durch Abwertung ihrer nationale Währung dies kompensieren können, weil sie sich dem € unterworfen haben. Der Krug geht bekanntlich so lange zum Brunnen, bis er bricht. Bleibt abzuwarten, wann der Euro platzt.

[18 Empfehlungen](#)

Alle Kommentare anzeigen

Passend zum Artikel

Überraschende Krisensitzung: Die EZB kündigt eine stärkere Unterstützung für hochverschuldete Mitgliedsstaaten an

15.06.2022



Nur noch einen Dollar wert: Der Euro ist so schwach wie zuletzt vor 20 Jahren – eine neue Krise droht

12.07.2022



Bis die Bombe platzt – wie die EZB die Währungsunion immer mehr in eine Schuldenunion manövriert

15.05.2021



Mehr von Michael Rasch (ra) >



DER ANDERE BLICK

Die staatliche Rettung des Energieriesen Uniper liefert Fehlanreize, doch die Preisexplosion beim Gas ist unvermeidbar

18.08.2022



Blackout-Gefahr im Winter? Der Boom bei elektrischen Heizlüftern erhöht in Deutschland das Risiko von Stromausfällen

18.08.2022



Der Bundesrat lässt sich mit dem Energiesparen Zeit

17.08.2022



KOMMENTAR

Die deutsche Gas-Umlage ist gering: Die hohen Erdgaspreise sollten schnell und vollständig bei den Kunden ankommen

15.08.2022



KOMMENTAR

Bei der Mobilitätswende droht das gleiche Debakel wie bei der Energiewende

09.08.2022



Mehr zum Thema EZB >

**«Einbahnstrasse Euro - Franken»:
Der Euro fällt auf ein Rekordtief**

20.08.2022



KURZMELDUNGEN

**Wirtschaft: Stimmung in Chinas Industrie wegen
Null-Covid-Massnahmen unerwartet schlecht**

31.07.2022



Die Zauberei hat ein Ende

24.07.2022



Die Zinswende ist da: was sie für dich und deine Investments bringt

23.07.2022



PRO

Die grosse Lebenslüge der Euro-Zone

22.07.2022



KOMMENTAR

Bei der Geldpolitik ist die Zeit der völligen Berechenbarkeit vorbei – das ist gut so

22.07.2022



Weitere Themen

Italien

Inflation

Für Sie empfohlen >

Die «schmutzigen» Energiekonzerne verdienen Geld wie Heu – und Warren Buffett ist dabei

vor 4 Stunden



Alpiq-Chefin: «Die Situation am Strommarkt hat sich drastisch

verschimmert»

25.08.2022



**Schweizer verschulden sich häufiger:
«Man ist nicht mehr bereit, auf etwas zu
verzichten oder erst zu sparen und dann
zu kaufen»**

25.08.2022



**Als Erstes verkleinerte er die Krone im
Logo – und dann ging es los: Prinz Max
erklärt, wie die Fürstenbank LGT in letzter
Zeit allen davongezogen ist**

25.08.2022



**Mehr Mathematik, mehr
Unternehmertum für die Schweiz: UBS
und ETH Zürich lancieren eine 40-
Millionen-Partnerschaft**

25.08.2022



INTERVIEW

**«Der Friedhof ist voller Leute, die sich für
wichtig und unersetzlich hielten»**

25.08.2022



**Vergessene Automarken: Tracta, Gräf & Stift,
Christie – der lange Weg zum Frontantrieb**

25.08.2022



**Autofahren darf er noch nicht. Nun hat der 17-
Jährige Mack Rutherford in einem
Leichtflugzeug die Welt umrundet. Allein. Ein
Himmelfahrtskommando?**

24.08.2022



Copyright © Neue Zürcher Zeitung AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Neue Zürcher Zeitung ist nicht gestattet.