

## WIE DIE EZB EINE NEUE EUROKRISE VERHINDERN WILL

Die Europäische Zentralbank ist nicht zu beneiden. Sie muss nicht nur die anhaltend hohe Inflation im Euroraum bekämpfen, sondern auch den Zusammenhalt der Währungsunion sichern. Um letzteres zu erreichen, soll bei der nächsten Ratssitzung am 21. Juli eine neues „Anti-Fragmentierungstool“ vorgestellt werden. Es zeichnet sich ab, dass es sich dabei um ein Ankaufprogramm für die Staatsanleihen einzelner Euro-Länder handeln wird, das sehr flexibel und nur an schwache Auflagen geknüpft ist. Die EZB riskiert mit einem solchen Vorstoß nicht nur die Überschreitung ihres Mandats, sondern setzt auch ihre geldpolitische Glaubwürdigkeit aufs Spiel.

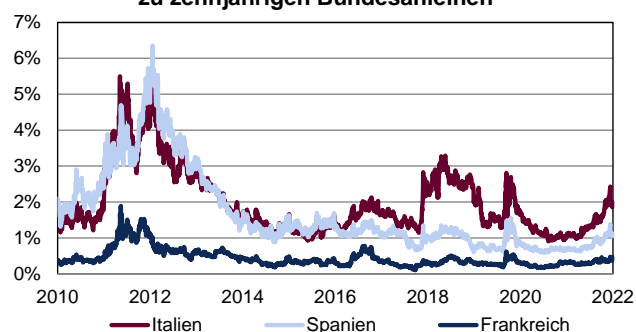
**Die Europäische Zentralbank ist nicht zu beneiden.** Sie muss nicht nur die anhaltend hohe Inflation im Euroraum bekämpfen, sondern auch den Zusammenhalt der Währungsunion sichern. Beide Ziele sind für sich genommen bereits Herkulesaufgaben. Die Bekämpfung der Inflation wird die Wirtschaftskrise im Euroraum noch verschärfen und der Kampf gegen die „Fragmentierung“ bringt die EZB an die Grenzen ihrer legalen Möglichkeiten.

Mit dem Begriff der „**Fragmentierung**“ hat die EZB eine neue geldpolitische Vokabel geprägt. Gemeint sind damit die Renditedifferenzen zwischen den Staatsanleihen der Länder des Euroraums, die sich in diesem Jahr wieder ausgeweitet haben. Werden diese Renditedifferenzen zu groß, kann dies zu einem Auseinanderbrechen des Euroraums führen. Die Eurokrise, die 2010 begann und erst 2012 durch Mario Draghis legendäres „whatever it takes“-Versprechen gelöst wurde, war die bislang größte Herausforderung für die EZB.

Fast auf den Tag genau zehn Jahre nach Draghis Befreiungsschlag wird die EZB bei ihrer Sitzung am 21. Juli voraussichtlich ein **neues geldpolitisches Instrument** vorstellen, mit dem eine neue Eurokrise verhindert werden soll. Seit der Lehman-Krise 2008 hat die EZB ihren Werkzeugkasten kontinuierlich erweitert. Als Reaktion auf die Eurokrise wurden die **Outright Monetary Transactions (OMT)** eingeführt. Im Rahmen der OMT kann die EZB die Staatsanleihen eines Landes auf den Sekundärmärkten aufkaufen, wenn das Land strengen wirtschaftlichen Auflagen zustimmt. De facto ist dieses Programm niemals in Anspruch genommen worden, da der mit den Auflagen verbundene Souveränitätsverzicht einen hohen politischen Preis darstellt. Zur Bekämpfung der Deflationsgefahren wurde 2014 das **Asset Purchase Programme (APP)** aufgelegt. Im Rahmen dieses Programms erwarb die EZB nicht nur Staatsanleihen der Euro-Staaten ohne Auflagen, sondern auch andere Wertpapiere wie zum Beispiel Unternehmensanleihen.

Das APP diente nicht der Stabilisierung einzelner Länder, da Staatsanleihen von allen Euro-Staaten nach dem Kapitalschlüssel der EZB erworben wurden. Während der Corona-Pandemie legte die EZB das **Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)** auf, um den öffentlichen und privaten Sektor zu unterstützen.

**Renditedifferenz zehnjähriger Staatsanleihen zu zehnjährigen Bundesanleihen**



All diese Maßnahmen lassen sich unter der Rubrik „QE“ (quantitative Lockerung) subsumieren. Die EZB unterscheidet allerdings seit neuestem zwischen „konventioneller QE“ und „marktstabilisierender QE“. Mit der zweiten Variante versucht die EZB, der Marktsegmentierung und Illiquidität entgegenzuwirken, sowie die geldpolitische Transmission sicherzustellen. In diese Kategorie fällt auch das OMT-Instrument, genauso wie das geplante „Anti-Fragmentierungs-Werkzeug“. **Warum aber ein neues Tool entwickeln, wenn es schon die OMT gibt?** Die Vermutung liegt nahe, dass die EZB die Barrieren gerne senken möchte, die das OMT so unattraktiv gemacht haben, dass es bis heute nicht in Anspruch genommen wurde.

Damit zeichnet sich folgende **Struktur des neuen Ankaufprogramms** ab: Erstens dürfte es gezielt auf einzelne Länder oder Ländergruppen angewendet werden. Zweitens wird es eine hohe Flexibilität geben, was Dauer und Umfang der EZB-Käufe angeht. Und drittens dürften die Auflagen, die Länder erfüllen müssen, wenn sie von

diesem Programm profitieren wollen, deutlich moderater als beim OMT ausfallen.

Ein solches „Anti-Fragmentierungstool“ wäre hochproblematisch. Am geringsten wiegt dabei der Einwand, dass es geldpolitisch die Inflationsbekämpfung der EZB konterkariert. Tatsächlich erhöhen Wertpapierankäufe isoliert betrachtet die Geldmenge und wirken dadurch expansiv. Dieser derzeit unerwünschte Nebeneffekt lässt sich allerdings durch geeignete Gegenmaßnahmen neutralisieren. Diese sogenannte „Sterilisierung“ kann zum Beispiel durch das Abschöpfen von Liquidität am Geldmarkt erfolgen. Eine andere Möglichkeit wäre der Verkauf von Staatsanleihen jener Länder, die das neue Tool nicht in Anspruch nehmen. Es ist damit zu rechnen, dass die EZB beim Design ihres neuen Tools explizit auf die Sterilisierungsoptionen eingehen wird.

Problematischer könnte es dagegen auf der juristischen Ebene werden. Das **Bundesverfassungsgericht** hatte vor zwei Jahren entschieden, dass die milliarden schweren Anleihekäufe der EZB teilweise verfassungswidrig sind. Nach dem Urteil sollen Bundestag und Bundesregierung darauf hinwirken, dass die EZB die Verhältnismäßigkeit ihrer Anleihekaufprogramme darlegt. Diese Verhältnismäßigkeit wird unter anderem auch daran gemessen, ob die Käufe an Bedingungen geknüpft sind und ob sie zeitlich befristet sind. Je größer die Flexibilität des neuen Tools ist, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB damit ihr Mandat überschreitet.

Am größten könnte am Ende aber der **geldpolitische Schaden** werden. Die EZB erweckt derzeit den Eindruck, dass sie die Sorge vor einer neuen Eurokrise mehr umtreibt als die hohen Inflationsraten. Die zinspolitische Kehrtwende ist immer noch nicht vollzogen und scheint eher halbherzig zu erfolgen. Insgeheim könnte die EZB darauf spekulieren, dass die kräftigen Zinserhöhungen der Fed und die absehbare Rezession im Winter ausreichen werden, um den Preisauftrieb zu bremsen. Die Quittung für diese Haltung wird am Devisenmarkt ausgestellt, wo der Euro auf breiter Linie schwächelt, was den Inflationsdruck über steigende Importpreise noch erhöht.

US-Dollar je Euro seit Jahresbeginn



**Wieder einmal bewegt sich die EZB also auf einem schmalen Grat.** Im besten Fall wiederholt sich bei der nächsten Ratssitzung am 21. Juli der „whatever it takes“-Moment. Im schlimmsten Fall kippen die Verfassungsrichter das neue Anti-Fragmentierungstool und die Inflationserwartungen im Euroraum verfestigen sich, weil die Notenbank die falschen Prioritäten setzt.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann (cbussmann@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de), Annette Streicher (astreicher@marcard.de)

#### Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

#### © Copyright 2022

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

#### Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.