

# Anleihekäufe der EZB für Dummies

Norbert Haering - norberthaering.de

---

**Wozu sie dienen, wie sie funktionieren, wer profitiert – einfach erklärt.** Der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) hat heute beschlossen, für mindestens 1,1 Billionen Euro, das sind 1100 Mrd Euro oder über 3000 Euro pro Bürger der Währungsunion zu "drucken", um damit Staatsanleihen und ein paar andere Wertpapiere zu kaufen. Das Risiko eines Anleiheausfalls soll in den einzelnen Ländern bleiben.

Der EZB-Rat ist das oberste Beschlussorgan des Eurosystems. Dieses besteht aus der EZB-Zentrale in Frankfurt und den 19 rechtlich weiterhin selbständigen Notenbanken der Euro-Mitgliedsländer. Im Rat sitzen die sechs Mitglieder des EZB-Direktoriums und die 19 nationalen Notenbankpräsidenten.

## Was ist das Ziel?

Erklärtes Ziel ist es, die sehr niedrige Teuerungsrate der Verbraucherpreise zu erhöhen.

## Warum ist niedrige Inflation ein Problem?

Die EZB hat sich darauf festgelegt, mittelfristig für eine Teuerungsrate von knapp zwei Prozent im Jahr zu sorgen. Die EZB will unter anderem deshalb keine echte Preisstabilität, damit sich Preis und vor allem Lohnverhältnisse verschieben können, ohne dass viele Arbeitnehmer sinkende Nominallöhne in Kauf nehmen müssen. Sinkende Löhne durchzusetzen gilt als schwierig. Wenn dagegen die Löhne unverändert bleiben, aber die Preise, die die Unternehmen mit ihren Produkten erzielen, um zwei Prozent steigen, dann sinken die Löhne real – das heißt um die Teuerung korrigiert. Wenn die Krisenländer relativ zu Ländern wie Deutschland wettbewerbsfähiger, sprich billiger, werden müssen, so ist das schwierig, wenn - wie derzeit - selbst im Durchschnitt des Euroraums die Inflation knapp unter Null und auch in Deutschland nur wenig darüber liegt. Das zweite Problem ist die Verschuldung. Eine Schuld zurückzuzahlen fällt einem Arbeitnehmer oder einem Unternehmen umso leichter, je stärker sein Einkommen steigt, beziehungsweise je stärker die erzielbaren Preise der Produkte steigen. Wenn Löhne und Preise sinken, sinkt die Höhe der Schulden und des Schuldendienstes nicht mit. Die Schuldenlast wird – in realer Rechnung – immer schwerer. In den Krisenländern ist die hohe Verschuldung der Haushalte, Unternehmen und Staaten jetzt schon ein großes Problem. Wenn die Preise und Löhne sinken, oder weniger stark steigen als bei Schuldenaufnahme erwartet, wird das Problem immer größer.

## Wieso steigt die Inflation, wenn das Eurosystem Anleihen oder andere Wertpapier kauft?

Kurz gesagt, weil die Notenbank mehr Geld in Umlauf bringt. Mehr Geld bei gleicher Menge an Gütern sollte, so die Idee, dazu führen, dass die Preise steigen.

## Wie kommt durch die Käufe mehr Geld in Umlauf?

Die Notenbank kauft zum Beispiel einem Investmentfonds Anleihen ab. Sagen wir für eine Million Euro. Sie weist die Hausbank des Fonds an, diesem eine Million auf seinem Girokonto gutzuschreiben. Das tut die Bank nicht umsonst. Als Gegenleistung schreibt die Notenbank der Geschäftsbank auf deren Notenbankkonto eine Million gut. Im Ergebnis ist die Summe aller Bankeinlagen um eine Million gestiegen. Es ist eine Million Euro mehr Geld „im Umlauf“. Als

eine Art Nebeneffekt ist auch die Summer der Guthaben der Geschäftsbanken bei der Zentralbank, die sogenannten Reserven, um eine Million gestiegen.

## **Funktioniert es auch, wenn die Notenbank die Anleihen von Geschäftsbanken kauft?**

Nicht so gut. Wenn sie Geschäftsbanken Anleihen aus deren eigenem Bestand abkauft, schreibt sie diesen dafür nur die Million auf dem Zentralbankkonto gut. Nur die Summer der Reserven steigt, nicht aber die Summe der Giro-Guthaben bei Geschäftsbanken, auf die es vor allem ankommt. Die Reserven zirkulieren nicht direkt in Wirtschaft und Finanzmärkten, sondern sitzen erst einmal ungenutzt auf dem Zentralbankkonto. Deshalb heißen sie Reserven. Wenn die Banken schon hohe Reserven haben, spielt es kaum noch eine Rolle, wie hoch sie sind. Wenn die Geschäftsbank allerdings ihren gesunkenen Wertpapierbestand wieder aufstockt, indem sie einem Fonds Wertpapiere abkauft, dann kommt es wieder auf das Gleiche heraus, wie wenn die Notenbank gleich von dem Fonds gekauft hätte.

## **Führt mehr Geld auf den Girokonten der Fonds tatsächlich zu höheren Güterpreisen?**

Hier regiert das Prinzip Hoffnung. Zunächst einmal treiben die Käufe der Fonds mit dem neuen Geld nur die Preise von Wertpapieren wie Anleihen und Aktien und eventuell von Immobilien in die Höhe, nicht die Güterpreise. Aber: Diese Wertpapiere und Immobilien, die insgesamt wertvoller werden, gehören jemand. Dieser jemand wird reicher und gibt eventuell etwas von seinem zusätzlichen Reichtum aus. Das würde dann die Güternachfrage erhöhen. Die Auslastung und Beschäftigung der Betriebe stiege. Der Abwärtsdruck auf die Löhne sänke, oder sie steigen gar. Eine andere erwünschte Wirkung besteht darin, dass Anleihezinsen sinken. Denn wenn die Kurse der Anleihen steigen bleibt der bei Ausgabe vereinbarte Zins auf den Nominalwert der Anleihe gleich. In Prozent des Marktwerts der Anleihe auf den es für einen Käufer ankommt, ist der Zins in also umso niedriger, je höher der Marktwert. Ein niedrigerer Zins, zu dem sich Unternehmen durch Ausgabe von Anleihen verschulden können, könnte bedeuten, dass sie mehr Anleihen ausgeben, etwa um um zusätzliche Investitionen zu finanzieren. Ähnlich kann man auch hoffen, dass die Unternehmen mehr Aktien ausgeben, um sich Geld zu holen, wenn die Aktienkurse höher sind. Auf diese Weise würde ein Teil des zusätzlichen Geldes, das die Notenbank in den reinen Finanzkreislauf gepumpt hat, den Weg in die produzierende Wirtschaft finden. Es kommt also nicht allein darauf an, wie groß die Geldmenge ist, sondern auch, wo dieses Geld zirkuliert. Ein letzter Wirkungskanal besteht darin, dass die Banken vielleicht leichter und billiger Kredit geben, wenn sie reichlich Guthaben bei der Notenbank haben, und dass die Kreditnachfrage der Haushalte und Unternehmen steigt, wenn die Kreditzinsen sinken. Mit jeder Kreditvergabe werden zusätzliche Giroguthaben geschaffen. Die Geldmenge, steigt also. Für die Kreditbelegung ist allerdings Voraussetzung, dass die Wirtschaft so gut läuft, dass es genug kreditwürdige Kreditnachfrager gibt, und diese auch genug Vertrauen in ihre Einkommensperspektiven und Absatzchancen haben, um auf Kredit investieren oder konsumieren zu wollen.

## **Wie wirken die Anleihekäufe auf den Wechselkurs?**

Wenn die Finanzinstitute mit dem Geld aus den Anleihekäufen ausländische (nicht-Euro) Wertpapiere kaufen, die sie in fremder Währung bezahlen müssen, steigt das Angebot an Euro auf dem Devisenmarkt. Das drückt den Euro-Kurs. Das wiederum macht im Euroraum

hergestellte Produkte im Vergleich zu billiger im Vergleich zu im Ausland hergestellten. Exporteure und Importeure können sich leichter gegen ausländische Konkurrenten durchsetzen, was Produktion und Auslastung steigern und so die Preise nach oben treiben sollte.

## **Wozu sind die Reserven gut und was haben sie mit der Kreditvergabe zu tun?**

Weil die Banken einfach mit einem Federstrich Geld schaffen und in Umlauf bringen können, indem sie Kredit vergeben, gibt es Regeln, die die einzelnen Banken disziplinieren. Dazu gehört, dass Banken untereinander nur Zentralbankguthaben zur Zahlung annehmen. Vergibt die Deutsche Bank einen Kredit und der Kunde überweist das dafür erhaltene Giroguthaben an einen Handwerker, der sein Konto bei der Sparkasse Detmold hat, so muss die Deutsche Bank die Sparkasse anweisen, dem Handwerker den Betrag gutzuschreiben. Das tut diese nur, wenn die Deutsche Bank von ihrem eigenen Notenbankkonto den entsprechenden Betrag auf das Notenbankkonto der Sparkasse überträgt. Weil Kreditkunden normalerweise den Kreditbetrag für solche Überweisungen verwenden oder Bar abheben, muss eine Bank, die Kredit vergeben will, entweder Guthaben bei der Notenbank in Reserve haben, oder sie muss sich die Reserven bei Bedarf leihweise besorgen können, entweder von der Notenbank, oder von einer anderen Bank. Wenn viele Reserven vorhanden sind, wird es leichter und billiger, sich welche zu besorgen. Ab einem gewissen Maß an überschüssigen Reserven spielt deren Vermehrung aber kaum noch eine Rolle für die Kreditvergabe.

## **Warum hat der EZB-Rat beschlossen, dass überwiegend die nationalen Notenbanken das Risiko tragen, wenn Anleiheschuldner das Geld bei Fälligkeit nicht aufbringen?**

Die EZB hat betont, die Anleihekäufe dienen allein geldpolitischen Zwecken. Der EZB-Rat trifft alle Entscheidungen, . Dann hätte eigentlich wie üblich die Regel gelten müssen, dass Gewinne und Verluste aus diesen Maßnahmen auf alle Notenbanken verteilt werden. Dazu wird üblicherweise nach deren Kapitalanteil an der EZB verfahren. Letztlich bedeuten solche verteilten Gewinne oder Verluste, dass alle Finanzminister gleichmäßig mehr oder weniger Gewinn von ihrer Notenbank bekommen. Aber die deutsche und andere Regierungen und die Bundesbank fanden es nicht gut, dass dann eventuell der deutsche Steuerzahler Verluste macht, wenn ein großer Schuldner wie Italien zum Beispiel in Zahlungsschwierigkeiten gerät. Jetzt gibt es die ziemlich sonderbare Situation, dass der EZB-Rat einzelne Notenbanken anweist, Anleihen ihrer Regierung zu kaufen, und diese Notenbanken dann auf den Verlusten sitzen lässt, wenn der Staat nicht zahlt.

## **Welche Wirkung hat die Sonderregelung?**

Jede nationale Notenbank kauft nur nationale Staatsanleihen und trägt das Ausfallrisiko selbst. Wenn etwa Italien nur 50 Prozent seiner Anleiheschulden zurückzahlen kann, muss die Bank von Italien diesen Verlust zur Gänze selbst decken. Dafür muss sie an ihre Reserven gehen. Diese sind recht groß. Ende 2013 hatte sie über 100 Milliarden Euro an Eigenkapital, Bewertungsreserven oder Rückstellung für Verlustrisiken. Andererseits darf die Bank von Italien die Zinsen auf die Anleihen selbst behalten, anstatt sie mit der Bundesbank und anderen teilen zu müssen. Die Zinsen auf italienische Staatsanleihen sind höher als die auf Bundesanleihen.

## **Darf auch die Bank von Griechenland mitmachen und griechische Staatsanleihen kaufen?**

Das liegt im Belieben des EZB-Rats. Die allgemeine Regel ist, dass die Anleihen ein gutes Rating haben müssen. Das haben griechische Anleihen schon lange nicht mehr. Aber es gilt auch die Regel, dass ein europäisches Hilfsprogramm, das "nicht aus dem Ruder gelaufen" ist, das gute Rating ersetzt.

## **Wer entscheidet, ob ein Hilfsprogramm "aus dem Ruder gelaufen" ist?**

Die EZB, als Mitglied der sogenannten Troika, zusammen mit EU-Kommission und Internationalem Währungsfonds. Wenn eine neue griechische Regierung sich weigert die Bedingungen der Geldgeber zu erfüllen, dürfte die Troika das Hilfsprogramm als "aus dem Ruder" deklarieren und dann dürfen griechische Anleihen nicht mehr gekauft werden. Dann werden auch griechische Anleihen von der EZB auch nicht mehr als Sicherheiten für Kredite an griechische Banken akzeptiert. Dann bekämen griechische Banken keine Geld mehr bei der EZB und wären dann wohl schnell ebenso Pleite wie der Staat.

## **Wer profitiert direkt von den Anleihekäufen?**

Diejenigen, die die Wertpapiere und Immobilien besitzen, deren Wert nach oben getrieben wird. Wie die Bank von England unverblümt feststellt, sind das vor allem die oberen fünf Prozent in der Vermögensverteilung und unter den Institutionen die Finanzbranche, denn diese haben sehr viele Wertpapiere in ihren Beständen.

## **Warum bekommen nur Banken und Investmentfonds das Geld? Was wäre, wenn die EZB die 3000 Euro pro Bürger per Scheck an diese verteilen würde?**

Dann gäbe es keine Frage, ob die Nachfrage anzieht, ob die Unternehmen wieder mehr investieren, ob die Deflation besiegt würde. Das alles wäre so sicher und absehbar wie das Amen in der Kirche bei Beginn des Gottesdienstes vorhersehbar ist. Aber die EZB versteht sich als Bank der Banken. Sie tut so etwas einfach nicht, entweder weil sie denkt, das gehört sich nicht für eine Bank der Banken, oder weil die Bürger sich sonst zu sehr daran gewöhnen würden und das gern künftig immer so hätten. Wo blieben dann die Banken?

## **Gibt es noch andere Alternativen zu Staatsanleihekäufen, die das Gleiche oder Besseres bewirken?**

Beim Leitzins ist kaum noch etwas zu machen. Der liegt annähernd bei Null. Aber es gibt noch viele andere Möglichkeiten. So könnte die EZB zum Beispiel den Banken Geld dafür geben, dass sie bei notleidenden Krediten den Kreditbetrag reduzieren und die Tilgung strecken. Dann wäre nicht nur den Banken geholfen, sondern auch die zu hohe Verschuldung der Haushalte und Unternehmen reduziert. Es gibt auch den guten Vorschlag, dass die EZB in großem Umfang Anleihen der Europäischen Investitionsbank kauft und diese damit große zusätzliche europäische Infrastrukturprojekte finanziert. Wenn das Dogma fällt, dass nur die Banken die Begünstigten sein dürfen, sind der Fantasie kaum noch Grenzen gesetzt, was eine Institution die Geld drucken kann, Gutes tun kann, wenn zu wenig Geld in Umlauf ist. Die wohltätigen

# Anleihekäufe der EZB für Dummies

Norbert Haering - norberthaering.de

---

Spenden vervielfachen ist auch eine einfache Möglichkeit.

## **Siehe auch:**

[Warum die EZB Bargeld und Bankguthaben nicht gewinnmindernd als Verbindlichkeit buchen sollte](#)

[QE and the nature of the standoff between the ECB and Syriza](#)

[Mitreden trotz Münchau – Wie QE wirklich funktioniert](#)

[Mitreden trotz Münchau \(2\) – Wie QE wirklich funktioniert](#)

[Über das Geld](#)