

Gastkommentar

## EZB-Verluste sind ein Symptom für die komplizierte Lage der Notenbank

Die drohenden Verluste, die durch den Ankauf von Anleihen entstehen, könnten die Glaubwürdigkeit der EZB beschädigen und die Inflationsbekämpfung beeinträchtigen, meinen David Marsh und Nout Wellink.

**Kommentar** von 29.08.2023 - 03:00 Uhr



David Marsh ist Mitbegründer und Vorsitzender des unabhängigen Thinktanks Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF).

Nout Wellink ist Ökonom und ehemaliger Präsident der niederländischen Zentralbank.

Foto: Imago, privat

Die Geldpolitik in Europa wird komplizierter. Angesichts erhöhter Rezessionsbefürchtungen denken die Ratsmitglieder der Europäischen Zentralbank (EZB) darüber nach, den starken Anstieg des Leitzinses der vergangenen 14 Monate zu beenden.

Über diese wichtige Debatte hinaus gibt es weitere heikle Fragen, die sich aus dem mittlerweile

acht Jahre andauernden Ankauf von Staatsanleihen (Quantitative Lockerung) und den daraus entstehenden Verlusten für die [EZB](#) und die nationalen Notenbanken ergeben.

Die Verluste erklären sich durch Verzerrungen in den internen Zinsrechnungen der Notenbanken, die sie paradoxerweise durch ihre straffe Geldpolitik selbst herbeigeführt haben. Aus rein wirtschaftlicher Sicht können Zentralbanken Verluste ohne größere Schwierigkeiten verkraften. Sie können mit negativem Eigenkapital arbeiten und nicht insolvent werden. Im Zuge massiver Anleiheankäufe müssen auch andere Notenbanken wie die [Federal Reserve](#) oder die [Bank of England](#) größere Bilanzungleichgewichte stemmen.

### **Warum die [EZB](#) ein Sonderfall ist**

Doch aufgrund der politisch-wirtschaftlichen Heterogenität der Währungsunion sind aber die Probleme des Euro-Raums verworrener als anderswo. Das Spannungsfeld wird durch die empfindliche Lage der [Bundesbank](#) und Bundesregierung intensiviert. Das zeigt die Beschwerde vor dem [Bundesverfassungsgericht](#). Aufgrund dieser Verwicklungen besteht in der Tat die Gefahr, dass die Glaubwürdigkeit der Notenbanken bei ihrer prinzipiellen Aufgabe, der Inflationsbekämpfung, auf längere Sicht beschädigt wird.

In vielen Regionen der Welt verlassen sich Regierungen zunehmend auf die Zentralbanken, die seit Ausbruch der Finanzkrise eine unkonventionelle Geldpolitik betreiben. In den meisten Fällen waren diese Maßnahmen gerechtfertigt. Doch gerade hier in Europa gelangt diese Politik an Grenzen. Letztendlich können sich Regierungen ihrer Verantwortung für Maßnahmen der Zentralbanken nicht entziehen, die – obwohl operativ unabhängig – im Namen und auf Rechnung der Regierungen und Steuerzahler agieren.

Die Notenbankverluste sind auf zwei Ursachen zurückzuführen: Erstens hat das Euro-System seine Bestände an Staatsanleihen mit niedrigen, teilweise negativen Renditen deutlich aufgestockt. Zweitens erhöhten die verspäteten, aber – sobald sie ab Juli 2022 begannen – beschleunigten Zinssteigerungen die Kosten für die Verbindlichkeiten der Notenbanken erheblich, gleichzeitig verringerten sie den Wert deren Vermögens.

### **Warum die [Bundesbank](#) besonders betroffen ist**

Es gilt jetzt, die Lage nüchtern zu analysieren. Laut im Juli veröffentlichtem Arbeitspapier des Internationalen Währungsfonds (IWF) seien die Verluste im Euro-Raum „vorübergehend“; die Notenbanken dürften nach einigen Jahren aufgrund prognostizierter Zinstendenzen wieder in die Gewinnzone zurückkehren. Folglich bestehe kein Bedarf für staatliche Rekapitalisierungen, um die Kapitalbasis der Zentralbanken zu stärken.

Die Argumente und Annahmen des [IWF](#)-Papiers sind allerdings mit einigen wirtschaftlichen und rechtlichen Fragezeichen versehen. Die Verluste könnten größer ausfallen, wie aus den Alternativszenarien der Autoren hervorgeht. Ihre Verteilung auf die Euro-Mitglieder könnte sich als politisch problematisch erweisen.

Die Zentralbanken des Euro-Systems sind mit Verlusten in unterschiedlichem Ausmaß konfrontiert und berücksichtigen diese auf unterschiedliche Weise. Die Zentralbanken der nördlichen Euro-Länder mit der höchsten Bonität erleiden die größten nominalen Verluste, weil ihre Anleihen die niedrigsten Renditen bieten.

Das betrifft insbesondere die Bundesbank, die bereits vor einigen Jahren begonnen hat, Rücklagen zu bilden. Dem IWF-Papier zufolge wird die Bundesbank voraussichtlich bis zum Jahr 2026 Verluste verzeichnen. Es kommt hinzu, dass Urteile aus vergangenen wie aktuellen Verfassungsbeschwerden ihr geldpolitisches Handeln einschränken könnten, möglicherweise mit größeren Auswirkungen auf das Euro-System.

### **Die EZB steht in der Pflicht, die Zentralbankbilanz zu analysieren**

Laut der etablierten Notenbankdoktrin hat bei den geldpolitischen Leitlinien die Stabilitätsorientierung vor Bilanzfragen stets den Vorrang. Zwischen diesen beiden Überlegungen besteht – wie der Fall Bundesbank zeigt – ein erhebliches Spannungsverhältnis.

Aus geldpolitischen Gründen könnte die Bundesbank Maßnahmen bevorzugen wie eine weitere Anhebung des EZB-Einlagenzinssatzes oder einen beschleunigten Ausstieg aus Wertpapierkäufen durch eine frühere Beendigung der Reinvestitionen. Solche Aktionen würden aber die Verluste ausweiten und die Bundesbank in eine Lage bringen, die laut den deutschen Verfassungsrichtern die Notwendigkeit einer politisch schwierig durchsetzbaren Rekapitalisierung erhöhen würde.

Viele solche Fragen werden vom IWF-Bericht konstruktiv und mit Augenmaß aufgeworfen. So könnte die EZB das zurzeit relativ niedrige Volumen der unverzinslichen Mindestreserven stark aufstocken.

Eine wichtige Frage aber bleibt: Warum fällt dem IWF – und nicht der EZB selbst – die Rolle zu, die erste ernsthafte Untersuchung der Zentralbankbilanz des Euro-Raums durchzuführen? Wenn die EZB hier aktiver wäre, würde das sicherlich ihre Glaubwürdigkeit stärken.

*Die Autoren:*

***David Marsh** ist Mitbegründer und Vorsitzender des unabhängigen Thinktanks Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF).*

***Nout Wellink** ist Ökonom und ehemaliger Präsident der niederländischen Zentralbank.*