

# NIEDRIGZINSPOLITIK UND QUANTITATIVE EASING DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK (EZB) UNTER BEACHTUNG EUROPÄISCHER STAATSVerschULDUNG

Wolfgang Eibner<sup>1</sup>  
Ernst-Abbe-Hochschule Jena

## Abstract

In the article the following 2 theses are examined fact-based:

1. „Many countries have a so high public debt that a return to a higher leading interest of the European Central Bank (ECB) is not possible any more.“
2. „If it comes to a clear interest increase, heavy real-economic frictions or even the insolvency of various countries can be prevented only by a partial debt relief.“

In the analysis are shown the magnitude of the low interest rate policy and the quantitative Easing (QE) of the European Central Bank (ECB) on the one hand, and on the other hand the public debt as well as the interest to be paid on that debt resulting from higher interest rates are examined for selected member countries of the EEMU (France, Germany, Italy Spain).

As a consequence it appears that with a lasting reincrease of the level of interest rates (by increasing the leading interest rate of the ECB) and/or an end of the loan purchase programme within the scope of the QE for many states of the EWWU the ability in the debt service will not be possible any more. High budget deficits would lead to heavy economic frictions.

Summarizing for the economic and political stability of many states: An exit from low interest rate policy and QE will be only possible – if there is an ongoing lack of alternatively sustained reforms in economic and financial policy –if it comes to a sustained debt relief in the EEMU.

**Keywords:** Reasons for the recent low interest rate policy and the Quantitative Easing (QE) of the European Central Bank (ECB). Consequences of a turning away from the low interest rate policy and from the QE of the ECB for budget deficits and state indebtedness of the member countries of the EEMU.

**JEL codes:** E58, (referring also to O52, H60, G01)

## 1. Problemstellung

### 1.1. *Arbeitshypothesen*

Die folgende Untersuchung befasst sich mit den Ursachen und Perspektiven der aktuellen Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank unter zwei zentralen Fragestellungen:

---

<sup>1</sup> Prof. Dr. rer. pol. Wolfgang Eibner, FB Wirtschaftsingenieurwesen, Ernst-Abbe-Hochschule Jena, Carl-Zeiss-Promenade 2, 07745 Jena, Germany, Wolfgang.Eibner@eah-jena.de.

1. Warum hat die Europäische Zentralbank aktuell in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) eine solche Phase extrem hoher Geldmengenexpansion – sog. Quantitative Easing – sowie historisch gesehen einmalig niedrige Zinsen beschlossen und
2. wie wahrscheinlich ist ein kurzfristiges Ende dieser mit expansiver Geldpolitik verbundenen Niedrigzinspolitik, die zu negativen Habenzinsen und teilweise sogar negativen Sollzinsen führt?

Die folgende Analyse basiert auf zwei zentralen Arbeitshypothesen, die mittels umfassender Datenanalysen verifiziert werden sollen:

**These 1:** „Viele Länder haben eine so hohe Staatsverschuldung, dass eine Rückkehr zu deutlich höheren Leitzinsen nicht mehr möglich ist.“

**These 2:** „Wenn es zu einer deutlichen Zinsanhebung käme, wäre die Zahlungsunfähigkeit diverser Länder nur durch einen teilweisen Schuldenschnitt zu verhindern.“

## 1.2. Definition und Wirkungsweise des Quantitative Easing (QE)

Zu Beginn seien Begriff und Zielsetzung des Quantitative Easing definiert:

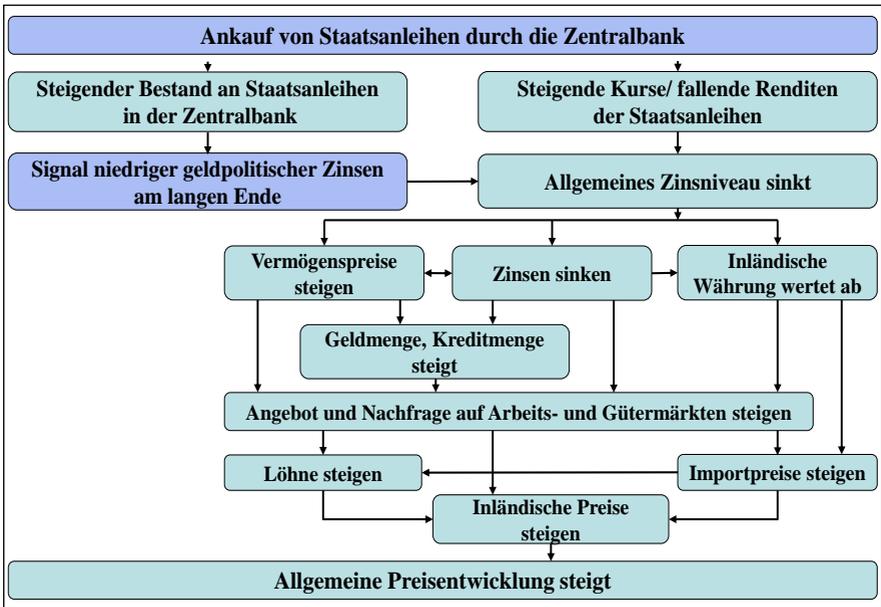
*“Quantitative Easing is an unconventional monetary policy in which a central bank purchases government securities or other securities from the market – in order to lower interest rates and increase the money supply.*

*Quantitative Easing increases the money supply by flooding financial institutions with capital in an effort to promote increased lending and liquidity.”<sup>2</sup>*

Folgende Übersicht 1 zeigt die Wirkungsweise eines solchen Quantitative Easing in Form des von der EZB praktizierten Ankaufs von europäischen Staatsanleihen auf:

---

<sup>2</sup> Investopedia.com (2017): <http://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing.asp>



Übersicht 1: Wirkungsdiagramm eines Quantitative Easing mittels Ankaufs von Staatsanleihen<sup>3</sup>

Wie Übersicht 1 kausal verdeutlicht, schafft es eine solchermaßen praktizierte Geldpolitik – zumindest theoretisch –, sowohl positive Impulse auf dem realen Markt zu setzen wie auch die – aktuell von der EZB als zu niedrig erachtete – Inflationsrate zu erhöhen, und die Währung wird tendenziell geschwächt, was der Exportwettbewerbsfähigkeit des Landes zugutekommt. (Wobei angemerkt sei, dass hieraus aktuell keine relevante Schwächung des Euro gegenüber den Währungen unserer Haupthandelspartner erfolgt, da sowohl die USA wie Japan und Großbritannien ebenso massives Quantitative Easing praktiziert haben (USA) oder noch stärker praktizieren als die EZB (Japan, Großbritannien); alle diese Währungsräume haben zudem in gleicher Weise historisch niedrige Leitzinsen.)

### 1.3. Zinspolitik und Quantitative Easing in der EWWU und in für diese relevanten Wirtschaftsräumen

Abbildung 1 gibt einen Überblick über die Entwicklung der Leitzinsen seit dem Jahre 2000:

<sup>3</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an: Deutsche Bundesbank (2016): Monatsbericht Juni 2016, S. 36

Leitzinsen EZB, FED, BoJ, BoE für die Jahre 2000 bis 2017

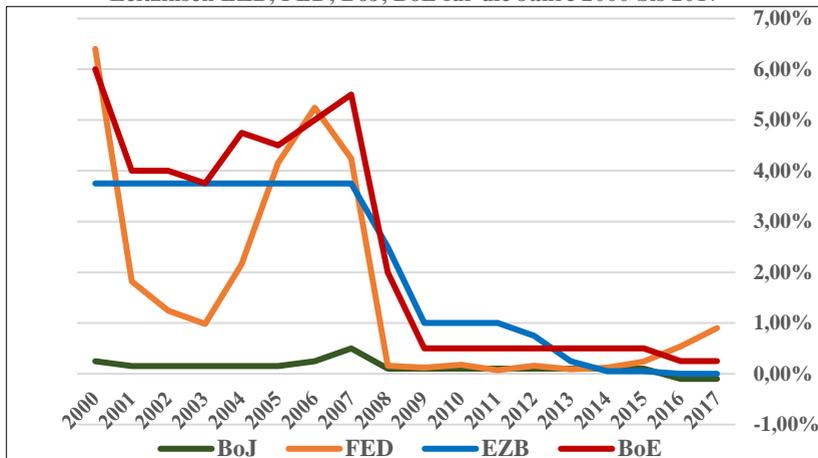


Abbildung 1: Leitzinsen in der EWWU (EZB), den USA (FED), in Japan (BoJ) und Großbritannien (BoE) im Zeitraum 2000 bis 2017<sup>4</sup>

Deutlich erkennbar in Abbildung 1 ist die alle ausgewählten weltwirtschaftlich bedeutenden Zentralbanken betreffende Leitzinssenkung im Zuge der US-Immobilien- und Finanzkrise von 2007/2008.

Mit der expansiven Geldpolitik sollte und soll die finanzkrisenbedingte Kapitalvernichtung kompensiert, die Liquidität insbesondere im Bankensystem gesichert, den Staaten ausreichend und günstig (durch die parallelen Zinssenkungen) Liquidität für als notwendig erachtete Konjunkturprogramme und Bankenrettungen zur Verfügung gestellt werden.

So soll eine drohende Deflation verhindert werden und gleichzeitig sollen auch im realen Sektor Investition und Konsum gestärkt werden.

Für den Leitzins der EZB ist (Stand September 2017) zu beachten, dass der aktuelle und in Abbildung 1 ersichtliche offizielle Leitzins von 0 % de facto als ein negativer Leitzins von -0,4 % anzusehen ist, da alle Banken, die eine im Jahresvergleich höhere Kreditvergabe nachweisen können, einen Zinsnachlass von 0,4 % erhalten, sich mithin bei einem Leitzins von 0 % ein negativer Sollzins von -0,4 % ergibt.

<sup>4</sup> EZB (2017a): [http://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html)

FED (2017): <https://fed.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>

Bank of England (2017): [www.bankofengland.co.uk/boeapps/iadb/Repo.asp](http://www.bankofengland.co.uk/boeapps/iadb/Repo.asp)

Statista (2017): <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/420102/umfrage/leitzins-der-zentralbank-von-japan/>

Übersicht 2 stellt grundlegende Informationen zu den jeweiligen QE-Programmen in diesen vier Wirtschaftsräumen zusammen. Dabei ist ersichtlich, dass in allen betrachteten Wirtschaftsgebieten der Ankauf von Staatsanleihen in absoluten Größen beachtlich ist und in Relation zum gesamten Bestand ausgegebener Staatsschuldtitel in den beiden großen Wirtschaftsräumen EWWU und USA einerseits sowie den beiden kleineren Räumen Japan und Großbritannien andererseits jeweils ähnlich ist.

<b>Quantitative Easing durch Aufkauf von Staatsanleihen</b>	
<b>EZB:</b>	Staatsanleihen in der EWWU: 8,9 Billionen Euro, davon von der Zentralbank gehalten (April 2017): <b>18 %</b>
<b>FED:</b>	Staatsanleihen: 15 Billionen US-\$ (13,1 Billionen Euro), davon von der Zentralbank gehalten (April 2017): <b>16 %</b>
<b>Bank of Japan:</b>	Staatsanleihen: 854 Trillionen Yen (6,7 Billionen Euro), davon von der Zentralbank gehalten (April 2017): <b>90 %</b>
<b>Bank of England:</b>	Staatsanleihen: 1,5 Billionen Euro, davon von der Zentralbank gehalten (April 2017): <b>85 %</b>

*Übersicht 2: Staatsanleihenkäufe als Bestandteil des Quantitative Easing in der EWWU (EZB), den USA (FED), in Japan (BoJ) und Großbritannien (BoE)<sup>5</sup>*

## **2. Die Bedeutung der Staatsverschuldung für die Notwendigkeit von Quantitative Easing und Niedrigzins**

### **2.1. Überblick über die Staatsverschuldung ausgewählter Staaten in der EWWU**

Abbildungen 2 und 3 geben einen Überblick über die relative Staatsverschuldung ausgewählter Staaten der EWWU im Vergleich zu deren BIP (Abbildung 2) und über deren absolute Staatsverschuldung unterteilt in Staatsanleihen und Kredite (i. d. R. Schuldverschreibungen).

In allen Ländern ist ein signifikanter Schuldenanstieg im Zuge der Anstrengungen zur Bewältigung der Folgen der US-Immobilien- und Finanzkrise nach 2007 zu erkennen (staatliche Ausgabenprogramme zur Bankenrettung und zur Stimulierung der Konjunktur); Estland bietet hier eine in jeder Hinsicht unproblematische Verschuldungssituation und wird insofern nur als Hommage an den Veranstalter der XXV. Internationalen Wissenschaftskonferenz in Estland mit aufgeführt.

---

<sup>5</sup> Handelsblatt (2017): [www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/anleihen/staatsanleihen-bankenverband-gegen-abschaffung-aller-privilegien/12348538.html](http://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/anleihen/staatsanleihen-bankenverband-gegen-abschaffung-aller-privilegien/12348538.html)

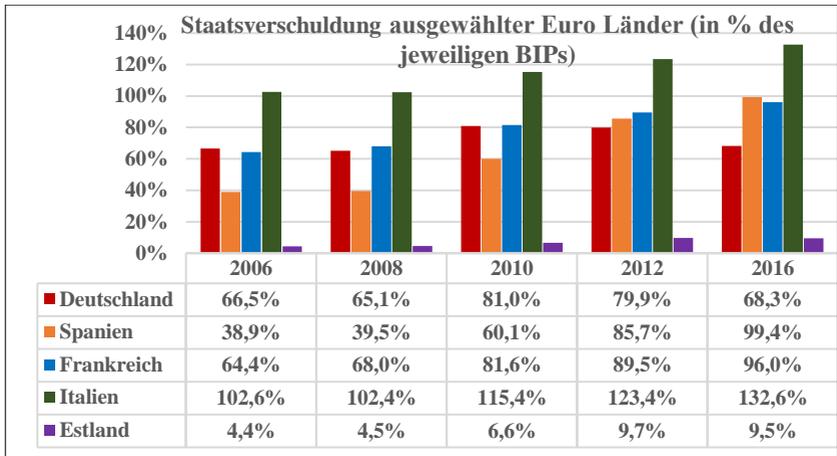


Abbildung 2: Staatsverschuldung Deutschlands, Spaniens, Frankreichs, Italiens und Estlands in Prozent des jeweiligen Bruttoinlandsprodukts zu Marktpreisen<sup>6</sup>

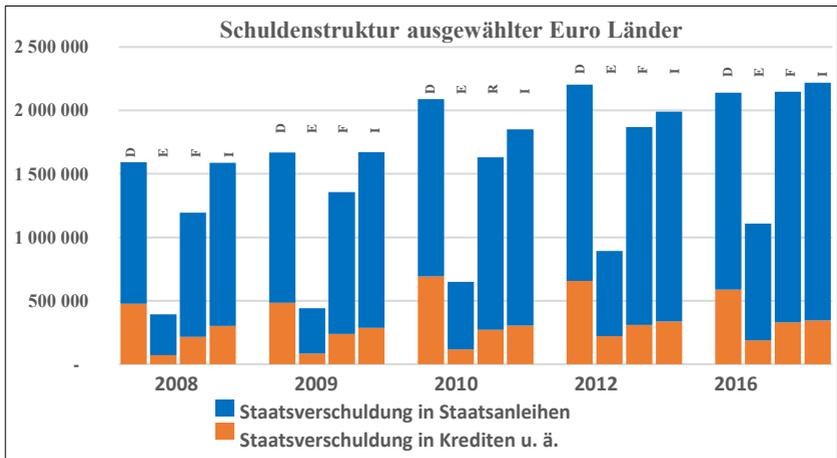


Abbildung 3: Absolute Staatsverschuldung in Mrd. Euro Deutschlands, Spaniens, Frankreichs und Italiens, dargestellt in Staatsanleihen und in sonstigen Krediten (i. d. R. Schuldverschreibungen)<sup>7</sup>

<sup>6</sup> Eigene Darstellung; Daten aus: Eurostat (2017a): [http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table &init=1&plugin=1&language=de&pcode=tipsgo11](http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=de&pcode=tipsgo11)

<sup>7</sup> Eigene Darstellung; Daten aus: Eurostat (2017a): [http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table &init=1&plugin=1&language=de&pcode=tipsgo11](http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=de&pcode=tipsgo11)

Die offensichtliche absolut wie relativ bedeutende Staatsverschuldung dieser und anderer Staaten in der EWWU (wie insbesondere auch von Belgien und Portugal) legt nahe, dass dies zu einem z. T. merklichen Zinsanstieg für Staatsanleihen aus Gründen der Risikoabsicherung der Finanzmärkte führen muss.

Um diesen Zinsanstieg zu bremsen oder gar in einen Zinsrückgang zu wandeln, sah die EZB sich in der Pflicht, über das genannte Quantitative Easing ihrerseits die Nachfrage nach Staatsschuldtiteln zu erhöhen und somit den Marktzins für Staatsanleihen in der EWWU nachhaltig zu senken.

## 2.2. Die Staatsanleihenkäufe der EZB im Rahmen des QE in der EWWU

Wie läuft nun konkret dieser Ankauf von Staatsschuldtiteln im Rahmen des QE der EZB ab? Übersicht 3 listet die aktuell relevanten vier Ankaufprogramme der EZB auf, wobei das sog. Public Sector Purchase Program das volumenmäßig mit Abstand größte darstellt, wie Abbildung 4 graphisch kumuliert und Abbildung 5 bezogen auf monatliche Käufe verdeutlichen.

<b>Asset Purchase Program (APP)</b>			
<b>CBPP3</b>	<b>ABSPP</b>	<b>PSPP</b>	<b>CSPP</b>
<b>Covered Bond Purchase Program 3</b>	<b>Asset-Backed Securities Purchase Program</b>	<b>Public Sector Purchase Program</b>	<b>Corporate Sector Purchase Program</b>
<b>Ankäufe von gedeckten Schuldverschreibungen</b>	<b>Ankäufe von forderungsbesicherten Wertpapieren</b>	<b>Ankäufe von Wertpapieren des öffentlichen Sektors, wie Staatsanleihen sowie Schuldtitel europäischer Institutionen und Agenturen</b>	<b>Ankäufe von Anleihen aus dem Unternehmenssektor</b>

Übersicht 3: Die vier Anleihen-Kauf-Programme der EZB (APP: Asset Purchase Program)<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Eigene Darstellung, Daten aus: EZB (2017b): <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> (Übersicht über APP); Deutsche Bundesbank (2017a): [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/G/gedeckte\\_schuldverschreibung.html](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/G/gedeckte_schuldverschreibung.html) (gedeckte Schuldverschreibungen); Deutsche Bundesbank (2017b): [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/F/forderungsbesichertes\\_wertpapier.html](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/F/forderungsbesichertes_wertpapier.html) (forderungsbesicherte Wertpapiere)

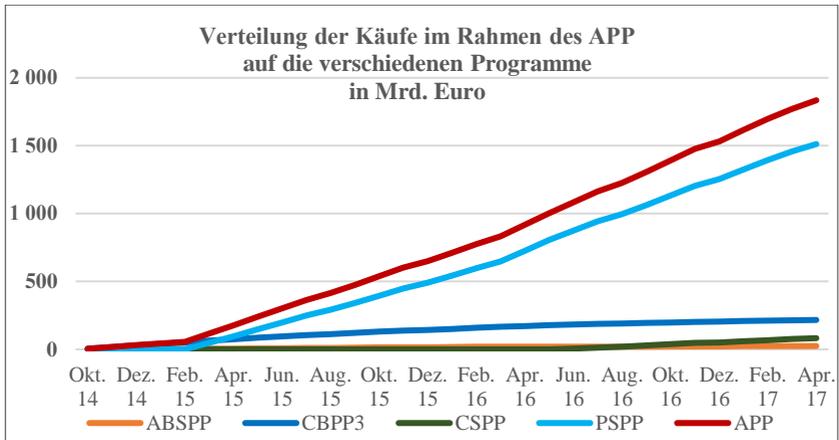


Abbildung 4: Verteilung der Käufe im Rahmen des APP auf die verschiedenen Programme in Mrd. Euro<sup>9</sup>

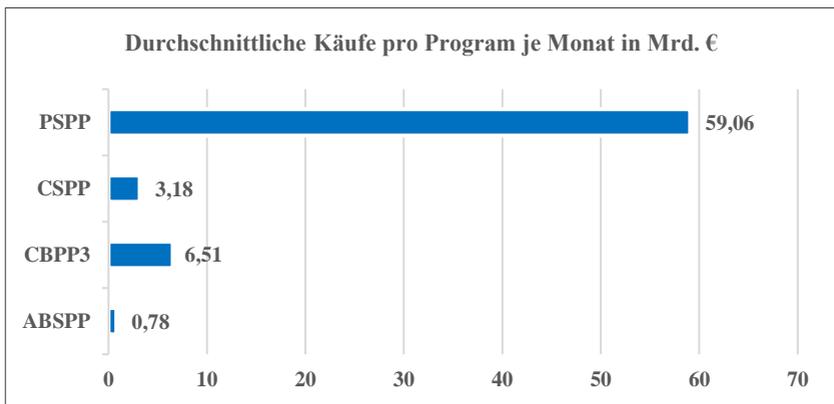


Abbildung 5: Durchschnittliche monatliche Käufe der EZB im Rahmen des APP in Mrd. Euro<sup>10</sup>

Von den in den Abbildungen 4 bis 5 genannten Volumina entfallen rund 90 % auf Staatsanleihen der EWWU-Staaten, wobei diese Käufe auf die einzelnen Länder

<sup>9</sup> Eigene Darstellung, Daten aus: EZB (2017c): [https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/APP\\_breakdown\\_history.csv?e91a5bb9b32dd65fec0acb9fd1f66eed](https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/APP_breakdown_history.csv?e91a5bb9b32dd65fec0acb9fd1f66eed)

<sup>10</sup> Eigene Darstellung, Daten aus: EZB (2017c): [https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/APP\\_breakdown\\_history.csv?e91a5bb9b32dd65fec0acb9fd1f66eed](https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/APP_breakdown_history.csv?e91a5bb9b32dd65fec0acb9fd1f66eed)

entsprechend dem Kapitalschlüssel der EZB entfallen (Anteil der Mitgliedsländer am Eigenkapital der EZB). Zudem gilt aktuell (September 2017) die Vorgabe, dass nur Staatsanleihen mit einer Mindestverzinsung von  $-0,4\%$  gekauft werden dürfen.<sup>11</sup> Ca. 10 % der Käufe entfallen auf Anleihen nachstehender sog. Supranationalen Institutionen oder Agenturen:

- Council of Europe Development Bank
- European Atomic Energy Community
- European Financial Stability Facility
- European Investment Bank
- European Stability Mechanism
- European Union
- Nordic Investment Bank

so dass sich – in Abbildung 6 – insgesamt folgende Verteilung der Käufe auf die einzelnen Staaten der EWWU inkl. dieser Supranationals ergibt:

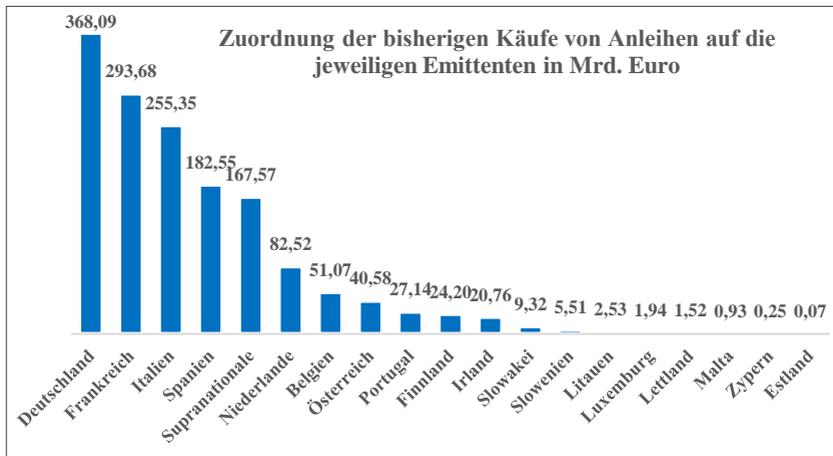


Abbildung 6: Verteilung der Käufe auf die einzelnen Staaten der EWWU inkl. der Supranationals in Mrd. Euro<sup>12</sup>

Kurz sei Griechenland angesprochen: Dieses Land fehlt in obiger Aufstellung, da Griechenland seit Februar 2015 den Anforderungen für die Zulassung zu diesen geldpolitischen Operationen nicht genügt und insofern Gelder direkt aus dem

<sup>11</sup> Verteilung der Käufe und Details zum Kapitalschlüssel: EZB (2017d): <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp-qa.en.html> ; Vorgabe der Mindestrendite von  $-0,4\%$ : EZB (2017e): <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr161208.en.html>

<sup>12</sup> Eigene Darstellung, Daten aus: EZB (2017c): [https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/APP\\_breakdown\\_history.csv?e91a5bb9b32dd65fec0acb9fd1f66eed](https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/APP_breakdown_history.csv?e91a5bb9b32dd65fec0acb9fd1f66eed)

Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) bzw. der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) bekommt.

### 3. Die EZB als Gefangene der Finanzpolitik der EWWU-Staaten

#### 3.1. *Viele Länder haben eine so hohe Staatsverschuldung, dass eine Rückkehr zu deutlich höheren Leitzinsen nicht mehr möglich ist*

Kommen wir nun nach dieser Faktensammlung zurück zur eingangs gestellten 1. Arbeitshypothese:

**These 1: „Viele Länder haben eine so hohe Staatsverschuldung, dass eine Rückkehr zu deutlich höheren Leitzinsen nicht mehr möglich ist.“**

Die bisherigen Darstellungen zeigten, dass einerseits ökonomisch bedeutende Staaten der EWWU eine sehr hohe absolute und relative Staatsverschuldung aufweisen und andererseits die EZB über das APP bzw. insbesondere über das PSPP Staatsanleihen dieser Länder in sehr relevantem Maße aufkauft, was zusätzlich zum niedrigen allgemeinen Leitzins im Speziellen auch die Verzinsung der Staatsanleihen massiv drückt: Das heißt, die Staaten der EWWU sehen sich trotz hohen Kreditbedarfs aktuell historisch niedrigen Finanzierungskosten (Sollzinsen) gegenüber.

Am Beispiel Deutschlands sei dies anhand aktueller Zahlen verdeutlicht:

- Schuldentand: 2.140,367 Mrd. Euro
- davon in Staatsanleihen: 1.553,319 Mrd. Euro
- Zinslast insgesamt: 43,372 Mrd. Euro, bei einem aktuellen durchschnittlichen Zinssatz von nur 2,02 %, wobei dieser Zinssatz nur deshalb (noch) so hoch liegt, weil laufzeitbedingt noch nicht alle deutschen Staatsschulden auf das aktuell niedrige Zinsniveau umgeschuldet werden konnten
- davon jährliche Zinslast nur auf Staatsanleihen: 31,476 Mrd. Euro.<sup>13</sup>

Setzen wir nun die Einnahmen des deutschen Gesamtstaates von 1.411 Mrd. Euro seinen Gesamtausgaben (inkl. Zinszahlungen) von 1.387 Mrd. Euro gegenüber, so ergibt sich aktuell (Ende 2016) ein Staatsbudgetüberschuss von 24 Mrd. Euro.<sup>14</sup>

Was aber geschieht, wenn das aktuelle Zinsniveau – das abgestuft aufgrund insbesondere des EU-weiten PSPP ja für die Staatsanleihen aller EWWU-Staaten abgesenkt werden konnte – wieder steigt, weil z. B. die EZB ihr Quantitative Easing mittels Ankauf von Staatsanleihen wieder deutlich zurückfährt und/oder den Leitzins wieder in „normale“ Werte anhebt?

Abbildung 7 vergleicht die sich analog obiger Berechnung ergebenden Staatsbudgetsalden von Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien bei alternativen Zinssätzen

a) des aktuellen Niveaus,

---

<sup>13</sup> Zinszahlungen Deutschland: Eurostat (2017b): <http://ec.europa.eu/eurostat/de/data/database> Code: gov\_10a\_main

<sup>14</sup> Eurostat (2017b): <http://ec.europa.eu/eurostat/de/data/database> Code: gov\_10a\_main

- b) eines sich auf 4 % erhöhenden Zinses (das war der durchschnittliche Zins auf Staatsanleihen vor Ausbruch der US-Immobilien- und Finanzkrise 2007/2008),
- c) eines sich auf 8 % erhöhenden Zinses (der z. B. dem Zinssatz auf deutsche Staatsanleihen Mitte der 90er Jahre entsprach; einer Zeit, in der das entsprechende Zinsniveau in südeuropäischen Staaten teilweise sogar 2-stellig war).

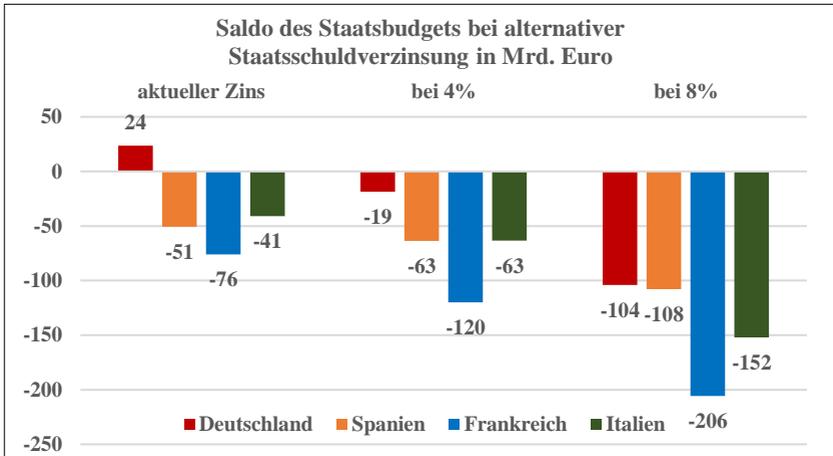


Abbildung 7: Saldo des Staatsbudgets Deutschlands, Spaniens, Frankreichs und Italiens bei alternativen Zinssätzen auf die jeweilige Staatsverschuldung<sup>15</sup>

Damit ist offensichtlich, dass ein Anstieg des Zinsniveaus – sei es infolge eines Endes des Quantitative Easing der EZB oder einer deutlichen Leitzinserhöhung – das Staatsbudget aller Staaten der EWWU massiv belasten und die Staatsdefizite stark erhöhen würde.

Genau deshalb hält die EZB vorerst an ihrer Politik des billigen Geldes fest: Ein Ausstieg aus dem QE und eine nachhaltige Leitzinserhöhung sind ohne begleitende Reformen der EWWU-Staaten zur nachhaltigen Budgetsanierung aufgrund der in Abbildung 10 zu erkennenden Konsequenzen fiskalpolitisch betrachtet nicht möglich – und, da die notwendigen Reformen aktuell nicht erkennbar sind, auch nicht zu erwarten.

<sup>15</sup> Eigene Darstellung, Daten aus: Eurostat (2017b): <http://ec.europa.eu/eurostat/de/data/database> Code: gov\_10a\_main

**3.2. Wenn es zu einer deutlichen Zinsanhebung käme, wäre die Zahlungsfähigkeit diverser Länder nur durch einen teilweisen Schuldenschnitt zu verhindern**

Abbildung 8 bestätigt bzw. verschärft die Erkenntnis aus Abbildung 7 noch dadurch, dass gezeigt werden kann, wie stark sich die Zinslast bei den alternativen Zinserhöhungen vom jeweils aktuellen Niveau auf 4 % oder 8 % als Anteil an den gesamten Staatseinnahmen erhöht. Bei dieser Betrachtung sollte zudem nicht vergessen werden, dass historisch gesehen ein Zinsniveau von 8 % für Staatsanleihen in Europa keineswegs als sonderlich hoch anzusehen ist.

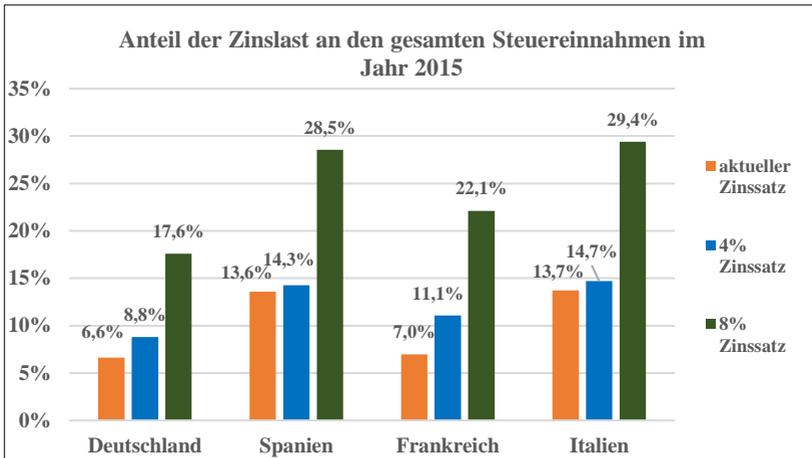


Abbildung 8: Anteil der Zinslast an den gesamten jährlichen Steuereinnahmen Deutschlands, Spaniens, Frankreichs und Italiens bei alternativen Zinssätzen auf die jeweilige Staatsverschuldung<sup>16</sup>

Aus Abbildung 8 ist zu erkennen, dass ein nachhaltiger Zinsanstieg zu einer teilweise extremen Belastung der Staatshaushalte mit damit verbundenen Erfordernissen deutlicher Ausgabenkürzungen führen würde.

Eine solche Entwicklung ist nicht nur aus ökonomischen, konjunkturellen und möglicherweise auch wachstumspolitischen Gründen als sehr problematisch bzw. kontraproduktiv anzusehen, sondern würde auch zu gesellschaftlichen, sozialen und politischen Verwerfungen führen, wie sie z. B. in Griechenland, Polen und Ungarn mit der Wahl populistischer Parteien schon eingetreten sind und wie sie in Frankreich, Italien und vielen anderen Ländern der EWWU bei sich deutlich verschlechternder Budgetsituation des Staates keineswegs ausgeschlossen werden können.

<sup>16</sup> Eigene Darstellung, Daten aus: Eurostat (2017b): <http://ec.europa.eu/eurostat/de/data/database> Code: gov\_10a\_main

Will die EZB insofern – wie von vielen Ökonomen gefordert wird – das QE einstellen und den Leitzins wieder nachhaltig erhöhen, ist dies nur in Verbindung mit einer deutlichen Reduzierung der Staatsschuldverbindlichkeiten möglich: Zumindest dann, wenn weiterhin in der EWWU keine nachhaltigen fiskalpolitischen Reformen ergriffen werden – wobei dieser Reformbedarf im Rahmen der Themenstellung dieses Vortrages nicht näher erörtert werden kann.

**Eine dauerhafte Tragfähigkeit der bestehenden Staatsverschuldung ohne (!) nachhaltige Reformen in den verschiedensten Bereichen der Finanz- und Wirtschaftspolitik** ist nur über **zwei Stellschrauben** möglich:

- Sicherstellung dauerhaft niedriger Zinsen oder
- nachhaltige Verringerung des Schuldenstandes.

Verschärft wird das Szenario, über Staatsschuldfundierung nachzudenken, noch aus einem weiteren Grund:

Der EZB wird über kurz oder lang ihre „Munition“ zur Durchführung des Quantitative Easing ausgehen.

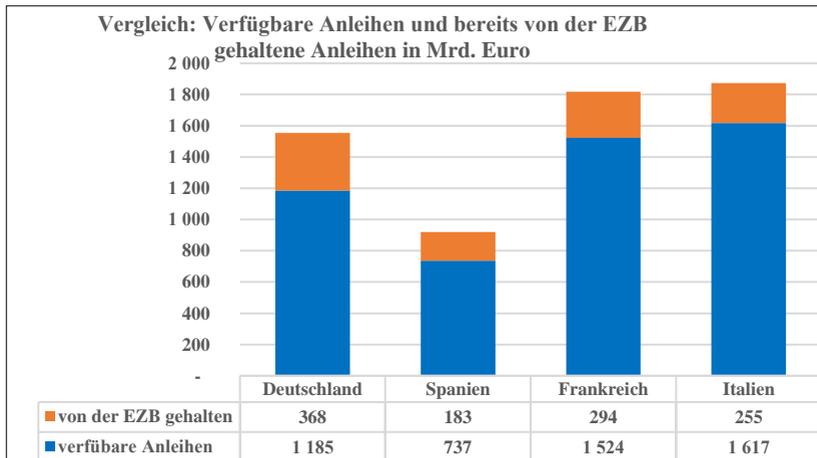


Abbildung 9: Anteil der sich aktuell schon im Portfolio der EZB befindenden Staatsanleihen Deutschlands, Spaniens, Frankreichs und Italiens<sup>17</sup>

Abbildung 9 zeigt auf, wie viel Prozent der gesamten Staatsanleihen der bisher beispielhaft betrachteten Staaten Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien aktuell (Mitte 2017) bereits von der EZB gehalten werden.

<sup>17</sup> Eigene Darstellung, Daten aus: EZB (2017c): [https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/APP\\_breakdown\\_history.csv?e91a5bb9b32dd65fec0acb9fd1f66eed](https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/APP_breakdown_history.csv?e91a5bb9b32dd65fec0acb9fd1f66eed)

In nur einem Jahr wird dieser Anteil ceteris paribus für Deutschland auf 35 % steigen, für Spanien auf 29 %, und für Frankreich sowie Italien werden 24 % bzw. 20 % aller ihrer Staatsanleihen im Besitz der EZB sein.<sup>18</sup>

Abbildung 10 zeigt abschließend auf, in wie vielen Monaten die EZB ceteris paribus jeweils 50 % der insgesamt verfügbaren Staatsanleihen aufgekauft haben wird: Zuletzt wird dies im Rahmen der betrachteten Staaten in Italien der Fall sein, aber auch das wird nur noch 5 Jahre dauern.

Mit diesen Ausführungen wird sehr deutlich, dass ein Ende des QE, sei es nun aktiv von der EZB eingeleitet oder ergäbe es sich passiv infolge eines Mangels an verfügbaren Staatsanleihen der EWWU-Länder, zu einem deutlichen Zinsanstieg im Anleihensektor und damit zu ökonomischen Friktionen führen wird.

Will die EZB diese (möglicherweise massiven) ökonomischen Friktionen verhindern – in einem Szenario, in dem die staatliche Wirtschafts- und Finanzpolitik keine alternativen Wege aus der Staatsverschuldung aufzeigt –, gibt es zu einer Weiterführung des Quantitative Easing und dauerhafter Niedrigzinspolitik keine Alternative – außer einem massiven Schuldenschnitt.

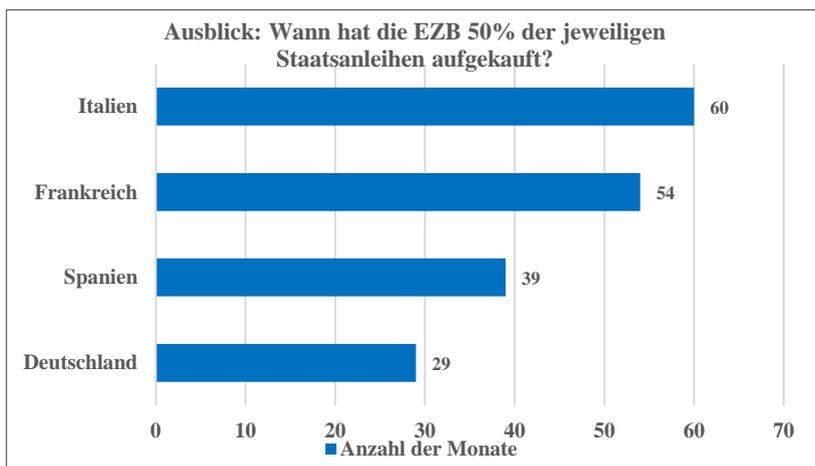


Abbildung 10: Anzahl der Monate, bis die EZB jeweils 50 % der nationalen Staatsanleihen in ihrem Portfolio hat<sup>19</sup>

<sup>18</sup> Eigene Berechnungen auf Basis der Daten aus: EZB (2017c): [https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/APP\\_breakdown\\_history.csv?e91a5bb9b32dd65fec0acb9fd1f66eed](https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/APP_breakdown_history.csv?e91a5bb9b32dd65fec0acb9fd1f66eed)

<sup>19</sup> Eigene Berechnungen auf Basis der Daten aus: EZB (2017c): [https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/APP\\_breakdown\\_history.csv?e91a5bb9b32dd65fec0acb9fd1f66eed](https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/APP_breakdown_history.csv?e91a5bb9b32dd65fec0acb9fd1f66eed)

Angemerkt sei, dass ein solch hoher Bestand von Staatsanleihen aller EWWU-Staaten im Portfolio der EZB (anteilig gekauft entsprechend des Anteils der Staaten am Eigenkapital der EZB) eine selten günstige Gelegenheit dafür bietet, diese Staatsanleihen im Rahmen eines Schuldenschnittes oder einer sog. Staatsschuldfundierung zu wandeln in sehr niedrig verzinsliche Staatsanleihen mit einer sehr langen Laufzeit von z. B. 30, 50 oder gar 100 Jahren.

Da diese zu wandelnden Staatsanleihen im Besitz der EZB sind, wären Auswirkungen auf die Realwirtschaft nicht zu erwarten. Auch diese Überlegung kann im Rahmen dieses Vortrages allerdings nicht näher vertieft werden und ist einer eigenen Analyse vorbehalten.

## **Fazit**

- Quantitative Easing (QE) ist zum einen ein geldpolitisches Instrument, um deflationäre Entwicklungen infolge von Wirtschaftskrisen (wie z. B. der US-Immobilien- und Finanzkrise) in der Realwirtschaft zu bekämpfen, und
- QE ist zum anderen ein geldpolitisches Instrument, um die Inflationsrate in der Volkswirtschaft zu erhöhen – und damit zugleich inflationär Altschulden der EWWU-Staaten entwerten zu können (Entschuldung).
- Die Niedrigzinspolitik der EZB dient primär denselben Zwecken wie das QE und entlastet zudem direkt das Staatsbudget der einzelnen EWWU-Staaten durch eine Senkung der Zinszahlungen auf die Staatsverschuldung.
- Quantitative Easing und Niedrigzinspolitik werden durch die EZB weitergeführt werden müssen, um das Staatsbudget hochverschuldeter Staaten trotz steigender Verschuldung durch zinssatzbedingte Zinskostensenkungen zu entlasten und um weiterhin ausreichend neue günstige Liquidität für die Staatsverschuldung bereitzustellen.
- Wird das Quantitative Easing aktiv durch die EZB eingestellt oder ist es nicht weiterführbar, weil zunehmend ein größerer Teil der Staatsanleihen sich schon im Portfolio der EZB befindet, und wird die aktuelle Niedrigzinspolitik seitens der EZB aufgegeben, wird eine Staatsschuldfundierung in der EWWU unvermeidbar – sofern nicht die Staaten über eine Reform ihrer Wirtschafts- und Finanzpolitik das Problem der Staatsverschuldung in den Griff bekommen.
- Sofern Letzteres nicht erfolgt – und aktuell ist dies weder zu erwarten noch gar kurzfristig wirkend möglich –, ist ein kompletter Ausstieg der EZB aus dem QE und aus der Politik extrem niedrigen Leitzinses nicht möglich, ohne tiefgreifende realwirtschaftliche Friktionen auszulösen.
- Die aktuelle Situation, dass die EZB einen relevanten Anteil der Staatsanleihen aller EWWU-Staaten gleich verteilt von allen Staaten gemäß EZB-Kapital-schlüssel hält, ist eine selten günstige Gelegenheit, über eine Staatsschuld-fundierung in der EWWU dergestalt nachzudenken, dass diese Staatsanleihen ohne Auswirkungen auf den realen Sektor und auf Geschäftsbanken gewandelt

werden könnten (z. B. in Analogie zu Bradley-, Brady- oder auch Herrhausen-Plan im Rahmen u. a. der Staatsschuldenkrise Mexikos Ende der 1980er Jahre<sup>20</sup>). Dabei könnte eine Wandlung von Altanleihen in neue, langlaufende Anleihen (z. B. über 50 oder gar 100 Jahre) erfolgen, die sehr niedrig zu verzinsen wären und deren Rückzahlung dann am Laufzeitende aufgrund der (oben bereits erwähnten) bis dahin eingetretenen inflationsbedingten Geldentwertung ohne große Auswirkungen auf das Staatsbudget erfolgen kann.

Eine weitere Ausführung dieses Gedankens allerdings wäre Aufgabe eigener Studien, die den Rahmen der Fragestellung dieses Artikels sprengen würden.

- *Nach einer solchen Wandlung* der Staatsanleihen wäre dann problemlos eine Rückkehr zu traditioneller Geldpolitik mit positiven Soll- und Habenzinsen möglich und zu einer vollen geldpolitischen Autonomie der EZB, die dann nicht mehr eine Gefangene der Politik in dem Sinne wäre, mit extrem lockerer Geldpolitik die immer weiter steigende Staatsverschuldung der Staaten in der EWWU im realen wie monetären Sektor absichern zu müssen.

#### **Quellenverzeichnis** (letzter Zugriff auf die Internetquellen jeweils 26.6.2017):

1. **Bank of England** (2017):  
[www.bankofengland.co.uk/boeapps/iadb/Repo.asp](http://www.bankofengland.co.uk/boeapps/iadb/Repo.asp)
2. **Deutsche Bundesbank** (2016):  
Monatsbericht Juni 2016, S. 36
3. **Deutsche Bundesbank** (2017a):  
[https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/G/gedeckte\\_schuldverschreibung.html](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/G/gedeckte_schuldverschreibung.html)
4. **Deutsche Bundesbank** (2017b):  
[https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/F/forderungsbesichertes\\_wertpapier.html](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/F/forderungsbesichertes_wertpapier.html)
5. **Eibner, Wolfgang** (1991):  
Grenzen internationaler Verschuldung der Dritten Welt. Restriktionen über Protektionismus, Welthandelsregionalisierung, abnehmende Nettofinanzströme und immanente Wachstumsschwäche: Die ökonomische Begründung des "Debt-relief", München 1991
6. **Eurostat** (2017a):  
<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=de&pcode=tipsg011>
7. **Eurostat** (2017b):  
<http://ec.europa.eu/eurostat/de/data/database> Code: gov\_10a\_main

---

<sup>20</sup> Vgl. Eibner, Wolfgang (1991): Grenzen internationaler Verschuldung der Dritten Welt. Restriktionen über Protektionismus, Welthandelsregionalisierung, abnehmende Nettofinanzströme und immanente Wachstumsschwäche: Die ökonomische Begründung des "Debt-relief", München 1991, S. 402 ff. (Bradley Plan), S. 412 ff. (Brady Plan, Herrhausen Plan), S. 419 ff. (Mexiko-Swap von 1988)

8. **EZB** (2017a):  
[http://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html)
9. **EZB** (2017b):  
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>
10. **EZB** (2017c):  
[https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/APP\\_breakdown\\_history.csv?e91a5bb9b32dd65fec0acb9fd1f66eed](https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/APP_breakdown_history.csv?e91a5bb9b32dd65fec0acb9fd1f66eed)
11. **EZB** (2017d):  
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp-qa.en.html>
12. **EZB** (2017e):  
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr161208.en.html>
13. **FED** (2017):  
<https://fed.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>
14. **Handelsblatt** (2017):  
[www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/anleihen/staatsanleihen-bankenverband-gegen-abschaffung-aller-privilegien/12348538.html](http://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/anleihen/staatsanleihen-bankenverband-gegen-abschaffung-aller-privilegien/12348538.html)
15. **Investopedia.com** (2017):  
<http://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing.asp>
16. **Statista** (2017):  
<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/420102/umfrage/leitzins-der-zentralbank-von-japan/>