



Dr. Daniel Hartmann
Chefvolkswirt

Kommentar

TPI: Mehr Bürde als Befreiungsschlag

25. Juli 2022

www.bantleon.com

Die EZB hat in der vergangenen Woche zum einen mit einer kräftigen Leitzinserhöhung aufhorchen lassen. Zum anderen präsentierte sie aber auch überraschend detailliert ihr neues Antifragmentierungsinstrument – die Notenbank nennt es Transmission Protection Instrument (TPI). Mit ihm sollen »ungerechtfertigte« und »ungeordnete« Marktbewegungen verhindert werden, die eine »ernste Bedrohung« für den geldpolitischen Transmissionsprozess darstellen. Ist ihr damit der grosse Wurf gelungen? Für die meisten steht bei der Bewertung von TPI im Fokus, ob es ein effizienter Schutzschirm gegen die Ausweitung von Risikoprämien ist. Nicht ausser Acht gelassen werden darf aber gleichzeitig die Vereinbarkeit mit den EU-Verträgen.

Im Sinne der Effizienz werden es viele begrüßen, dass das Programmvolumen ex ante unbegrenzt ist. Von einem Land, das grundlosen Spekulationen ausgesetzt ist, können also unlimitiert Staatsanleihen gekauft werden. Das Laufzeitspektrum ist mit 1 bis 10 Jahren recht breit angesetzt. Die EZB behält sich überdies vor, gegebenenfalls auch Unternehmensanleihen des betroffenen Staates zu kaufen.

Darüber hinaus sind die Bedingungen zur Aktivierung des TPI eher lasch. Damit einem Land geholfen werden kann, muss es vier Kriterien erfüllen – an vorderster Stelle steht eine solide Fiskal- und Makropolitik. Bei der Bewertung wird vor allem auf das Urteil der EU-Kommission abgestellt, die in der Vergangenheit kein allzu scharfer Richter in diesen Fragen war. Christine Lagarde hat denn auch betont, dass derzeit alle Länder teilnahmeberechtigt wären – selbst Griechenland weist offenbar nachhaltige Staatsfinanzen auf. Es bleibt somit zunächst festzuhalten, dass TPI grossvolumig angelegt ist und die Hürden, um es in Gang zu setzen, relativ niedrig sind.

Unklar ist allerdings, wie der Entscheidungsprozess abläuft. Muss zur Aktivierung des TPI der EZB-Rat zusammentreten? Ist ein einstimmiger Beschluss notwendig? Und hier beginnen die Probleme. Bundesbankpräsident Joachim Nagel hat bereits angemerkt, dass es in Echtzeit nahezu unmöglich ist, festzustellen, ob eine Spreadausweitung fundamental gerechtfertigt ist. Ist ein Risikoaufschlag von 250 Bp gegenüber deutschen Bundesanleihen unangemessen, wenn die Staatsverschuldung bei 150% des BIP liegt? Die Meinungen darüber dürften im EZB-Rat weit auseinandergehen.

Damit ist auch bereits die ordnungspolitische Problematik angesprochen. Sollte TPI sehr schnell aktiviert werden, nimmt die EZB den Ländern jeglichen Anreiz, eine solide Finanzpolitik umzusetzen. Die Regierungen werden sich darauf verlassen, dass am Ende die EZB zur Hilfe eilt.

Die erste Nagelprobe für das TPI wird aller Voraussicht nach nicht lange auf sich warten lassen. In Italien finden im September Neuwahlen statt. Wenn sich dabei keine klaren Mehrheiten ergeben, wird es eine Weile dauern, bis Italien einen ordentlichen Haushalt für 2023 verabschiedet. Auch viele Reformen, auf die sich Italien mit der EU-Kommission geeinigt hat, um Auszahlungen aus dem Wiederaufbaufonds zu erhalten, könnten ins Stocken geraten. Wenn sich dann die italienischen Spreads ausweiten, dürfte die Entscheidung schwerfallen, ob TPI zugunsten von Italien aktiviert werden darf. Greift die EZB ein, wäre das der erste Sündenfall. Entscheidet sie sich dagegen, wird man ihr schwere Vorwürfe machen.

Vieles spricht somit dafür, dass TPI nicht der ganz grosse Wurf ist. Der grundsätzliche Konflikt innerhalb der Währungsunion bleibt bestehen. Der Anreiz für eine solide Fiskalpolitik ist mithin nur gewahrt, wenn Hilfen der EZB an strikte Bedingungen geknüpft sind. Das macht aber jedes Instrument schwerfällig.

Rechtlicher Hinweis

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Weitergabe, Verbreitung oder Vervielfältigung des vorliegenden Dokuments sowie die Verwendung oder Übernahme von Inhalten aus dem Dokument – ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form – ist ohne vorherige Zustimmung der BANTLEON AG nicht gestattet.