

WUNSCHZETTEL FÜR DIE EZB

Die Nervosität auf den Finanzmärkten wächst, ebenso die Erwartungen an die Europäische Zentralbank. Sie erwägt, die Staatsanleiherenditen von Krisenländern mit Käufen zu begrenzen. Die Idee hat viele Fans. Die Kritiker sitzen vor allem in Deutschland

An der Schwelle

Die Idee, für Staatsanleihen von Krisenländern Zinsobergrenzen einzuziehen, klingt überzeugend. Doch der Teufel steckt im Detail

André Kühnlenz, Frankfurt

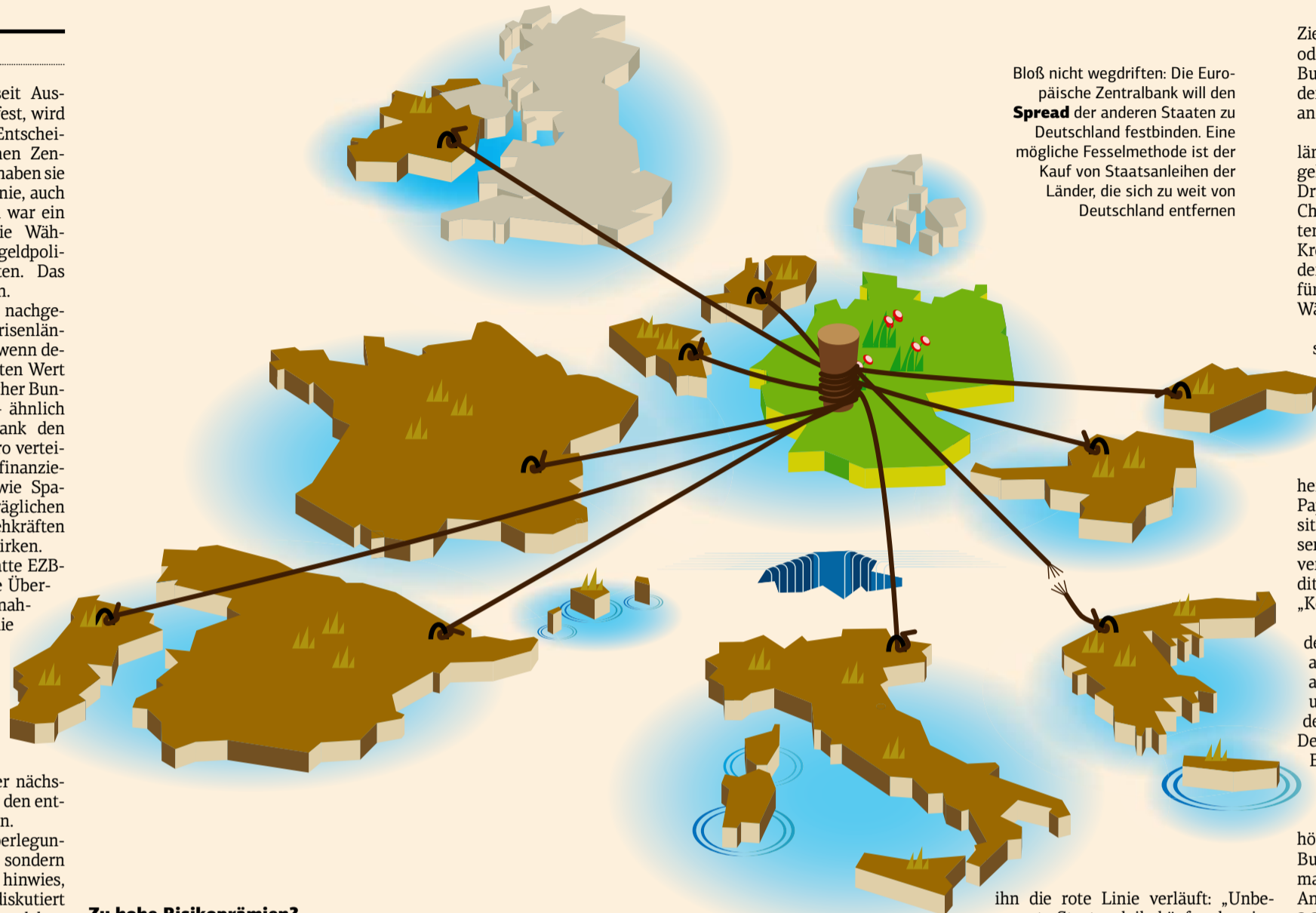
Langweilig, so viel steht seit Ausbruch der Finanzkrise 2008 fest, wird es nicht werden für die Entscheidungsträger der Europäischen Zentralbank (EZB). Den Leitzins haben sie bereits so stark gesenkt wie nie, auch der Kauf von Staatsanleihen war ein Tabubruch. Jetzt stehen die Währungshüter abermals davor, geldpolitisches Neuland zu betreten. Das Reizwort heißt Zinsschwellen.

In der EZB wird darüber nachgedacht, Staatsanleihen von Krisenländern immer dann zu kaufen, wenn deren Renditen einen bestimmten Wert im Vergleich zu denen deutscher Bundesanleihen überschreiten – ähnlich wie die Schweizer Notenbank den Kurs von 1,20 Franken je Euro verteidigt. Damit würde sie die Refinanzierungskosten von Ländern wie Spanien und Italien in einem erträglichen Rahmen halten und den Fliehkräften in der Euro-Zone entgegenwirken.

Bereits Anfang August hatte EZB-Chef Mario Draghi derartige Überlegungen angedeutet, Maßnahmen der Notenbank aber an die Bedingung geknüpft, dass die Regierung eines hilfsbedürftigen Landes einen Rettungsantrag stellt, der mit entsprechenden Reform- und Sparvorgaben verknüpft ist. Nun könnte der Zentralbankrat auf seiner nächsten Sitzung am 6. September den entsprechenden Beschluss fassen.

Sollte die EZB – die die Überlegungen mitnichten dementierte, sondern am Montag lediglich darauf hinwies, darüber im Rat noch nicht diskutiert zu haben – tatsächlich einen solchen Entschluss mit der Mehrheit der Ratsmitglieder fassen, ist klar, dass sie dafür in Deutschland keine Anhänger finden wird. „Rein abstrakt gesprochen ist ein solches Instrument sehr problembelastet“, sagte der Sprecher von Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble am Montag in Berlin.

Die Bundesbank gab keinen Kommentar ab. Ihrem Selbstverständnis als Gralshüterin der harten geldpolitischen Lehre nach wird sie jedoch dagegen stimmen, alles andere käme ei-



Bloß nicht wegdriften: Die Europäische Zentralbank will den Spread der anderen Staaten zu Deutschland festbinden. Eine mögliche Fesselmethode ist der Kauf von Staatsanleihen der Länder, die sich zu weit von Deutschland entfernen

Ziel für die Rendite der Krisenpapiere oder eines für deren Zinsaufschlag zu Bundesanleihen. „Oder aber, sie zeigt den Märkten durch Interventionen, an welches Zinsniveau sie denkt.“

Das den Währungshütern schon länger Zinsschwellen vorschweben, geht aus verschiedenen Äußerungen Draghis hervor. So vertritt der EZB-Chef offen die Ansicht, dass die Renditen mancher Länder nicht nur deren Kreditwürdigkeit widerspiegeln, sondern auch eine Art Risikoprämie dafür, dass Krisenstaaten zu ihren alten Währungen zurückkehren könnten.

Mit anderen Worten: Der Zinsaufschlag zeige, dass sich der Besitzer einer Staatsanleihe für den Fall wappnet, dass Lira, Peseta oder Drachme wieder eingeführt werden. Wäre das der Fall, würden die neuen alten Währungen stark abwerten und die Anleiherenditen explodieren. Die Kurse der Papiere würden sinken und deren Besitzer herbe Verluste hinnehmen müssen. Um dieses Risiko einzugehen, verlangen sie heute bereits einen Renditeaufschlag – Draghi nennt sie die „Konvertibilitätsprämie“.

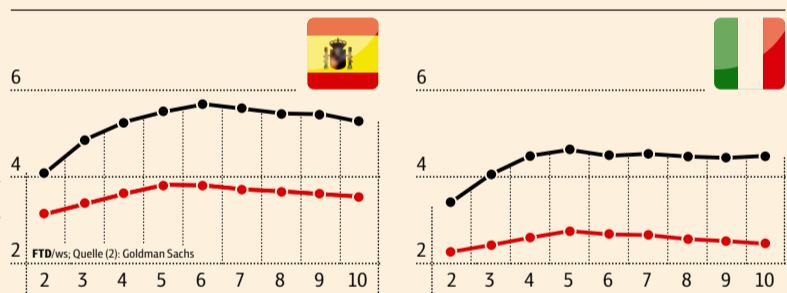
Umstritten ist freilich, wie groß der Anteil der Risikoprämie im Zinsaufschlag ist und wie groß der, der allein auf die Bonität zurückgeht – und wie groß der Abstand zu Bundesanleihen generell sein sollte. Paul De Grauwe von der London School of Economics hat einen Aufschlag von drei Prozentpunkten ins Spiel gebracht, mit dem die Renditen italienischer und spanischer Anleihen höchstens über denen zehnjähriger Bundesanleihen liegen dürfen. Goldman Sachs schätzt, dass zweijährige Anleihen aus Italien nur um 2,0 bis 2,25 Prozentpunkte höher rentieren sollten, bei spanischen Papieren seien allenfalls 3,0 bis 3,25 Prozentpunkte gerechtfertigt.

Den korrekten Zinsabstand zu deutschen Anleihen zu bestimmen dürfte denn auch das größte Hindernis sein, Zinsschwellen einzuführen. Sicher ist nur eines: Langweilig wird es vorerst nicht werden im Frankfurter Eurotower, dem Sitz der EZB.

Draghi wirkt: Seite 16
Kommentare: Seite 20, 21

Zu hohe Risikoprämien?

Geschätzte Zinsdifferenzen gegenüber 2- bis 10-jährigen Bundesanleihen in Prozentpunkten. Stand: 15.8.2012



ner 180-Grad-Wende gleich. Gleichwohl haben die Notenbanker Spielraum, der es ihnen ermöglicht, gesichtswahrende Kompromisse einzugehen. So macht die Bundesbank einen feinen Unterschied in der Frage, ob die EZB ihr Mandat nur ausdehnt oder verletzt. Ersteres wäre gerade noch tolerabel, letzteres in rechtlicher und politischer Hinsicht weitaus problematischer.

Bundesbankchef Jens Weidmann hat bereits im Juli klargestellt, wo für

ihn die rote Linie verläuft: „Unbegrenzte Staatsanleihekäufe oder eine Zentralbankfinanzierung der Rettungsschirme dehnen nicht bloß das Mandat der Notenbanken, sie sind mit ihm unvereinbar. Denn sie würden mit dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung kollidieren.“

So müssen die Währungshüter bis zum 6. September einen Weg aus dem Nadelöhr finden. Jacques Cailloux, Europa-Chefvolkswirt der japanischen Bank Nomura, sieht drei Wege, zwei direkte und einen indirekten: Entweder nennt die EZB ein explizites

Welche Optionen die EZB noch hat

Die Zentralbank überlegt, beim Kauf von Staatsanleihen der Krisenländer neue Wege zu gehen

Die Europäische Zentralbank (EZB) prüft, wie sie die Zinslast schuldengeplagter Euro-Länder durch weitere Staatsanleihekäufe reduzieren kann. Bislang stehen in ihren Büchern Anleihen aus Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien im Wert von mehr als 200 Mrd. Euro.

EZB-Präsident Mario Draghi ist im schlimmsten Fall bereit, noch weit größere Summen in die Hand zu nehmen, wenn es darum geht, dem Euro das Überleben zu sichern. Seine Bedingung: das hilfsbedürftige Land muss zuvor unter den von EU und Internationalem Währungsfonds aufgespannten Rettungsschirm schlüpfen.

Genau hier liegt der Haken: Sollte das Bundesverfassungsgericht am 12. September Deutschlands Beteiligung am Schirm als verfassungswidrig einstufen, wären wohl alle Szenarien Makulatur. Fest steht nur, dass der EZB-Rat sich bei seiner Sitzung am 6. September mit den Optionen für die zweite Auflage des Anleihekaufprogramms befassen wird. Dass es dann schon zu wirklich weitreichenden Entscheidungen kommt, ist angesichts des Terminplans aber kaum zu erwarten

> Das Draghi-Modell Der Italiener hat angeboten, dass die EZB Anleihen schuldengeplagter Länder am Sekundärmarkt aufkauft, sofern sie unter

den permanenten Rettungsschirm ESM schlüpfen. Untersteht ein Land dem ESM, kann dieser Staatsanleihen direkt am Primärmarkt kaufen, was der EZB verboten ist. Sie könnte den ESM mit Sekundärmarktkäufen unterstützen. Offen ist, welchen Gläubigerstatus die EZB bei den von ihr erworbenen Bonds hat, sollte es später zu einer Umschuldung kommen. Der Umschuldung Griechenlands hatte sich die EZB entzogen und damit private Investoren verärgert.

> Das Renditemodell Nach dieser an das Draghi-Modell angelehnten Variante könnte die EZB vorab Zinsschwellen für Anleihekäufe festlegen – ein Automatismus, der bei einer gewissen Höhe eines Risikoaufschlags für Staatsanleihen bestimmter Länder greift. Falls sie diese Zinsschwelle bekannt gibt, würde sie sich wohl selbst ein zu enges Korsett verpassen, an Flexibilität einbüßen und berechnen werden. Mehr Spielraum hätte sie, falls sie sich nur intern beraten und das Ziel nicht bekannt geben würde. Somit könnten die Märkte diese Grenze auch nicht antesten. Experten verweisen daher darauf, dass ein Bekenntnis Draghis zur Bereitschaft zu unbegrenzten Käufen weit effektiver sein dürfte. Bereits mit der Androhung der geballten Feuerkraft der EZB würde der Spekulation der Boden ent-

zogen. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) exerziert mit der Festlegung auf ein Wechselkursziel des Franken zum Euro vor, wie die bloße Ankündigung einer Intervention Spekulanten in Schach halten kann.

Sollten es die Märkte jedoch darauf ankommen lassen und gegen die Zentralbank spekulieren, müsste die EZB notfalls sehr tief in die Tasche greifen, um die Lage der Schuldenländer an den Kapitalmärkten zu stabilisieren. So könnten Inflationsrisiken heraufbeschworen werden. Denn bei höheren Kaufsummen dürfte es der EZB zunehmend schwerfallen, diese Gelder wieder abzuschöpfen.

> Das „Alles bleibt beim Alten“-Modell Kaum denkbar scheint, dass das neue Anleihekaufprogramm keine neuen Elemente enthält. Zu groß wäre wohl die Enttäuschung der Investoren. Zudem waren die bisherigen Anleihekäufe der EZB weitgehend wirkungslos, was sich auch daran ablesen lässt, dass die Notenbanker das Programm trotz einer Verschärfung der Krise seit vielen Wochen nicht nutzen. Bislang gab der EZB-Rat eine Obergrenze vor, bis zu der gekauft werden durfte. Einmal in der Woche, immer montags, publizierte die EZB den Umfang ihrer Eingriffe, aber ohne zu sagen, zugunsten welcher Länder sie gekauft hat. REUTERS



Veräußerung der Hypo Alpe-Adria-Bank AG
Einladung zur Abgabe einer Interessensbekundung

Die Hypo Alpe-Adria-Bank International AG („HB Int.“) ist alleinige Aktionärin der Hypo Alpe-Adria-Bank AG („HBA“). Die HB Int. beabsichtigt, im Rahmen der Restrukturierung der Gruppe die HBA in einem offenen, transparenten und diskriminierungsfreien Bieterverfahren zu veräußern.

Die HBA mit Hauptsitz in Klagenfurt im Bundesland Kärnten, Österreich, ist eine Universalbank mit Geschäftsaktivitäten in den Bereichen Retail, Firmenkunden und institutionellen Kunden. Weitere Informationen können der Homepage der HBA unter <http://www.hypo-alpe-adria.at> sowie dem dort veröffentlichten Geschäftsbericht entnommen werden.

Der Veräußerung der HBA vorangehen werden noch Umstrukturierungsmaßnahmen, wie zum Beispiel die Abspaltung einzelner Geschäftsbereiche der HBA auf die HB Int. (siehe Ad hoc-Meldung vom 14.08.2012, abrufbar auf der Homepage der HB Int. unter http://www.hypo-alpe-adria.com/115/home.nsf/tr/IR_ad_hoc/Sfile/Ad%20hoc_Spaltungsgenehmigung_HBINT_14082012.pdf), oder gegebenenfalls sonstige Maßnahmen, mit denen die Werthaltigkeit der HBA weiter gesteigert würde. Das allein ausschlaggebende Kriterium für die Auswahl des erfolgreichen Bieters wird die Abgabe des wirtschaftlich besten Angebots sein.

Die HB Int. behält sich vor, die Frist für die Unterbreitung von Interessensbekundungen zu verlängern oder andere Fristen im Bieterverfahren zu ändern und/oder das Bieterverfahren insgesamt oder teilweise abzubrechen oder die Transaktionsstruktur jederzeit anzupassen, wobei die HB Int. dieses Ermessen stets im Einklang mit den Grundsätzen eines offenen, transparenten, bedingungs- und diskriminierungsfreien Bieterverfahrens ausüben wird.

Bei diesem Verkaufsprozess ist J.P. Morgan Limited als exklusiver Finanzberater der HB Int. tätig. Interessensbekundungen für die Teilnahme an dem Verkaufsprozess sind bis spätestens zum **21.09.2012, 12:00 Uhr (MEZ)** nur an den unten genannten Ansprechpartner zu richten.

Interessensbekundungen müssen in deutscher oder englischer Sprache verfasst sein und Namen und Anschrift des Interessenten enthalten. Interessensbekundungen im Auftrag einer dritten Partei (also auch von Vermittlern oder Beratern) sind zulässig, wenn ein schriftlicher, geeigneter Vertretungsnachweis des Beauftragten vorgelegt wird. Die Interessensbekundungen müssen die Namen der Verantwortlichen enthalten, die bei Rückfragen angesprochen werden sollen. Nach Erhalt der Interessensbekundung werden interessierte Investoren – nach Unterzeichnung einer Vertraulichkeitserklärung – weitere Unterlagen zum Ablauf des Verkaufsprozesses erhalten.

Kontakt:
Herr Martin Drosdek
Executive Director
J.P. Morgan Securities plc
Frankfurt Branch
Junghofstraße 14
60311 Frankfurt am Main
Deutschland
Fax: +49 69 7124 4340
Email: martin.drosdek@jpmorgan.com