



## Finanzmarktkolumne

Basel, 4. April 2017

# Wo ist die Grenze zur Fiskalpolitik?

Von Karsten Junius, Chefökonom, Bank J. Safra Sarasin AG

### Zentralbankkäufe am Primär- und Sekundärmarkt lassen sich kaum unterscheiden

**Ein Punkt ist der EZB während der gesamten Eurokrise immer wichtig gewesen: Ihre Interventionen an den Finanzmärkten geschehen aus rein monetären Überlegungen. Fiskalische Gründe spielen keine Rolle – sie dürfen es ja auch nicht. Staatsfinanzierung ist der EZB schliesslich verboten. In der Praxis ist die Grenze jedoch extrem unscharf. Mehr Transparenz beim Anleihekauftprogramm wäre dringend geboten.**

SMP, OMT, APP – egal welche Abkürzung sich die EZB bei der Auflage neuer Programme zum Kauf von Staatsschulden ausgedacht hat, eine Gemeinsamkeit konnten sie alle aufweisen. Sie stellen keine Staatsfinanzierung dar, sondern sind rein geldpolitische Instrumente. Ihr Einsatz war daher mit Einschränkungen versehen. So verwies das damalige Mitglied des EZB-Direktoriums, Jörg Asmussen, in seiner Verteidigung des OMT-Programms vor dem deutschen Bundesverfassungsgericht im Juni 2013 auf das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung gemäß Artikel 123 AEUV. Die EZB dürfe «keine Staatsanleihen unmittelbar, d.h. auf dem Primärmarkt kaufen. Staatsanleihen können nur erworben werden, wenn sie sich bereits auf dem Markt befinden und frei gehandelt werden.» Diese Einschränkung gilt auch für die Staatsanleihekäufe im Rahmen der quantitativen Lockerung, bei dem europäischen Zentralbanken derzeit monatlich Anleihen im Volumen von rund 60 Mia. Euro erwerben. Staatsanleihen werden nicht direkt vom Emittenten erworben. Wo aber ist der ökonomische Unterschied, wenn die EZB Marktteilnehmern Anleihen abkauft, die diese eine, zwei oder drei Wochen vorher von staatlichen Emittenten bezogen haben? Funktioniert dann noch der Marktmechanismus, der zu einer adäquaten Bewertung des Ausfallrisikos führt? In der Stellungnahme vor dem Bundesverfassungsgericht argumentierte die EZB 2013 daher noch wie folgt: «Deshalb interpretieren wir das Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung auch dahingehend umfassend, dass Umgehungshandlungen erfasst werden. Der Erwerb von neu ausgegebenen Staatsanleihen unterliegt Sperrzeiträumen, in denen der Kauf einer emittierten Anleihe nicht möglich ist.» Eigentlich sollte diese Einschränkung auch für das aktuelle Kaufprogramm gelten. Veröffentlicht hat die EZB dazu jedoch nichts. Ein Schelm, der Böses dabei denkt. Angesichts der Anleiheknappheit verständlich, aber inkonsistent. So fand sich die Ende Februar 2017 ausgegebene deutsche Schatzanleihe kurze Zeit später im Wertpapierleiheprogramm der Bundesbank. Die Bundesbank muss sie folglich sehr schnell nach der Primäremission erworben haben. Bei anderen Anleiheemissionen ist das nicht so klar zu sehen, da diese in den allermeisten Fällen nicht komplett neu aufgelegt werden. Stattdessen werden in den allermeisten Fällen bestehende Anleihen aufgestockt. Unterscheiden lassen sich die bestehenden und aufgestockten Anleihen nicht und damit auch nicht, ob die EZB Marktteilnehmern Anleihen abkauft, die im Zweifelsfall Stunden vorher aufgestockt wurden. Der Erwerb über einen zwischenhandelnden Marktteilnehmer



ist dann nur eine kleine Technikalie; das Risiko für den Primärerwerber ist praktisch vernachlässigbar. Damit schwimmt aber nicht nur der praktische Unterschied zwischen Primär- und Sekundärmarktkäufen, sondern leider auch der zwischen geldpolitischen und fiskalpolitischen Operationen der EZB. Um sich keiner Kritik auszusetzen, wäre es daher gut, wenn die EZB transparenter machte, wie sie die Grenze zwischen Primär- und Sekundärmarktkäufen in der Praxis zieht.

### **Weitere Auskünfte:**

Karsten Junius | Chefökonom

T: +41 (0)58 317 32 79 | E-Mail: [karsten.junius@jsafrasarasin.com](mailto:karsten.junius@jsafrasarasin.com)

### **Media Relations**

T: +41 (0)58 317 40 88 | E-Mail: [media@jsafrasarasin.com](mailto:media@jsafrasarasin.com)

### **J. Safra Sarasin Gruppe – Nachhaltiges Schweizer Private Banking seit 1841**

Die internationale, der Nachhaltigkeit verpflichtete Bankengruppe ist an mehr als 25 Standorten in Europa, Asien, dem Mittleren Osten und Lateinamerika vertreten. Die J. Safra Sarasin Gruppe steht weltweit für ihre Private-Banking- und Wealth-Management-Tradition, hohe Sicherheit und für ihr gut geführtes konservatives Wachstum im besten Sinne ihrer Kunden. Per Ende Dezember 2016 betreute die Gruppe ein Kundenvermögen von rund CHF 148 Mia., beschäftigte annähernd 2 000 Mitarbeitende und verfügte über ein Eigenkapital von etwa CHF 4,4 Mia.

### **J. Safra Gruppe**

Die J. Safra Gruppe (die «Gruppe») mit einem verwalteten Kundenvermögen von insgesamt mehr USD 208 Mia. und aggregierten Eigenmitteln von USD 17,4 Mia. wird von Joseph Safra geführt. Die Gruppe besteht aus Privatbanken unter dem Namen Safra sowie Investmentbeteiligungen und Asset-basierenden Geschäftsbereichen wie Immobilien- und Agrarwirtschaft. Zu den Banken der Gruppe, die weltweit an über 165 Standorten vertreten sind, gehören: J. Safra Sarasin mit Sitz in Basel, Schweiz, Banco Safra mit Sitz in Sao Paulo, Brasilien, und die Safra National Bank of New York mit Sitz in New York City; alle sind bei einer konsolidierten Aufsicht unabhängig voneinander. Der Immobilienbestand umfasst weltweit mehr als 200 hochwertige Gewerbeimmobilien, Wohnobjekte, Einzelhandelsimmobilien und Landwirtschaftsflächen, so beispielsweise den Bürokomplex in New York City an der 660 Madison Avenue und Londons berühmtes Bauwerk «Gherkin». Zu Investitionen in anderen Bereichen gehören unter anderen Agrarbeteiligungen in Brasilien und an Chiquita Brands International, Inc. Enge Beziehungen in Märkten weltweit ermöglichen es der Gruppe, den Wert ihrer Unternehmen erheblich zu steigern. Die J. Safra Gruppe beschäftigt mehr als 29 000 Mitarbeitende.

### **Rechtlicher Hinweis**

Diese Medienmitteilung der Bank J. Safra Sarasin AG (Schweiz) (nachfolgend «Bank») dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Das Dokument enthält ausgewählte Informationen, und es wird kein Anspruch auf Vollständigkeit erhoben. Es basiert auf öffentlich zugänglichen Informationen und Daten («Informationen»), die als richtig, zuverlässig und vollständig erachtet werden. Die Bank hat die Richtigkeit und Vollständigkeit der dargestellten Informationen nicht überprüft und kann diese nicht garantieren. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen bilden keine Grundlage für eine vertragliche oder stillschweigende Haftung seitens



der Bank für direkte, indirekte oder Folgeschäden. Insbesondere sind weder die Bank noch deren Aktionäre oder Mitarbeiter haftbar für die hier dargelegten Meinungen, Pläne und Strategien. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen und genannten Zahlen, Daten sowie Prognosen können sich jederzeit ändern. Eine positive historische Wertentwicklung oder Simulation stellt keine Garantie für eine positive Entwicklung in der Zukunft dar. Es können sich Abweichungen zu eigenen Finanzanalysen oder anderen Publikationen der J. Safra Sarasin Gruppe ergeben, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass ein analysiertes Unternehmen mit Gesellschaften der J. Safra Sarasin Gruppe in Geschäftsverbindung steht, wodurch sich ein potenzieller Interessenkonflikt ergeben könnte.

Dieses Dokument stellt keinerlei Anlageberatung, kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Finanzinstrumenten bzw. von sonstigen Produkten oder Dienstleistungen dar und ersetzt nicht die individuelle Beratung und Risikoaufklärung durch einen qualifizierten Finanz-, Rechts- oder Steuerberater.

Bitte beachten Sie, dass die vorliegende Medienmitteilung lediglich eine Synopsis eines Researchberichts der Bank darstellt, jedoch keine komplette Zusammenfassung desselben und der darin enthaltenen Empfehlungen. Der erwähnte Researchbericht sollte vollständig gelesen werden, bevor allfällige Entscheidungen betreffend darin enthaltene Anlageempfehlungen getroffen werden.

Dieses Dokument richtet sich an Medien und Medienschaffende in denjenigen Ländern, in welchen die J. Safra Sarasin Gruppe geschäftlich präsent ist. Die Bank lehnt jede Haftung für Verluste, die sich aus der Weiterverwendung der vorliegenden Informationen (oder Teilen davon) ergeben, ab.

© Copyright Bank J. Safra Sarasin AG. Alle Rechte vorbehalten.