

Stefan Kooths, Björn van Roye*

Nationale Geldschöpfung zersetzt den Euroraum

Die Geldpolitik des Eurosystems operiert seit über vier Jahren im Krisenmodus. Sie lässt dabei eine massive Zahlungsbilanzfinanzierung durch nationale Zentralbanken innerhalb der Europäischen Währungsunion zu. In den Defizitländern soll der Zusammenbruch systemisch relevanter Geschäftsbanken verhindert werden, auch wenn deren Geschäftsmodell nicht tragfähig ist. Die Staatsschuldenkrisen in einigen Ländern verschärfen dieses Problem. Im Ergebnis wird die Allokationsfunktion des Kapitalmarktes massiv beschädigt und der Wettbewerb im Bankensektor verzerrt. Es kommt in großem Stil zu einer Risikoüberwälzung von den Anlegern auf die europäischen Steuerzahler und zu einem Zielkonflikt zwischen geldpolitischen und quasi-fiskalischen Aufgaben. Um diese Probleme zu überwinden, bedarf es einer vertieften monetären Integration sowie einer Finanzmarktordnung für den Euro-Währungsraum. Ein Verharren im Status quo erhöht von Monat zu Monat die Gefahren, dass der Währungsraum schließlich zerbricht.

Die Ausgestaltung der Währungsordnung und die operative Geldpolitik zählen seit jeher zu den sensibelsten Bereichen der Wirtschaftspolitik. Denn das Privileg der Zentralbankgeldschöpfung kann zur Verfolgung zweckfremder Ziele genutzt werden, ohne dass dies der breiten Öffentlichkeit sofort offenbar wird. Es wundert daher nicht, dass Regierungen über Jahrhunderte hinweg dieser Verführung nicht widerstehen konnten. Wiederkehrende Währungskrisen und massiver Geldwertverfall waren die Folgen.

Im Kern läuft der Missbrauch des Notenbankmonopols immer darauf hinaus, die Zentralbankgeldschöpfung über die Bereitstellung eines universellen Zahlungsmittels hinaus zur Finanzierung von güterwirtschaftlichen Transaktionen heranzuziehen und damit in die Kapitalmarktströme einzugreifen. Dies kann bewusst geschehen, etwa indem die Finanzpolitik die Zentralbank per Dekret zum Kauf staatlicher Anleihen zwingt. Die zentrale ordnungsökonomische Lehre war daher, die Führung der Zentralbank mit einem eng umrissenen Aufgabenfeld (Bereitstellung eines wertstabilen Zahlungsmittels) einem von der übrigen Wirtschaftspolitik unabhängigen Gremium zu übertragen und ihr insbesondere die Finanzierung von Staatsdefiziten zu verbieten.

Die Ausweitung der eigentlichen Zentralbankfunktion und eine daraus resultierende Vermengung von Zahlungsmittelbereitstellung und Kreditfinanzierung von Leistungstransaktionen können sich aber auch unbeabsichtigt aus dem mangelhaften Regelwerk einer Währungsordnung

ergeben. Ein solcher Fall ist derzeit in der Europäischen Währungsunion (EWU) zu beobachten. Zentralbankgeld wird in den verschiedenen Mitgliedsländern zu unterschiedlichen Konditionen unbegrenzt bereitgestellt. Damit gehen fortdauernde Zahlungsbilanzungleichgewichte innerhalb des Währungsraums einher. Die Symptome zeigen sich seit einigen Jahren vor allem in Form drastisch steigender Target2-Positionen, über deren ökonomische Bedeutung seit einiger Zeit eine kontroverse Debatte geführt wird.¹

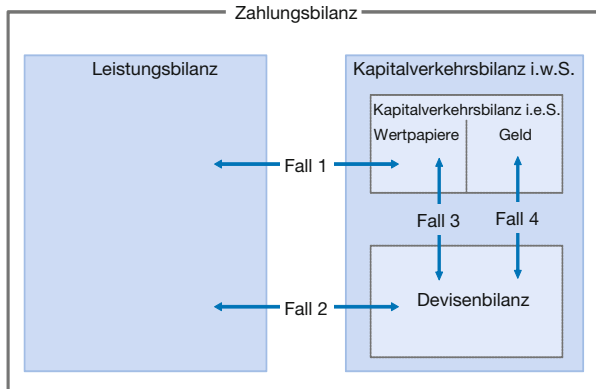
Target2-Salden und Zahlungsbilanzfinanzierung durch das Eurosystem

Bis 2008 wurden Leistungsbilanzsalden innerhalb der EWU durch entsprechende Nettokapitalflüsse praktisch ohne Beteiligung der Zentralbanken ausgeglichen (Fall 1 in Abbildung 1). Seit dem Beginn der Staatsschulden- und Banken Krisen waren Anleger in den Überschussländern

* Kurzfassung von S. Kooths, B. van Roye: Nationale Geldschöpfung im Euroraum – Mechanismen, Defekte, Therapie, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 508/509.

1 Vgl. H.-W. Sinn: Die Target-Kredite der Deutschen Bundesbank, in: Ifo-Schnelldienst, 65. Jg., Sonderausgabe 21.3.2012, S. 3-34, München 2011; H.-W. Sinn, T. Wollmershäuser: Target-Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility, NBER Working Paper 17626, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2011; C. Fahrholz: Das Zahlungsverkehrssystem TARGET2 aus zahlungsbilanztechnischer Sicht, Working Papers on Global Financial Markets, 28, Universität Jena, 2012; A. Tornell, F. Westermann: Eurozone Crisis, Act Two: Has the Bundesbank Reached its Limit?, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7391>; Deutsche Bundesbank: Monatsbericht März 2011, Kasten 3, Frankfurt/Main 2011; EZB: Monatsbericht Oktober, Kasten 4, Frankfurt a.M. 2011; U. Bindseil, P. J. König: TARGET2 and the European Sovereign Debt Crisis, Berlin 2012; W. Buiter, E. Rahbari, J. Michels: TARGETing the wrong villain: Target2 and intra-Eurosystem imbalances in credit flows, Global Economics View, Citigroup Global Markets, London 2011; K. Whelan: Professor Sinn Misses the Target, IIEA Blog, 21.6.2012, <http://www.iiea.com/blogosphere/professor-sinn-misses-the-target>, 7.6.2011, Dublin 2011.

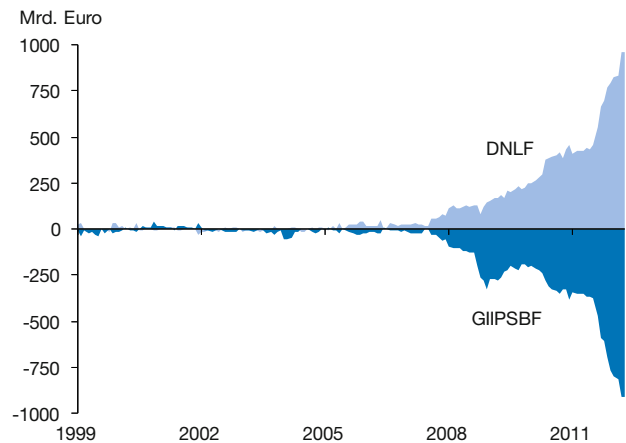
Abbildung 1
Fallkonstellationen im Zahlungsbilanzschema



jedoch immer weniger bereit, den Kapitalbedarf der Defizitländer zu stillen, und die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite wurde zum Teil durch das Eurosystem ersetzt (Fall 2). Darüber hinaus führte der Verlust des Vertrauens in die Solvenz von Schuldern der Defizitländer verstärkt zu autonomen Kapitalbewegungen: Zum einen zogen Anleger aus den Überschussländern die in der Vergangenheit getätigten Kapitalexporte wieder ab (Repatriierung von Kapital) und zum anderen versuchten Anleger in den Defizitländern, ihr Kapital außer Landes zu bringen (Kapitalflucht). Auch in diesen Fällen ist das Eurosystem eingesprungen, um die grenzüberschreitenden Zahlungen zu ermöglichen (Fall 3). Im Ergebnis kam es zu einer umfangreichen Zahlungsbilanzfinanzierung durch die nationalen Zentralbanken des Euroraums. Mit dem aufkommenden Misstrauen gegenüber der Stabilität der Banken in den Krisenländern bzw. gegenüber dem Verbleib dieser Länder in der Eurozone setzte zusätzlich eine Depositenflucht ein, durch die Bankeinlagen von den Krisenländern in den harten Kern des Währungsraums verlagert werden (Fall 4). Diese Liquiditätsverlagerung stellt aber insofern keine problematische Zahlungsbilanzfinanzierung durch das Eurosystem dar, als dieser Liquiditätsverlagerung keine Leistungs- bzw. Vermögenstransaktionen gegenüberstehen.

In einem Festkurssystem würden sich die Fälle 2 bis 4 in Zu- und Abflüssen von Währungsreserven bei den beteiligten Zentralbanken niederschlagen. Überschussländer würden einen Devisenzufluss verzeichnen, Defizitländer einen Abfluss. Innerhalb der EWU werden die entsprechenden Transaktionen nicht als Devisenbewegungen, sondern als Veränderungen der Target2-Positionen erfasst. Die Notenbanken der Überschussländer erwerben Target2-Forderungen, während die Defizitländer Target2-Verbindlichkeiten aufbauen. Die Zahlungsbilanzfinanzierung hat die Target2-Positionen in den vergangenen vier Jahren massiv anschwellen lassen (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2
Target2-Positionen



Anmerkungen: Monatsdaten; DNLF: Deutschland, Niederlande, Luxemburg, Finnland; GIIPSBF: Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien, Belgien, Frankreich.

Quelle: Universität Osnabrück: Euro Crisis Monitor, <http://www.iew.uni-osnabrueck.de/8959.htm>; eigene Berechnungen.

In dem Maße, wie diese grenzüberschreitenden Transaktionen nicht auf dem Überweisungswege, sondern in bar abgewickelt werden, schlagen sie sich auch nicht in den Target2-Positionen nieder. Aufgrund ihrer geringen empirischen Bedeutung änderte sich das Ausmaß der Zahlungsbilanzfinanzierung nicht wesentlich, wenn auch Bargeldflüsse berücksichtigt würden.

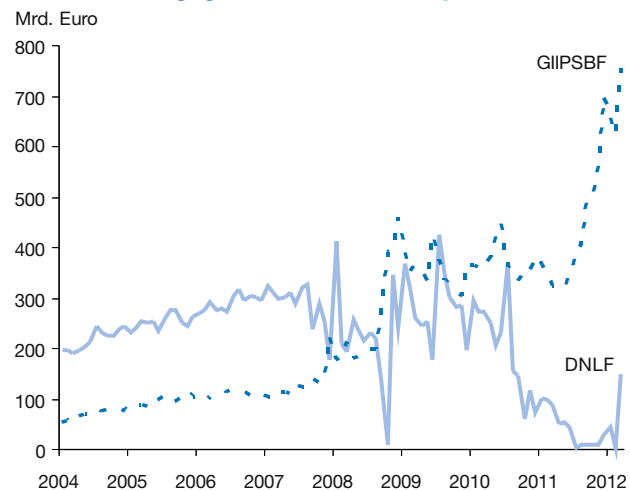
Unwucht bei Kreditexpansion als Motor der Target2-Dynamik

Der Verbund aus Banken- und Staatsschuldenkrisen in den Krisenländern hat dazu geführt, dass der Interbankenmarkt nach Ländergrenzen segmentiert ist. Geschäftsbanken in Ländern, die vom europäischen Interbankenmarkt weitgehend abgeschnitten sind, refinanzieren sich daher vorrangig über das Eurosystem. Dies ist nur möglich, weil die Anforderungen an notenbankfähige Sicherheiten er-

Dr. Stefan Kooths ist stellvertretender Leiter des Prognose-Zentrums am Institut für Weltwirtschaft (IfW) in Kiel.

Björn van Roye, Dipl.-Volkswirt, ist Mitarbeiter des Prognose-Zentrums am IfW in Kiel.

Abbildung 3
Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems



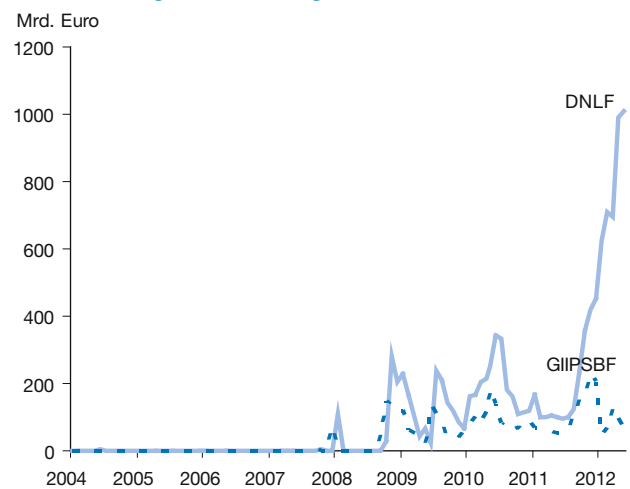
Anmerkungen: Monatsdaten; DNLF: Deutschland, Niederlande, Luxemburg, Finnland; GIIPSBF: Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien, Belgien, Frankreich.

Quelle: Nationale Zentralbanken; eigene Berechnungen.

weitert wurden und eine Vollzuteilung von Zentralbankgeld erfolgt. Somit hat der geldpolitische Rahmen in Verbindung mit den Banken Krisen asymmetrische Konsequenzen für die Zentralbankgeldversorgung. Seit dem Beginn der Finanzmarkturbulenzen geht die Geldschöpfung in den Defizitländern deutlich über das Niveau hinaus, das für binnenwirtschaftliche Zahlungsvorgänge benötigt wird. Der Anteil der liquiditätszuführenden Geschäfte der nationalen Zentralbanken in Griechenland, Italien, Irland, Portugal, Spanien, Belgien und Frankreich (GIIPSBF) am Gesamtvolumen der Refinanzierungsgeschäfte im Euroraum ist im Mai 2012 auf rund 800 Mrd. Euro gestiegen. Damit fragten die Geschäftsbanken in diesen Ländern etwa 90% der gesamten Zentralbankgeldmenge im Euroraum nach (vgl. Abbildung 3).

Spiegelbildlich ist die Zentralbankgeldnachfrage der Geschäftsbanken in Deutschland, Niederlande, Luxemburg und Finnland (DNLF) bei Refinanzierungsgeschäften in den vergangenen Jahren merklich gesunken. Im Mai 2012 reduzierte sich der Anteil der von den nationalen Zentralbanken getätigten liquiditätszuführenden Geschäfte auf 7% des Gesamtvolumens im Euroraum, da die dortigen Geschäftsbanken ihren Liquiditätsbedarf im Wesentlichen durch den Liquiditätszustrom aus den Krisenländern decken können. Dies zeigt sich auch an den liquiditätsabsorbierenden Geschäften des Eurosystems. So nutzen die Geschäftsbanken in den Überschussländern (DNLF) die Einlagefazilität und die Termineinlagen bei den nationalen Zentralbanken in hohem Maße, wohingegen die Geschäftsbanken in den

Abbildung 4
Termineinlagen und Einlagefazilität



Anmerkungen: Monatsdaten; DNLF: Deutschland, Niederlande, Luxemburg, Finnland; GIIPSBF: Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien, Belgien, Frankreich.

Quelle: Nationale Zentralbanken; eigene Berechnungen.

Defizitländern (GIIPSBF) deutlich weniger an liquiditätsabsorbierenden Geschäften teilnehmen (vgl. Abbildung 4).

In der Diskussion um die ausufernden Target2-Positionen ist zuweilen eingewandt worden, dass eine Begrenzung dieser Positionen das Ende des gemeinsamen Währungsraums bedeuten würde, weil dadurch die universelle Zahlungsmittelfunktion des Euro in Frage gestellt sei. Dieses Argument ist ungenau. Selbstverständlich muss ein Euro – unabhängig davon, wo er geschöpft wurde – frei im gesamten Währungsraum zirkulieren können. Die in diesem Sinne unbedenklichen Target2-Salden betreffen jedoch nur Zahlungsbilanzsalden, die der Höhe nach unbedeutend sind und sich im Zeitablauf ausgleichen.

Die übermäßige Kreditschöpfung in den Defizitländern ist die Ursache dafür, dass es zu einer dauerhaften Zahlungsbilanzfinanzierung kommt, die maßgeblich über das Target2-System abgewickelt wird. Um es auf den Punkt zu bringen: Ein Euro, der in einem Land nicht geschöpft wird, kann von dort auch nicht abfließen. Kritikwürdig ist daher das zugrundeliegende monetäre Regime, nicht das Verrechnungssystem, das nur als Ausführungsorgan wirkt. Dies lässt sich auch daran erkennen, dass bei einer alternativen Barabwicklung der grenzüberschreitenden Zahlungsvorgänge keine Target2-Salden auftraten und dennoch eine Zahlungsbilanzfinanzierung stattfände. Übermäßig ist die Kreditschöpfung des Finanzsektors in den Defizitländern in dem Sinne, dass dort mehr Liquidität bereitgestellt wird, als für den internen Bedarf (Transaktionsabwicklung und Liqui-

ditätspuffer) erforderlich ist. Die Grenzen zwischen Geld- und Kapitalmarkt werden auf diese Weise verwischt, weil Liquidität geschöpft wird, um Kapitalmarktströme zu finanzieren. Einem umlaufenden Euro ist aber nicht mehr anzusehen, aus welchem Grund er in den Kreislauf geriet. Eine Begrenzung der Target2-Salden muss daher an den Ursachen ansetzen, die bislang eine Kreditexpansion in den Defizitländern zulassen. Dies machte einen nachträglichen Ausgleich von Target2-Salden entbehrlich und würde bedeuten, dass die Zentralbanken der Defizitländer einmal jährlich marktgängige Wertpapiere erstklassiger Bonität (also solche, die die Überschussländer bei regulärer Geldpolitik ihrerseits zur Refinanzierung akzeptieren würden) an die Überschussländer übertragen, um ihre Target2-Positionen abzulösen. Das Problem dieses Vorschlags dürfte darin bestehen, dass die Notenbanken mit Target2-Defizitpositionen genau darüber nicht verfügen, da sie im Zuge der qualitativen Aufweichung der Geldpolitik geringere Anforderungen an die bei ihnen zur Refinanzierung eingereichten Sicherheiten stellen. Würde aber Zentralbankgeld in allen EWU-Mitgliedsländern wieder zu identischen Konditionen vergeben, dürfte die Kreditexpansion (und damit auch die Target2-Ausweitung) in den bisherigen Defizitländern rasch zu einem Ende kommen.

Neben den aufgeweichten Refinanzierungsstandards in den Defizitländern verhindert die reichliche Bereitstellung von Zentralbankgeld eine marktbasierende Bereinigung von Zahlungsbilanzsalden zwischen den EWU-Mitgliedsländern. Wäre die Zentralbankgeldmenge knapp, würden sich die Geschäftsbanken im Wettbewerb solange gegenseitig überbieten, bis die Nachfrage dem Angebot entspricht. Allein dadurch würden in den Defizitländern nicht alle Kreditgesuche erfüllt werden können. In dem Maße, wie es dennoch zu einem Zentralbankgeldabfluss in die Überschussländer kommt, würde dort ein expansiv wirkender Geldschöpfungsprozess in Gang gesetzt, während die Geldmenge in den Defizitländern schrumpft und rezessiv wirkt. In der Folge würde es durch Einkommens- und Preisanpassungen ausgleichende Rückwirkungen auf die Leistungsbilanzströme geben.

Nebenwirkungen: Kapitalmarktverzerrung und Verschlechterung der Geldqualität

Im Zuge der Zahlungsbilanzfinanzierung werden Forderungen des Privatsektors, die dieser nicht (mehr) als vertrauenswürdig einstuft, nach und nach auf das Eurosystem abgewälzt. Dies führt dazu, dass die europäischen Steuerzahler über das Notenbanksystem in eine Haftung hineingezogen werden, der sie sich nicht entziehen können. Im Gegenzug werden Anleger aus dem Risiko entlassen. Dieses Problem wird dadurch verschärft, dass die

Zentralbank in ihrer Funktion als „Lender of Last Resort“ bei einer unzureichenden Eigenkapitalausstattung auch für Verluste einstehen muss, die den Geschäftsbanken in ihrer Rolle als Finanzintermediäre auf dem Kapitalmarkt entstehen.

In dem Maße, wie es über die nationale Geldschöpfung in der EWU zu einer Zahlungsbilanzfinanzierung über das Eurosystem kommt, werden die intertemporale Budgetrestriktion und somit die Allokationsfunktion des Kapitalmarktes außer Kraft gesetzt; es kommt zu Leistungstransaktionen, für die es am Markt keine Finanzierungsbereitschaft gibt und ein Teil des Kapitalmarktrisikos wird sozialisiert. Dies ist ein gravierendes Problem für das Funktionieren einer Marktwirtschaft. Ohne eine bindende Ressourcenrestriktion laufen Preissignale ins Leere und ein harmonisches wirtschaftliches Verhalten dezentral agierender Marktteilnehmer wird unmöglich. Leistungsbilanzsalden sind per se weder gut noch schlecht. Entscheidend ist, ob sie das Ergebnis marktwirtschaftlicher Entscheidungen darstellen oder ob sie durch Interventionen der Zentralbanken künstlich aufrechterhalten werden. In dem Maße, wie eine solche Intervention die Anpassung der Leistungsbilanzsalden unterbindet, kommt es zu einer realwirtschaftlichen Fehlallokation knappen Kapitals in allen direkt und indirekt beteiligten Ländern. Dies ist ordnungspolitisch durch nichts zu rechtfertigen und verschleiert den tieferliegenden Reformbedarf auf anderen Politikfeldern.

Unterschiedliche Sicherheitsstandards im Refinanzierungsgeschäft der nationalen Notenbanken wirken – dem Gresham'schen Gesetz nicht unähnlich – in der Weise, dass sich die Zentralbankgeldschöpfung in diejenigen Länder der Währungsunion verlagert, in denen die geringsten Anforderungen gestellt werden.² Im Ergebnis stehen der monetären Basis des Währungsraums mehr und mehr Wertpapiere der Defizitländer als Sicherheiten gegenüber, so dass insgesamt eine Verschlechterung der Geldqualität im gesamten Euroraum droht. Für den Wert des Geldes ist nicht die Gütermenge entscheidend, die ihr gegenübersteht, sondern der Wert der Aktiva, die hinter ihr stehen. Es wäre fahrlässig zu glauben, der gesetzliche Annahmepflicht sei für die Akzeptanz einer Währung ausreichend. Die Geldgeschichte zeigt das Gegenteil. Die Eigentumsbesicherung der Währung ist kein Luxus,

² Da innerhalb des Euroraums die Geldschöpfungsgewinne der nationalen Zentralbanken entsprechend ihrer Kapitalquoten bei der EZB verteilt werden, ist es aus dem Seigniorage-Aspekt unerheblich, in welchem Mitgliedsraum Zentralbankgeld geschöpft wird. Allerdings ergeben sich für die Geschäftsbanken und deren Kunden in den übermäßig geld- und kreditschöpfenden Defizitländern Gewinnmöglichkeiten, die sie bei regulärer Geldpolitik nicht hätten, weil die entsprechende Kreditgewährung zu Marktkonditionen für sie ungünstiger wäre.

sondern die Voraussetzung für die Geldfunktion.³ Die formale Tatsache, dass eine Zentralbank nicht illiquide werden kann, schützt sie nicht vor Insolvenz und daher auch nicht vor Vertrauensverlust. Ohne Vertrauen in die Werthaltigkeit des Geldes wird die Fähigkeit, es beliebig vermehren zu können, wertlos. Entscheidend ist hingegen die Fähigkeit, die ausstehende Geldmenge jederzeit durch den Verkauf werthaltiger Wertpapiere wieder absorbieren zu können.

Europäische Währungsunion am Scheideweg

Eine Wirtschafts- und Währungsordnung, deren Grundpfeiler im Ernstfall außer Kraft gesetzt werden, ist keine. Dass die Geldpolitik über einen mehrjährigen Zeitraum im Krisenmodus operiert, ist ein klares Indiz für Probleme, die von einem unzureichenden Ordnungsrahmen herrühren. Die Regeln für das Geld- und Kreditwesen müssen sich gerade in schwierigen Zeiten bewähren und insbesondere einen Missbrauch des Notenbankmonopols unterbinden. Finanzmarktstabilität ist eine zentrale Voraussetzung für das Funktionieren einer Geldwirtschaft, sie lässt sich aber auf Dauer nicht durch eine immer großzügigere Bereitstellung von Zentralbankgeld gewährleisten. Stattdessen werden dadurch die Verwerfungen im Finanzsektor nur übertrücht, und die Geldpolitik läuft Gefahr, ihre Hauptaufgabe – die Bereitstellung eines wertstabilen Zahlungsmittels – zu verfehlen, indem sie ihre Glaubwürdigkeit aufs Spiel setzt. Der dauerhafte Einsatz eines allenfalls kurzfristig wirksamen Mittels löst keine Probleme, sondern schafft neue. Auch eine Feuerwehr muss darauf achten, dass ihr Löschwasser nicht mehr Schäden an den Fundamenten (auch der Nachbarhäuser) anrichtet, als der Brand je an Werten vernichten kann.

Die permissive Geldpolitik des Eurosystems wird zuweilen damit gerechtfertigt, ein abruptes Versiegen des Kapitalflusses in die Defizitländer abzufedern. Dies läuft aber darauf hinaus, den Prozess der Fehlverwendung knappen Sparkapitals fortzusetzen – also schlechtem Geld gutes nachzuwerfen. Dies kann auch nicht damit gerechtfertigt werden, dass die Kapitalgeber ihre früheren Fehlentscheidungen möglicherweise erst sehr spät bemerkt haben. Rationales wirtschaftliches Handeln muss in die Zukunft gerichtet sein und nicht den Fehlern der Vergangenheit nachtrauern. Aus einem stabilisierend gemeinten Abfedern wird daher schnell eine Insolvenzverschleppung. Die Zahlungsbilanzfinanzierung über das Eurosystem weicht die marktseitige Kreditrestriktion auf („kauft Zeit“), gleichzeitig verzögert sie damit aber auch das Einsetzen unausweichlicher

3 Vgl. G. Heinsohn, O. Steiger: Eigentum, Zins und Geld – Ungelöste Rätsel der Wirtschaftswissenschaft, Marburg 2009; I. Sauer: Die sich auflösende Eigentumsbesicherung des Euro, in: Ifo-Schnelldienst, 64. Jg. (2011), H. 16, S. 58-68.

Anpassungsprozesse („verschenkt Zeit“). Die Idee, einen möglichst weichen Verlauf der Anpassung mithilfe der unkonventionellen Maßnahmen zu erreichen, bringt die Gefahr mit sich, den ordnungspolitischen Rahmen des Eurosystems und die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu gefährden.

Fortführung des Status quo destabilisiert die Währungsunion ...

Schwelen die Bankenkrise in den Defizitländern weiter und behält die Geldpolitik ihren jetzigen Kurs bei, dürften die Target2-Positionen aufgrund der asymmetrischen nationalen Geldschöpfung unaufhaltsam steigen. Dies birgt gravierende Gefahren für den Fortbestand des Währungsraums in seiner jetzigen Form. Die länderspezifische Ausrichtung der Refinanzierungspolitik vertieft die monetäre Segmentierung im Euroraum. Die Lockerung der notenbankfähigen Sicherheiten sowie geldpolitische Maßnahmen, die ausschließlich in Teilen des Währungsraums zum Tragen kommen, führen dazu, dass die nationalen Zentralbanken ihre Bilanzen zu unterschiedlichen Bedingungen ausweiten können. Die dabei eingegangenen Risiken können auf das Eurosystem abgewälzt werden.⁴ Dies erhöht die Anreize zu einem Trittbrettfahrerverhalten, was zu erheblichen Spannungen innerhalb der EWU führen kann.

Der Austritt aus einem Währungsraum wäre für jedes Mitgliedsland grundsätzlich mit Kosten der Währungsdesintegration verbunden. Durch die Target2-Positionen in der EWU kommen jedoch für die Überschuss- und Defizitländer gegenläufige Kosten- bzw. Nutzenkomponenten hinzu: Während den Target2-Gläubigern ein Totalverlust in Höhe ihrer monetären Basis droht, könnten die Target2-Schuldner bei einem unkooperativen Verlassen des Währungsraums einen beträchtlichen Vermögensgewinn erzielen. Aus Sicht der Defizitländer verschiebt die fortgesetzte Zahlungsbilanzfinanzierung das Kosten-Nutzen-Kalkül mehr und mehr in Richtung eines Austritts. Aus Sicht der Überschussländer verschlechtert sich zunehmend die Verhandlungsposition, um diese Entwicklung zu stoppen. Im Ergebnis nährt dieser Prozess die ökonomische und politische Desintegration der Europäischen Währungsunion.

... aber das Fenster für eine Kursänderung ist noch offen

Die bislang aufgelaufenen Target2-Positionen reflektieren in weiten Teilen eine Fehlallokation von Kapital innerhalb des Euroraums und eine Risikoabwälzung privater Investoren auf den öffentlichen Sektor. Die damit verbundenen realwirtschaftlichen Verzerrungen sind bereits eingetreten und können auch nicht rückgängig gemacht werden. Da sich

4 Vgl. P. Bagus: The Tragedy of the Euro, Ludwig von Mises Institute, Auburn, AL, 2010.

die im Rahmen der Zahlungsbilanzfinanzierung durch das Eurosystem begünstigten Investoren nicht individuell identifizieren lassen, ist auch eine nachträgliche Gewinnabschöpfung durch den Staat nicht zielgenau möglich.

Wird die Target2-Dynamik durch eine Rückkehr zu EWU-einheitlichen höchsten Refinanzierungsanforderungen und ein Ende der Vollzuteilungspolitik gestoppt, so bestehen die bis dato aufgelaufenen Target2-Positionen zwar zunächst fort. Die sich hieraus ergebenden Probleme dürften jedoch transitorischer Natur sein. Dem Anschwellen der Target2-Positionen entspricht auf der Aktivseite der konsolidierten Bilanz des Eurosystems ein Austausch von Vermögenswerten der Überschussländer durch qualitativ minderwertigere Vermögenswerte aus den Defizitländern. Kehrt aber die Geldpolitik des Eurosystems zu hohen Refinanzierungsstandards zurück, so werden mit dem Auslaufen der Refinanzierungsgeschäfte (bzw. der Fälligkeit der von der EZB erworbenen Wertpapiere) die Aktiva aller Eurosystem-Mitgliedsbanken nach und nach durch erstklassige Vermögenswerte ersetzt. Die Target2-Positionen könnten dann zwar fortbestehen, verlören aber an ökonomischer Brisanz. Es wäre dann sogar möglich, dass die beteiligten Zentralbanken ihre Target2-Positionen durch einen Aktiv-Tausch glattstellen, weil dann das Kollateral im gesamten Eurosystem von gleich hoher Qualität sein wird.

Geldpolitik aus ihrem Dilemma befreien

Es gehört zu den Voraussetzungen eines funktionalen Ordnungsrahmens, dass für nicht deckungsgleiche Ziele (Geldversorgung, Finanzmarktstabilität) auch verschiedene wirtschaftspolitische Instrumente eingesetzt werden, um Dosierungskonflikten vorzubeugen.⁵ Da die Geldpolitik mit der Steuerung der monetären Basis nur über ein einziges unabhängiges Instrument verfügt, gerät sie zwangsläufig in einen solchen Konflikt, wenn ihr beide Aufgaben übertragen werden bzw. wenn die für die Finanzmarktstabilität notwendigen Weichenstellungen durch die Finanzpolitik ausbleiben.

Der Ordnungsrahmen für eine europäische Hartwährungsunion muss gewährleisten, dass die Geldpolitik im gesamten Währungsraum zukünftig nach einheitlichen Kriterien durchgeführt wird, die sich am Zahlungsmittelbedarf des Nichtbankensektors unter Wahrung der Preisstabilität orientieren. Dies impliziert eine Abkehr von der Vollzuteilungspolitik und einheitlich höchste Refinanzierungsstandards innerhalb des Währungsraums. Hierfür ist es unerheblich, ob am zweistufigen Zentralbanksystem festgehalten wird oder nicht. Entscheidend ist vielmehr, dass die nationale Seg-

mentierung des Kreditwesens durch eine auf EWU-Ebene zentralisierte Regulierung überwunden und so die monetäre Integration auch auf der Ebene der Geschäftsbanken vollzogen wird. Hingegen ist eine Zentralisierung der Finanzpolitik (Fiskalunion) auf europäischer Ebene keineswegs notwendig; sie wäre sogar kontraproduktiv.⁶

Die Währungsordnung ist zwingend durch eine Finanzmarktordnung zu flankieren, die den Trägern der Geldpolitik die Aufgabe der Finanzmarktstabilisierung abnimmt. Hierzu sind Mechanismen vorzusehen, die die Verlusttragfähigkeit der Geschäftsbanken ausweiten und im Extremfall auch länderübergreifend deren geordnete Abwicklung zulassen.⁷ Auf diese Weise würden Brandmauern zwischen der Liquiditätsbereitstellungsfunktion (Aufrechterhaltung der Zahlungssysteme) und der Kapitalsammelstellenfunktion (Finanzintermediation) der Geschäftsbanken errichtet, die fortan die Insolvenz von privaten wie öffentlichen Kapitalnehmern zulassen, ohne dass dies die volkswirtschaftlichen Geldkreisläufe zu zerrütten droht. Nur so können die Nichtbeistandsklausel sowie das Verbot der Staatsfinanzierung im Maastricht-Vertrag wieder glaubwürdig in Kraft gesetzt werden.

Haftungsprinzip mittels CoCo-Bonds zur Geltung bringen

Bedingte Zwangswandelanleihen (Contingent Convertible Bonds, kurz CoCos) bringen das Haftungsprinzip im Bankensektor wirksam zur Geltung und stellen daher ein anreizgerechtes Refinanzierungsinstrument für die Geschäftsbanken dar.⁸ Derzeit werden vor allem höhere Eigenkapitalvorschriften im Rahmen der Basel-III-Reform diskutiert. Dieser Regulierungsansatz ist anspruchsvoll, da sowohl die Risikogewichtung der Aktiva als auch die Klassifikation des Eigenkapitals sehr schwierige Bewertungsfragen aufwirft. CoCos entschärfen dieses Problem beträchtlich. Hierzu wäre den Geschäftsbanken vorzuschreiben, dass die von ihnen ausgegebenen Anleihen in Eigenkapital umgewandelt werden, sobald eine bestimmte Eigenkapitalquote aufgrund

5 Vgl. J. Tinbergen: Economic Policy. Principles and Design, Amsterdam 1978.

6 O. Sievert: Geld, das man nicht selbst herstellen kann – Ein ordnungspolitisches Plädoyer für die Europäische Währungsunion, in: P. Bofinger, S. Collignon, E.-M. Lipp (Hrsg.): Währungsunion oder Währungschaos? Was kommt nach der D-Mark?, Wiesbaden 1993.

7 M. Dewatripont, X. Freixas: Bank Resolution: Lessons from the Crisis, in: The Crisis Aftermath: New Regulatory Paradigms, Center for Economic Policy Research, S. 105-143, London 2012; D. Schoenmaker: Bank Supervision and Resolution: The European Dimension, in: Law and Financial Markets Review, 6. Jg. (2012), S. 52-60.

8 M. J. Flannery: No pain, no gain: Effecting market discipline via reverse convertible debentures, in: H. S. Scott (Hrsg.): Capital adequacy beyond Basel: Banking securities and insurance, Oxford 2005; D. J. Snower: The Next Steps in Overcoming the Financial Crisis, Kiel Institute Focus 2, <http://www.ifw-kiel.de/media/kiel-institute-focus/2008/focus02>, Kiel 2008; B. Rudolph: Die Einführung regulatorischen Krisenkapitals in Form von Contingent Convertible Bonds (CoCos), in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 63. Jg. (2010): 1152-1155.

realisierter Verluste im operativen Geschäft unterschritten wird. Der damit verbundene Verwässerungseffekt auf das Eigenkapital würde die Führung der Banken dazu veranlassen, bei der Kreditvergabe risikobewusster zu handeln. Gleichzeitig bliebe es den Banken überlassen, ihre Risikomodelle in eigener Regie zu entwickeln, wodurch gleichgerichtetem Verhalten vorgebeugt wird.

Zwangsrekapitalisierung von Banken und Fokussierung der EFSF-/ESM-Mittel

Da eine solche Restrukturierung des Fremdkapitals von Geschäftsbanken nicht über Nacht erfolgen kann, sind Übergangslösungen erforderlich. Solange die Regulierung der Banken noch nicht EWU-einheitlich erfolgt, sollten die einzelnen Mitgliedstaaten Bankenabwicklungsgesellschaften (BAGs) einrichten, die notleidende Kreditinstitute zwangsweise rekaptalisieren, sobald ihr Eigenkapital eine kritische Grenze unterschreitet. Für den Fall, dass dies einen einzelnen Mitgliedstaat überfordert, tritt eine analoge Abwicklungsgesellschaft auf der Ebene des Euroraums ein, für die alle Mitgliedstaaten entsprechend dem EZB-Kapitalschlüssel haften. Sobald die einheitliche Regulierung aller EWU-Banken vollendet ist, können auch die nationalen Abwicklungsgesellschaften aufgelöst werden. Nur ihr europäisches Pendant besteht fort.

Im Markt gescheiterte Geschäftsbanken werden durch BAGs nicht „gerettet“, sondern lediglich systemschonend abgewickelt. Eine Verlustbeteiligung der Fremdkapitalgeber ist dabei selbstverständlich. Die Zwangsrekapitalisierung maroder Geschäftsbanken wäre für die bisherigen Eigentümer maximal unattraktiv, weil ihr eingesetztes Kapital dabei aufgebraucht wird. Sie haben daher einen starken Anreiz, nicht durch eine Abwicklungsgesellschaft aufgefangen zu werden.

Die Konzentration des Einsatzes staatlicher Mittel zur gezielten Bankenrekapitalisierung hat gegenüber der EFSF-/ESM-Lösung den Vorteil einer wesentlich höheren Treffergenauigkeit. Die staatlichen Rettungsfonds schirmen alle Gläubiger von Staatsanleihen vor Verlusten ab. Dies ist mit erheblichen Fehlanreizen und unvermeidbaren Umverteilungseffekten zwischen Anlegern und Steuerzahlern verbunden. Darüber hinaus führen die Hilfszahlungen in den Empfängerländern zu erheblichen Eingriffen in die fiskalische Souveränität und zu einem enormen Kontrollaufwand. Die BAG-Variante konzentriert sich auf den Geschäftsbankensektor und reizt dessen private Schuldentragfähigkeit vollständig aus. Dies impliziert freilich, dass auch Staaten als Schuldner insolvent werden können. Nichts anderes besagt aber schon die Nichtbestandsklausel des Maastrichter Vertrages, der mit einem solchen Ansatz wieder zu Glaubwürdigkeit verholfen werden kann.

Die Zeit drängt

Die geldpolitische Ausnahmesituation, in die das Eurosystem geraten ist, kann nicht beliebig lang strapaziert werden. Die notwendigen ordnungspolitischen Reformmaßnahmen sollten daher nicht irgendwann, sondern müssen schnellstmöglich umgesetzt werden. Je länger die Geldpolitik im Krisenmodus verharrt, desto stärker werden die zentrifugalen Kräfte innerhalb der Währungsunion (Spannungen zwischen Überschuss- und Defizitländern) und desto größer wird die Gefahr, dass die Glaubwürdigkeit der monetären Instanzen in Frage gestellt wird. Diese Glaubwürdigkeit ist der alleinige Stabilitätsanker in einem Papiergeldsystem. Geht sie verloren, so gerät das gesamte Währungsgefüge ins Wanken. Eine Wiederherstellung des beschädigten Vertrauens wäre langwierig und realwirtschaftlich schmerzhaft.

Title: *National Money Creation Destabilizes the Euro Area*

Abstract: *The Eurosystem has been operating in crisis mode for more than four years now. Massive quantitative and qualitative easing in its monetary policy stance are the visible marks of its response to the turbulence in the financial sector. This policy aims primarily at maintaining financial stability in the euro area by providing vast liquidity support to commercial banks that are operating in nationally segmented banking systems. The sovereign debt crises in some member countries further exacerbate the segmentation problem along country borders. As a side effect, cross-border capital flows are substituted by money market operations by the national central banks. The latter are engaging more and more often in substantial balance-of-payments financing, and financial risks are shifted from investors to European taxpayers via the Eurosystem. Symptomatically, this shows up in exploding TARGET2 positions in the national central banks' balance sheets. The longer this process continues, the stronger the centrifugal forces become that ultimately might burst the single currency. A solution requires a euro area-wide regulatory approach for the financial sector. Next to a uniform scheme for banking regulation, supervision and resolution, we recommend the comprehensive introduction of contingent convertible bonds (CoCos) as a major refinancing source for the banking industry. As this proposal cannot be introduced overnight, national and European banking resolution funds are necessary in the short run. The latter do not rescue banks, but they kick in as soon as a bank's equity is depleted in order to wind down failing banks in a systemically prudent way.*

JEL-Classification: E42, E51, E58, F32, F34