

Heinsohn, Gunnar; Steiger, Otto

Article — Digitized Version

Kategorie-2-Sicherheiten: Alarmierende Defekte im zukünftigen ESZB

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Heinsohn, Gunnar; Steiger, Otto (1997) : Kategorie-2-Sicherheiten: Alarmierende Defekte im zukünftigen ESZB, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 77, Iss. 5, pp. 265-267

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/137474>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Gunnar Heinsohn, Otto Steiger*

Kategorie-2-Sicherheiten: alarmierende Defekte im zukünftigen ESZB

Anfang dieses Jahres hat das Europäische Währungsinstitut (EWI) Einzelheiten über den Handlungsrahmen des zukünftigen Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) bekanntgegeben. Danach werden bei der Emission von Eurogeld die bisherigen Standards der Deutschen Bundesbank bezüglich der Sicherheiten der Eigentumstitel beträchtlich unterschritten. Was bedeutet dies für die Stabilität und die Stärke des Euro?

Eine Währung ist hart, wenn eine Zentralbank, die sie emittiert, ebenso handelt wie eine solide Geschäftsbank, die Kredit vergibt. Eine solide Geschäftsbank zu sein, bedeutet, daß Kredite nur gegen gute Eigentumstitel als Sicherheiten vergeben werden. Entsprechend handelt eine Zentralbank solide, wenn sie ihr Geld nur an solche Geschäftsbanken gibt, die ihr dafür ebenfalls gute Sicherheiten abtreten müssen. Es ist sicher keine unrealistische Annahme, daß die gesetzmäßige Aufgabe der Deutschen Bundesbank, „die Währung zu sichern“¹, in der Beachtung dieses Grundsatzes entscheidend verankert ist.

Bei der Diskussion um die behauptete Härte des Euro haben die wirklich relevanten, also die bankmäßigen Erfordernisse für die Härte einer Währung keine Rolle gespielt. In der Debatte um die Einführung des Euro zum 1. Januar 1999 hat man sich auf die beiden fiskalischen Kriterien des Maastricht-Vertrages konzentriert: das Defizit der öffentlichen Haushalte (3%) und die öffentliche Schuldenquote (60%). Für sich selbst genommen sagen diese Größen aber nichts über die Solidität einer Währung aus. Am harten Yen Japans, dessen öffentliche Schulden bei bald 90% angelangt sind und dessen Budgetdefizit weit über 3% liegt, mag das deutlich werden.

Eher am Rande behandelt hat man die drei monetären Kriterien des Vertrags von Maastricht: Abweichung um nicht mehr als 1,5% von den drei Mitglieds-

ländern mit den niedrigsten Inflationsraten und um 2% von den dortigen langfristigen Zinssätzen sowie keine Abwertung im Europäischen Währungssystem (EWS). Aber auch diese Kriterien sind mit der Härte einer Währung nur sekundär verbunden. So garantiert gerade das dabei im Vordergrund stehende Ziel der Preisstabilität keinesfalls eine harte Währung, wie das Beispiel der USA zeigen mag. Definitive („outright“) und damit risikoreiche Ankäufe von Staatspapieren für die Geldemission durch das Federal Reserve System - statt von risikoarmen Sicherheiten wie durch die Bundesbank - haben entscheidend dazu beigetragen, die ehemals unangefochtene Leitwährung US-Dollar zu unterminieren. Entsprechend ist er gegenüber der D-Mark von einst 1:4,2 auf heute 1:1,7 gefallen. Auch der historische Tiefpunkt des Dollars im August 1995 (1:1,35 gegenüber der D-Mark) hing ja keinesfalls damit zusammen, daß in dieser Zeit die Inflationsrate in den USA höher als in der Bundesrepublik gelegen hätte.

Standards der Bundesbank unterlaufen

Die Diskussion guter Sicherheiten für die Qualität des Euro ist nicht allein aus Unverständnis und Desinteresse unterblieben. Sie wurde auch dadurch erschwert, daß bis zur Publikation des Europäischen Währungsinstutts (EWI) vom 8. Januar 1997 über „Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3“² nichts über den Handlungsrahmen des zukünftigen Europäischen

Prof. Dr. Gunnar Heinsohn, 53, und Prof. Dr. Otto Steiger, 58, lehren Wirtschafts- und Sozialwissenschaften an der Universität Bremen.

* Kurzfassung eines Vortrages gehalten bei der Forward Studies Unit der Europäischen Kommission am 31. Januar 1997 in Brüssel.

¹ Vgl. Gesetz über die Deutsche Bundesbank in der Neufassung vom 22. 10. 1992, § 3, in: Bundesgesetzblatt I, S. 1782.

Systems der Zentralbanken (ESZB) bekannt war. In den Presseberichten über diese Studie wurden lediglich die vom EWI vorgeschlagenen geldpolitischen Instrumente des ESZB beachtet. Die zugleich präsentierten Überlegungen zu den Sicherheiten für die Herausgabe von Eurogeld sind vollkommen übergangen worden. So hat bisher niemand bedacht, daß das vom EWI gegenüber einer Stabilisierung des Wechselkurses präferierte Ziel eines stabilen Preisniveaus nicht das gleiche bedeutet wie die gesetzliche Aufgabe der Bundesbank, „die Währung zu sichern“. Preisstabilität aber muß keineswegs – wie am Dollar gezeigt – automatisch zu einer hohen Bewertung des Euro führen.

Trotz der Deklaration des EWI, daß für alle Kreditgeschäfte des ESZB „ausreichende Sicherheiten“ zu stellen sind, wird schon nach dem ersten Blick in seine Studie deutlich, daß beispielsweise die bisherigen Standards der Deutschen Bundesbank auf alarmierende Weise unterlaufen werden. Es wird nicht etwa nur eine Kategorie risikoarmer Eigentumstitel definiert, gegen die das ESZB Euros emittieren darf. Vielmehr gibt es zwei Gruppen absteigender Güte, Sicherheiten der „Kategorie-1“ und der „Kategorie-2“.

Anlaß zur Sorge

Bereits die „Kategorie-1-Sicherheiten“ geben zur Sorge Anlaß. Neben ESZB-Schuldverschreibungen gehören zu ihnen marktfähige Sicherheiten. Diese allerdings dürfen nicht nur aus dem Euro-Raum emittiert werden, sondern stammen aus dem gesamten Europäischen Wirtschaftsraum (EWR), d.h. auch aus EU-Ländern, die sich nicht für den Euro qualifiziert haben, sowie aus Island, Norwegen und Liechtenstein. In den beiden letztgenannten Ländern dürfte kein Qualitätsabfall bei diesen Sicherheiten zu befürchten sein. Bei marktfähigen Sicherheiten aus Griechenland und Portugal – beide Länder dürften beim Start des Euro nicht dabei sein – kann jedoch nicht die gleiche Zuversicht walten.

Überdies sind die Kategorie-1-Sicherheiten keinesfalls so risikoarm wie etwa die von der Bundesbank für die Geldemission verlangten Titel. Wie die Bundesbank soll auch das ESZB Wertpapierpensionsge-

schäfte – also Transaktionen mit Rückkaufvereinbarung – durchführen. Anders als die Bundesbank, jedoch ganz wie das Federal Reserve System, soll das ESZB überdies definitive und damit risikoreiche Ankäufe von Sicherheiten tätigen dürfen.

Am alarmierendsten jedoch mutet die Zulassung bestimmter Positionen in den „Kategorie-2-Sicherheiten“ an. Zu ihnen gehören Titel, die eine Zentralbank mit dem Ziel einer harten Währung niemals akzeptieren dürfte. Das EWI rechtfertigt sie damit, daß im zukünftigen Euro-Währungsraum „unterschiedliche nationale Finanzstrukturen und Zentralbankgepflogenheiten, insbesondere in Bezug auf private Sicherheiten existieren“. Das EWI preist die Zulassung von weichen Kategorie-2-Sicherheiten als besondere Potenz des ESZB, „ein breites Spektrum von Sicherheiten“ verwenden zu können. Bei der Rede von einem breitem Spektrum assoziiert man gewöhnlich ein solides Fundament, während in Wirklichkeit das glatte Gegenteil der Fall ist. Denn die Solidität einer Währung kann nur einen ganz eng gezogenen Bonitätsrahmen ertragen.

Im Breitspektrum-Vorschlag des EWI steckt Dynamit. Eine nationale Zentralbank, die heute eine schwache Währung emittiert, weil ihr Geld mit risikoreichen Sicherheiten „gedeckt“ wird, darf morgen unter demselben Mechanismus Euros herausgeben, die dann aber überall im Europäischen Währungsraum angenommen werden müssen. Schlimmer noch, eine Zentralbank, die heute eine harte Währung pflegt, wird gezwungen, auch die weichen Sicherheiten der Kategorie-2 zur Refinanzierung zu akzeptieren. Das Ergebnis kann nur ein Euro sein, der weicher ist als die gegenwärtigen Hartwährungen in der EU.

Die Risiken weicher Sicherheiten

Warum sind einige der Kategorie-2-Sicherheiten als weich zu kennzeichnen? Nicht weich sind marktfähige Sicherheiten wie die guten Handelswechsel, deren Überlassung nur noch von der Bundesbank und der Österreichischen Nationalbank für die Geldemission verwendet werden. Darüber hinaus werden ausdrücklich jedoch auch „nicht marktfähige Schuldtitel“ zugelassen. In einem Kommentar zum EWI-Vorschlag denkt die Bundesbank³ in Abkehr ihrer bisherigen harten Grundsätze der Notenemission für ihren Geltungsbereich dabei an die Einbeziehung von Kreditforderungen der Geschäftsbanken gegenüber Wirtschaftsunternehmen, die selbst bei strengster Bonitätsprüfung keinesfalls so risikoarm sind wie Handelswechsel.

² Europäisches Währungsinstitut: Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3: Festlegung des Handlungsrahmens, Frankfurt am Main, Januar 1997.

³ Deutsche Bundesbank: Geldpolitische Strategie und Instrumentarium des Europäischen Systems der Zentralbanken, Informationsbrief zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, Nr. 4, Februar 1997.

Für andere nationale Zentralbanken dürften zu diesen Schuldtiteln aber vor allem Staatspapiere gehören, die – wie in Italien – Geschäftsbanken in ihr Portefeuille aufzunehmen gezwungen sind. Zudem sollen auf einem geregelten Markt gehandelte Aktien als Kategorie-2-Sicherheiten akzeptiert werden. Diese erfahren zwar eine Marktbewertung, sind aber bei ihrer typischen Volatilität mit einem hohen Risiko behaftet. Die weichen Kategorie-2-Sicherheiten sollen in der Regel ebenfalls aus dem gesamten Europäischen Wirtschaftsraum stammen dürfen.

Das EWI weiß um die Risiken der weichen Kategorie-2-Sicherheiten und um die empfindlichen Verluste, die sie für das ESZB bedeuten können. Es hofft aber, daß die Risiken durch „feste Abschläge“ auf diese schlechten Sicherheiten kontrolliert werden können. Darüber hinaus sollen sie nicht bei definitiven Käufen zum Zuge kommen, bei denen das Risiko ja schon beim ESZB liegt.

Vermeidung politischer Unruhen

Der Sinn, bereits die Kategorie-1-Sicherheiten relativ weich zu halten und welche Kategorie-2-Sicherheiten überhaupt zuzulassen, ist leicht zu erkennen. Er hat nichts mit der Härte der Währung, aber alles mit der Vermeidung der Härten zu tun, die eine wirklich harte Währung nach sich ziehen müßte. Den nationalen Regierungen soll auch für die Zukunft die Möglichkeit erhalten bleiben, ihre Budgets per Kredit zu finanzieren. Würden härteste Kriterien à la Bundesbank schon jetzt bei den nationalen Zentralbanken zum Zuge kommen, dürften etliche Kandidaten die Lust am Euro ganz unabhängig davon verlieren, ob sie die Maastricht-Kriterien erfüllen oder nicht. Die nationalen Geschäftsbanken könnten dann nämlich nicht mehr wie bisher ihre Regierungen dadurch mit Geld versorgen, daß sie deren weiche Titel bei ihrer Zentralbank umstandslos in nationale Währung umwandeln können. Der dann einsetzende Ausfall der Geldversorgung würde in kürzester Zeit Rebellionen in den nationalen nicht mehr bezahlbaren Staatssektoren provozieren.

Man könnte solche Unruhen vermeiden, wenn es eine europäische Sozialpolitik gäbe, die Megabeträge nach Art der Ostdeutschlandtransfers dann in viele Regionen der EU schaufeln würde. Eine solche Instanz soll es aber nach dem Maastricht-Vertrag gerade nicht geben. Man will soziale Verwerfungen mithin

dadurch vermeiden, daß der Euro ebenso leicht beschafft werden kann wie bisher nur Lira oder Peseta.

Fehlende Härtekonvergenz der Währungen

Bei den national unterschiedlichen Regelungen für beispielsweise die Fleisch- oder Milchproduktion hat die EU einheitliche Ordnungen erlassen, ehe der gemeinsame Markt geöffnet wurde. Auch die Währungsunion sollte erst nach Erlaß einer Europäischen Zentralbankenordnung beginnen, die alle nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsraums zwingt, bereits ihr gegenwärtiges Geld nur gegen Sicherheiten einheitlich hoher Bonität zu emittieren und zudem in ihren Bilanzen einheitliche Bewertungsgrundsätze anzuwenden. So gehört zum Beispiel in der Bilanz der Bundesbank Gold zu den risikoarmen Sicherheiten, weil es nur mit ca. 25% des Marktpreises bewertet wird. Holland und Irland nehmen dagegen bei seiner Bewertung nur einen Abschlag von 30% vor, während Frankreich und Italien Gold gleich zu vollem Marktpreis in ihren Büchern stehen haben.

Statt also den Euro bereits zum 1. Januar 1999 einzuführen, sollte zu diesem Termin erst einmal eine einheitliche Ordnung für alle nationalen Zentralbanken der EU umgesetzt werden. Jedes Mitgliedsland kann dann seine eigene harte Währung emittieren. Erst wenn diese Härtekonvergenz erreicht ist, wäre der Grundfehler der Europäischen Währungsunion, der bereits auch im EWS virulent ist, ausgeräumt, die bankmäßigen Kriterien guter Sicherheiten überhaupt nicht berücksichtigt zu haben.

Wird dagegen – wie jetzt entschieden – bei der Schaffung der Europäischen Währungsunion nicht mit dem ersten Schritt einer einheitlichen Ordnung für alle nationalen Zentralbanken begonnen, sondern gleich mit dem zweiten Schritt der Ausgabe einer übernationalen Währung gestartet und lediglich gehofft, daß die nationalen Zentralbankordnungen sich schon von alleine harmonisieren würden, dann werden wir einen weichen Euro bekommen. Seine Qualität wird zum schlechtesten nationalen Geld tendieren, dessen Emissionsbank im Frühjahr 1998 nicht etwa nach den Kriterien für eine gute Zentralbank, sondern nach den gänzlich bankfremden Kriterien von Maastricht als Mitglied des ESZB zugelassen wird. So hat kürzlich auf der Jahrestagung des „Deutschen Vereins für Versicherungswissenschaft“ in Wien Professor Ray Rees ganz in diesem Sinn als wahrscheinlichste Variante der Währungsunion eine Entwicklung bezeichnet, bei „der die Inflation bei 6% liege und der Euro so stark wie die italienische Lira sei“⁴.

⁴ „Lebensversicherer sind Kunden Informationen über den Euro schuldig“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 64 vom 17. 3. 1997, S. 15.