

Mayer, Thomas; Möbert, Jochen; Weistroffer, Christian

**Article**

## Makroökonomische Ungleichgewichte in der EWU und das Eurosystem

ifo Schnelldienst

**Provided in Cooperation with:**

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

*Suggested Citation:* Mayer, Thomas; Möbert, Jochen; Weistroffer, Christian (2011) : Makroökonomische Ungleichgewichte in der EWU und das Eurosystem, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 64, Iss. 16, pp. 31-38

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/164999>

**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.*



Thomas Mayer\*

Jochen Möbert\*\*

Christian Weistroffer\*\*\*

### Makroökonomische Ungleichgewichte in der EWU und das Eurosystem

Vor der Finanzkrise äußerten sich Vertreter der EZB kritisch über die mangelnde Haushaltsdisziplin in zahlreichen EWU-Mitgliedsländern, taten jedoch Besorgnisse über Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb der Währungsunion als unbegründet ab. Sie stellten die rhetorische Frage, warum man sich über Leistungsbilanzungleichgewichte in der EWU Gedanken machen sollte, wenn doch niemand Befürchtungen wegen Leistungsbilanzungleichgewichten zwischen den einzelnen US-Bundesstaaten hege. Im Rückblick ist klar, dass der Vergleich mit den USA hinkte und dass die Sorglosigkeit unangebracht war. Dem Euroraum mangelt es am notwendigen Grad an politischer, wirtschaftlicher und finanzieller Integration, der Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen seinen Mitgliedsstaaten belanglos machen würde.

In den USA sind große Unternehmen und Banken landesweit aktiv, viel stärker als dies innerhalb der EWU der Fall ist. Darüber hinaus mildert die US-Regierung wirtschaftliche Diskrepanzen zwischen den Bundesstaaten durch Transfers ab (vor allem durch die Sozialversicherung), während die Transfermöglichkeiten innerhalb Europas stark eingeschränkt sind. In den seltenen Fällen, in denen regionale Ungleichgewichte ein Risiko für die wirtschaftliche und finanzielle Stabilität der USA darstellen, zeichnen zentrale Behörden für das Krisenmanagement verantwortlich. Als z.B. eine unvorsichtige Kreditvergabe lokaler Sparkassen in Texas Anfang der Achtzigerjahre eine Finanzkrise auslöste, ergriff die US-Regierung Maßnahmen zur Stabilisierung des Bankensystems und strukturierte den Sektor um. Im Gegensatz dazu gibt es in der EWU kaum eingebaute Mechanismen zur Korrektur von langfristig nicht tragbaren Leistungsbilanzun-

gleichgewichten; ein dauerhafter Krisenmechanismus wird derzeit noch erarbeitet.

Wenn eine übermäßige private und staatliche Kreditaufnahme im Ausland zu einem nicht tragbaren Leistungsbilanzdefizit führt, besteht das Risiko, dass ein EWU-Land plötzlich von der Möglichkeit zur Finanzierung dieses Defizits abgeschnitten wird. Ein ähnliches Finanzierungsrisiko trat in den Achtziger- und Neunzigerjahren in den Schwellenländern zutage, welche sich in ausländischer Währung verschuldet hatten. Das Phänomen des plötzlichen Verlusts des Zugangs zu den internationalen Kapitalmärkten wird in der Literatur auch als »Sudden Stop« oder »plötzlicher Stopp« bezeichnet. Es besteht jedoch ein wichtiger Unterschied zwischen dem »plötzlichen Stopp« von Kapitalzuflüssen, wie ihn Schwellenländer in der Vergangenheit verzeichneten, und dem »plötzlichen Stopp«, den einige EWU-Mitgliedsländer derzeit durchmachen. Da die Währungsreserven und damit die Möglichkeit, über längere Zeit Zahlungsbilanzdefizite (also Defizite sowohl der Leistungs- als auch der Kapitalbilanz) zu finanzieren, in den Schwellenländern sehr begrenzt war, führte der »plötzliche Stopp« in der Regel zu einer Wechselkursabwertung und in einigen Fällen zu einem Zahlungsausfall bei den Fremdwährungsverbindlichkeiten. In den EWU-Mitgliedsländern ist eine Wechselkursabwertung hingegen ausgeschlossen. Dort wurde zur Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten das System der Zentralbanken des Euroraums – das Eurosystem – herangezogen. Euro-Währungsreserven standen und stehen den Defizitländern quasi unbegrenzt zur Verfügung. Infolgedessen konnten sich beträchtliche finanzielle Ungleichgewichte innerhalb des Eurosystems entwickeln. Für eine Rückkehr zu marktbasierter Finanzierungsstrukturen müssen diese Ungleichgewichte in den Defizitländern nun abgebaut werden. Dies wird in einer Reihe von Ländern über mehrere Jahre hinweg einen schmerzhaften Schuldenabbau im privaten und öffentlichen Sektor erfordern.

Im Folgenden analysieren wir die Rolle des Eurosystems bei der Finanzierung makroökonomischer Ungleichgewichte in der EWU. In Abschnitt 1 beschreiben wir, wie sich die Leistungsbilanzungleichgewichte im Euroraum seit Beginn der Währungsunion entwickelt haben – in einer Zeit, in der übermäßiger Risikoappetit in den Finanzmärkten auch schlechten Schuldnern beinahe unbegrenzten Zugang zu Krediten ermöglicht hat. In Abschnitt 2 zeigen wir, wie das Eurosystem zur Finanzierung der Defizite im öffentlichen Sektor beigetragen hat, und in Abschnitt 3 erläutern wir, wie das Eurosystem in jüngster Zeit fehlende private Kapitalströme zur Finanzierung der Leistungsbilanzungleichgewichte ersetzt hat. Schließlich diskutieren wir in Abschnitt 4, inwiefern die Ungleichgewichte eine Bedrohung für die EWU darstellen und was zu tun wäre, um dieser Bedrohung zu begegnen.

\* Dr. Thomas Mayer ist Chefvolkswirt der Deutschen Bank, Frankfurt am Main.

\*\* Dr. Jochen Möbert ist Analyst bei der Deutschen Bank, Frankfurt am Main.

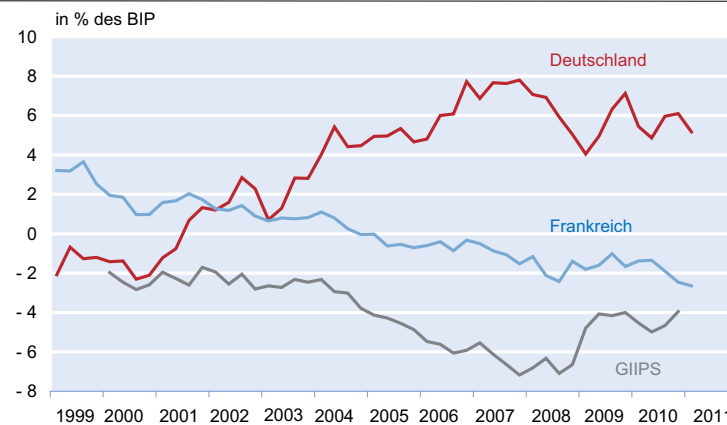
\*\*\*Dr. Christian Weistroffer ist Analyst bei der Deutschen Bank, Frankfurt am Main.

**Anstieg von Leistungsbilanzungleichgewichten innerhalb der EWU**

Seit Beginn der EWU war die externe Leistungsbilanz des Euroraums gegenüber dem Rest der Welt nahezu ausgeglichen. Die moderaten Ungleichgewichte, die von Zeit zu Zeit auftraten, erschienen in keiner Weise bedrohlich. Zwischen den einzelnen EWU-Ländern entwickelten sich jedoch beträchtliche Ungleichgewichte. Eine wichtige Ursache für die dabei entstehenden Defizite war die leichte Verfügbarkeit von Krediten. Niedrige Realzinsen und der uneingeschränkte Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten ermöglichte es einigen Ländern, die Lücke zwischen Ersparnis und Investitionen im privaten und öffentlichen Sektor zu sehr günstigen Konditionen zu finanzieren. Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien – die so genannten GIIPS-Länder, die nach der Einführung des Euro von rekordniedrigen Zinsen profitierten – verzeichneten auf dem Höhepunkt der Kreditblase ein BIP-gewichtetes Defizit von rund 7% des BIP (vgl. Abb. 1). Deutschland dagegen wies im selben Zeitraum einen Leistungsbilanzüberschuss von bis zu 8% des BIP auf, da es nicht in gleichem Maße von einem Zinsrückgang profitierte und die Kosten senkte, um die in den Neunzigerjahren verloren gegangene internationale Wettbewerbsfähigkeit wieder zu erlangen. Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss kompensierte also in etwa das Defizit der GIIPS-Länder (deren BIP zusammengekommen etwa so groß ist wie dasjenige Deutschlands).

In den GIIPS-Ländern überstiegen die Investitionen die heimische Ersparnis, sowohl im privaten als auch im öffentlichen Sektor, was zu einem Anstieg der Leistungsbilanzdefizite in diesen Ländern führte. In Abbildung 2 ist die kumulierte Nettokreditaufnahme des privaten und des öffentlichen Sektors aus dem Ausland dargestellt (d.h. der Kreditbedarf für Investitionen, der sich nicht aus der heimischen Ersparnis finanzieren lässt). Die Nettokreditaufnahme des privaten und des öffentlichen Sektors ergibt im Grunde zusammengekommen den Leistungsbilanzsaldo; in der Praxis bestehen jedoch statistische Differenzen. Graphik 2 zeigt, dass die Leistungsbilanzdefizite Griechenlands und Portugals durch die Nettokreditaufnahme im öffentlichen und im privaten Sektor verursacht wurden. Spaniens Defizit ist dagegen nahezu vollständig auf die Kreditaufnahme des privaten Sektors zurückzuführen. Ebenso wies Irland ein kumuliertes Leistungsbilanzdefizit auf, da die Nettokreditvergabe des öffentlichen Sektors die

**Abb. 1**  
**Leistungsbilanzsalden in der EWU**

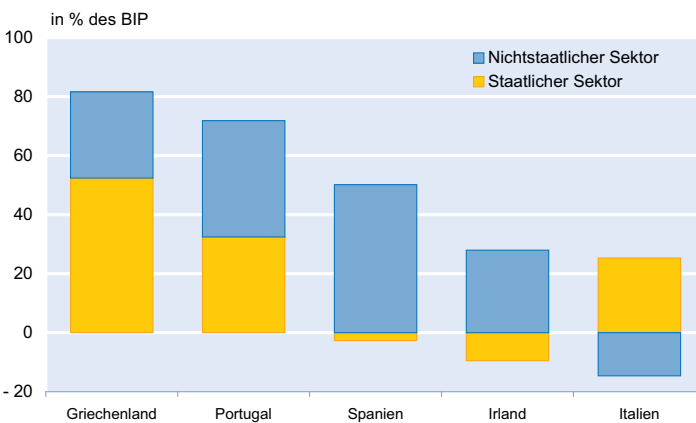


Quelle: Eurostat; Haver Analytics; Deutsche Bank.

Nettokreditaufnahme des privaten Sektors nicht ausglich. In Italien war es umgekehrt.

Vor der Finanzkrise wurde der Entwicklung von Leistungsbilanzungleichgewichten innerhalb der EWU kaum Beachtung geschenkt. Viele Beobachter und Entscheidungsträger – auch bei der EZB – gingen davon aus, dass die Marktkräfte diese Ungleichgewichte problemlos korrigieren würden. Sie übersahen jedoch, dass die unzureichende finanzielle und wirtschaftliche Integration der Länder des Euroraums eine Diversifizierung von Ausfallrisiken über die einzelnen Länder hinweg verhinderte und dass umfangreiche Leistungsbilanzdefizite zu einer Akkumulierung idiosynkratischer (länderspezifischer) Risiken in bestimmten Teilen der EWU führten. Zur Erläuterung: Nehmen wir zunächst an, dass vor allem große, grenzüberschreitende Banken im Euroraum tätig wären. Diese Banken versuchten, ihr Kreditrisiko zu minimieren, indem sie idiosynkratische Risiken ihres

**Abb. 2**  
**Kumulierte S-I-Defizite des öffentlichen und privaten Sektors, 1999–2007**



Quelle: Eurostat; Deutsche Bank.

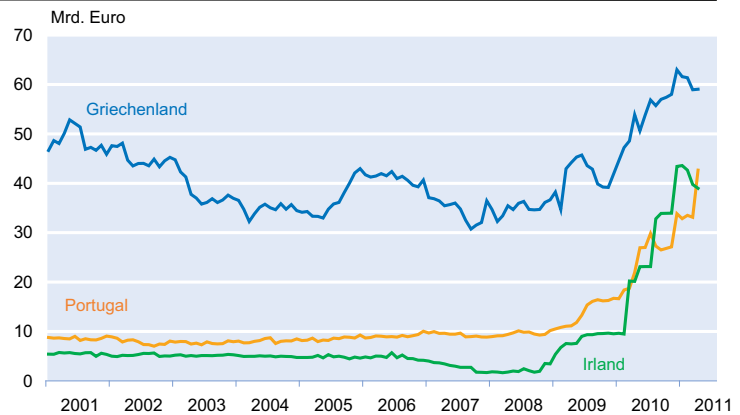
Kreditportfolios länderübergreifend diversifizierten. Auch ihr Finanzierungsrisiko würden sie versuchen zu reduzieren, indem sie etwa ihr Einlagengeschäft länderübergreifend aufstellten. Ein länderspezifischer, negativer Finanzierungs- oder Kreditschock würde dann nicht so schnell zu einem systemischen Risiko werden. Betrachten wir nunmehr den Fall, dass die Banken lediglich auf nationaler Basis tätig sind. Eine Kreditaufnahme in der Gemeinschaftswährung in einem anderen EWU-Mitgliedsland führt dann zu einem Anschlussfinanzierungsrisiko (rollover-risk). Ausländische Gläubiger können eine Rollierung fälliger Verbindlichkeiten verweigern, wenn sie einen Ausfall befürchten. Da die Gläubiger Tilgungseinnahmen nicht in dem Land reinvestieren müssen, in dem sie sie vereinnahmen, kann es zu einem »plötzlichen Stopp« der externen Finanzierungströme kommen. Dies ist ein deutlicher Unterschied gegenüber einem Land, dessen Verschuldung in seiner eigenen Währung denominiert ist. In einem solchen Fall müssen die Tilgungseinnahmen letztendlich im selben Land reinvestiert werden, wenn auch nicht unbedingt vom selben Anleger oder in denselben Vermögenswerten. Ein »plötzlicher Stopp« der Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite ist daher praktisch unmöglich (wenngleich der Wechselkurs einbrechen kann, wenn die Anleger die Währung rasch und in großem Stil verkaufen wollen).

### Finanzierung von Staatsverschuldung durch das Eurosystem

Im vorhergehenden Abschnitt sind wir auf die Entwicklung umfangreicher Leistungsbilanzdefizite innerhalb der EWU eingegangen. Wir haben das Rollover-Risiko für ausländische Verschuldung in den EWU-Ländern mit dem Risiko eines »plötzlichen Stopps« von Kapitalzuflüssen verglichen, wie er in den Schwellenländern in der Vergangenheit stattfand. In diesem und im folgenden Abschnitt betrachten wir die Rolle des Eurosystems bei einem »plötzlichen Stopp«. Wir erläutern, wie das Eurosystem dazu beiträgt die Finanzierungslücke auszufüllen, welche entsteht, wenn sich die Anleger weigern, ausstehende Schulden zu rollieren. Zunächst betrachten wir die Staatsfinanzen.

Zu Beginn der Währungsunion und in ihrem weiteren Verlauf konvergierten die Renditen der Staatsanleihen des Euroraums. Da das Risiko eines staatlichen Zahlungsausfalls als vernachlässigbar angesehen wurde, zogen

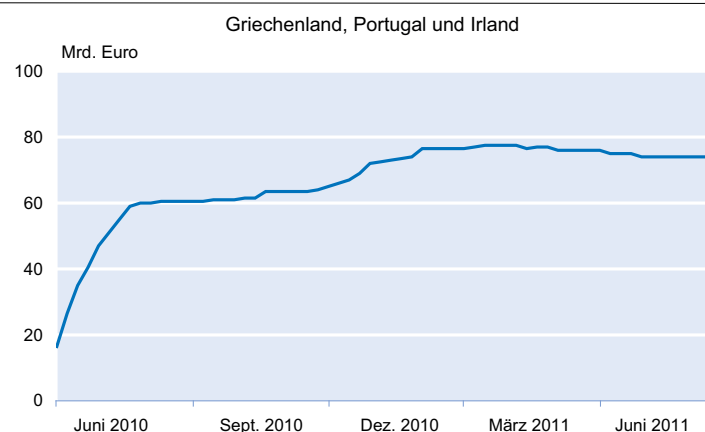
**Abb. 3**  
Kreditvergabe der Banken an den Staat



Quelle: International Financial Statistics; Deutsche Bank.

die Anleger die zunächst höher rentierenden Anleihen von EWU-Ländern mit schwächeren Staatsfinanzen vor, bis die Renditeunterschiede nahezu verschwunden waren. Als die Risikoaversion während der Finanzkrise plötzlich zunahm, zogen sich die Anleger aus Staatsanleihen von Ländern des Euroraums mit schwachen oder zweifelhaften Staatsfinanzen zurück. Zumindest zu Beginn dieser Entwicklung wurde die Finanzierung der finanziell schwächeren Staaten teilweise unfreiwillig vom Eurosystem übernommen. Staatsanleihen wurden an nationale Banken verkauft, die ihre Käufe durch Kreditaufnahmen bei der Notenbank finanzierten. Dabei dienten zum Teil dieselben Anleihen als Sicherheiten, für welche die Kredite bereitgestellt wurden. In dieser Zeit stieg das Engagement der Geschäftsbanken in Staatsanleihen deutlich an, während das Interesse anderer Anleger schwand (vgl. Abb. 3). Weil die Finanzierung aus dem privaten Sektor für eine Reihe von Defizitländern auszutrocknen drohte, begann schließlich im Mai 2010 das Eurosystem, durch die EZB Staatsanleihen direkt am Sekundärmarkt zu erwerben (vgl. Abb. 4).

**Abb. 4**  
Anleihebestände im Rahmen des Securities Market Programme (SMP) der EZB



Quelle: EZB; Deutsche Bank.

Die Einbindung des Eurosystems in die Finanzierung staatlicher Defizite lässt sich mit zwei Argumenten rechtfertigen. Einerseits könnten die Märkte irrational reagiert haben, als sie zahlungsfähigen Regierungen eine Rollierung der ausstehenden Verschuldung verweigerten. Die Einbindung des Eurosystems war demnach angebracht, um Marktübertreibungen zu korrigieren und eine drohende Liquiditätskrise abzuwenden. Andererseits hatte das Eurosystem auch keine andere Wahl, als einzugreifen und Notfallliquidität bereitzustellen, da seinerzeit keine andere Institution für das Krisenmanagement zur Verfügung stand. In jedem Fall aber war das Eingreifen der Notenbank eine Vermengung geopolitischer und fiskalischer Verantwortlichkeit. Je länger das Eurosystem in die Finanzierung staatlicher Defizite eingebunden bleibt, desto schwieriger wird es, diese Maßnahmen zu verteidigen und desto offensichtlicher werden die strukturellen Mängel der EWU.

Langfristig wird die Existenz der Währungsunion in hohem Maße davon abhängen, ob die beiden zentralen Prinzipien der EWU wiederhergestellt werden können: (1) die ausschließliche Konzentration des Eurosystems auf die Preisstabilität und (2) die vollständige Verantwortung der nationalen Regierungen für ihre Finanzen. Das bedeutet zum einen, dass das Eurosystem keine Staaten und Banken mehr stützt, die sich in finanziellen Schwierigkeiten befinden, und zum anderen, dass ein Zahlungsausfall als letzte Sanktion eintritt, wenn die Regierungen dieser Verantwortung nicht gerecht werden.

### Finanzierung von Zahlungsbilanzungleichgewichten durch das Eurosystem

Im vorhergehenden Abschnitt sind wir auf die Rolle des Eurosystems bei der Finanzierung finanzieller Ungleichgewichte im öffentlichen Sektor eingegangen. In diesem Abschnitt befassen wir uns mit seiner Rolle bei der Finanzierung von Zahlungsbilanzungleichgewichten. Wir gehen zunächst auf die Rechnungslegung bei grenzüberschreitenden Zahlungen innerhalb der EWU ein und dann auf die jüngsten Ent-

wicklungen im Interbanken-Zahlungsverkehrssystem des Eurosystems (Target2) (vgl. auch Sinn 2011; Sinn und Wollmershäuser 2011).

Die Rechnungslegung bei grenzüberschreitenden Zahlungen innerhalb der EWU lässt sich am besten anhand eines Beispiels erklären. Nehmen wir an, dass ein griechischer Kunde ein Gut von einem deutschen Lieferanten zum Preis von 5 000 Euro erwirbt. Zur Finanzierung des Kaufs nimmt er bei seiner Bank einen Kredit in Höhe dieses Betrags auf. Sodann weist er seine Bank an, die 5 000 Euro an die Bank des deutschen Lieferanten zu überweisen. Die griechische Bank belastet das Konto ihres Kunden und erteilt der Bank of Greece (BoG), wo sie über ein Konto verfügt, den Auftrag, 5 000 Euro über die EZB und die Bundesbank auf das Bankkonto des Lieferanten zu überweisen. Nach der Überweisung hat die BoG eine Verbindlichkeit in Höhe von 5 000 Euro bei der EZB (vgl. Tab. 1 und 2). Die EZB leitet das Geld an die Bundesbank weiter, die es an die Bank des Kunden überweist, wo es auf dem Konto des Lieferanten gutgeschrieben wird (es ist so, als hätte die BoG einen Kredit bei der EZB aufgenommen, um den Kauf des griechischen Kunden zu finanzieren). Nehmen wir nunmehr an, dass die deutsche Bank des Lieferanten einer griechischen Bank wieder 5 000 Euro leiht. Dann fließt die Zahlung in umgekehrter Richtung über die Zentralbanken zurück und deren Salden bei der EZB werden ausgeglichen (vgl. Tab. 3). Die deutsche Bank hat gegenüber der griechischen Bank einen Anspruch in Höhe von 5 000 Euro, und diese wiederum hat einen Anspruch in derselben Höhe gegenüber ihrem Kunden. Nehmen wir alternativ an, dass die deutsche Bank das Geld nicht nach Griechenland zurückleitet. In diesem Fall behält sie das Geld (und verringert möglicherweise ihre Nachfrage nach Bundesbankgeld), und die Salden der beiden Zentralbanken bei der EZB werden nicht ausgeglichen. Das Volumen der Zentralbankliquidität in den Büchern der deutschen Bank hat sich in diesem Fall erhöht. Irgendwann beschließt die deutsche Bank möglicherweise, dass sie diese Liquidität nicht mehr auf ihrem Konto bei der Bundesbank halten will, und kauft Finanzvermögenswerte oder reicht Kredite aus. So kann die Finanzierung von Zah-

Tab. 1

#### Ursprüngliche Bilanzen der nationalen Zentralbanken und der Geschäftsbanken (in Euro)

Bank of Greece		Bundesbank	
Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
5 000 Kredite an griechische Banken	5 000 Einlagen griechischer Banken	5 000 Kredite an deutsche Banken	5 000 Einlagen deutscher Banken
0 Forderungen ggü. dem Eurosystem	0 Verbindlichkeiten ggü. dem Eurosystem	0 Forderungen ggü. dem Eurosystem	0 Verbindlichkeiten ggü. dem Eurosystem
griechische Bank		deutsche Bank	
Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
10 000 Kredite	10 000 Einlagen	10 000 Kredite	10 000 Einlagen
5 000 Zentralbankliquidität	5 000 Verbindlichkeiten ggü. der Bank of Greece	5 000 Zentralbankliquidität	5 000 Verbindlichkeiten ggü. der Bundesbank

Quelle: Deutsche Bank.

Tab. 2

Bilanzen nach der Zahlung von 5 000 Euro durch den griechischen Kunden an den deutschen Lieferanten (in EUR)

Bank of Greece		Bundesbank	
Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
10 000 Kredite an griechische Banken	5 000 Einlagen griechischer Banken	5 000 Kredite an deutsche Banken	10 000 Einlagen deutscher Banken
0 Forderungen ggü. dem Eurosystem	5 000 Verbindlichkeiten ggü. dem Eurosystem	5 000 Forderungen ggü. dem Eurosystem	0 Verbindlichkeiten ggü. dem Eurosystem
griechische Bank		deutsche Bank	
Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
15 000 Kredite	10 000 Einlagen	10 000 Kredite	15 000 Einlagen
5 000 Zentralbankliquidität	10 000 Verbindlichkeiten ggü. der Bank of Greece	10 000 Zentralbankliquidität	5 000 Verbindlichkeiten ggü. der Bundesbank

Quelle: Deutsche Bank.

Tab. 3

Bilanzen nach Vergabe eines Kredits in Höhe von 5 000 Euro durch eine deutsche an eine griechische Bank (in EUR)

Bank of Greece		Bundesbank	
Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
5 000 Kredite an griechische Banken	5 000 Einlagen griechischer Banken	5 000 Kredite an deutsche Banken	5 000 Einlagen deutscher Banken
0 Forderungen ggü. dem Eurosystem	0 Verbindlichkeiten ggü. dem Eurosystem	0 Forderungen ggü. dem Eurosystem	0 Verbindlichkeiten ggü. dem Eurosystem
griechische Bank		deutsche Bank	
Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
15 000 Kredite	15 000 Einlagen	15 000 Kredite	15 000 Einlagen
5 000 Zentralbankliquidität	5 000 Verbindlichkeiten ggü. der Bank of Greece	5 000 Zentralbankliquidität	5 000 Verbindlichkeiten ggü. der Bundesbank

Quelle: Deutsche Bank.

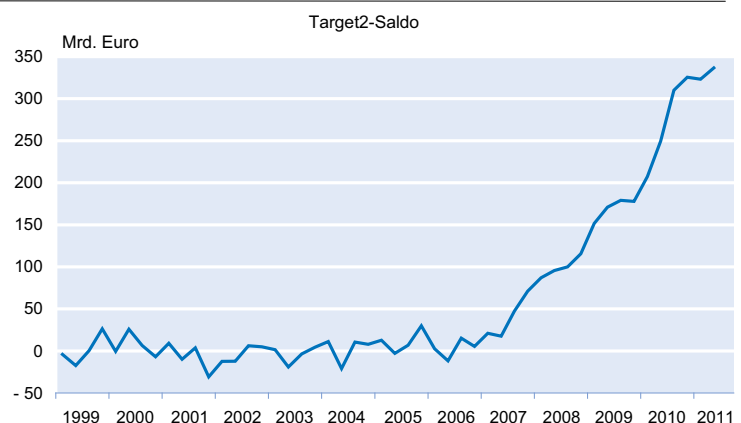
lungsbilanzungleichgewichten über das Eurosystem die Vermögens- und/oder Verbraucherpreis-inflation im Land mit einem Überschuss anheizen.

Abbildung 5 zeigt, wie sich die Target-Salden aus Sicht der Bundesbank entwickelt haben. Bis 2008 lagen die Nettoforderungen der Bundesbank gegenüber der EZB nahe null, was darauf hindeutet, dass die Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb der EWU durch private Kapitalströme finanziert wurden. Seither sind die Nettoforderungen der Bundesbank jedoch deutlich angestiegen, weil die Kapitalströme infolge der zunehmenden Risikoaversion am Interbanken-Geldmarkt austrockneten. Als Deutschlands überschüssige Ersparnis nicht mehr wie bisher vom privaten Sektor exportiert wurde (und der öffentliche Sektor sich noch zurückhielt), übernahm das Eurosystem zunehmend die Kapitalexportfunktion. Diese Entwicklung spiegelte sich in der Folge darin, dass die Banken in den Peripherieländern zur Finanzierung ihrer Aktiva zunehmend auf das Eurosystem zurückgriffen. In Abbildung 6 sind der Gesamtumfang der Refigeschäfte der EZB und der Anteil der drei Länder dargestellt, für die vom IWF bzw. der

EU finanzierte Hilfsprogramme verabschiedet wurden. Im Jahr 2007 flossen noch rund 7% der von der EZB im Rahmen von Repogeschäften bereitgestellten Mittel in diese drei Länder (Griechenland, Irland und Portugal), was in etwa dem Anteil dieser drei Länder am BIP des gesamten Euroraums entsprach. Als die Banken in diesen drei Ländern vom Markt abgeschnitten wurden, stieg ihr Anteil an den Refigeschäften der EZB auf über 50% an.

Abb. 5

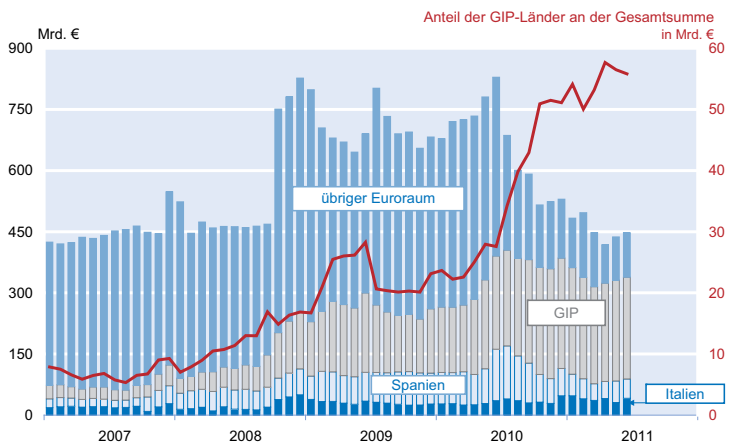
Forderungen der Bundesbank gegenüber der EZB



Quelle: Bundesbank; Deutsche Bank.

Abb. 6

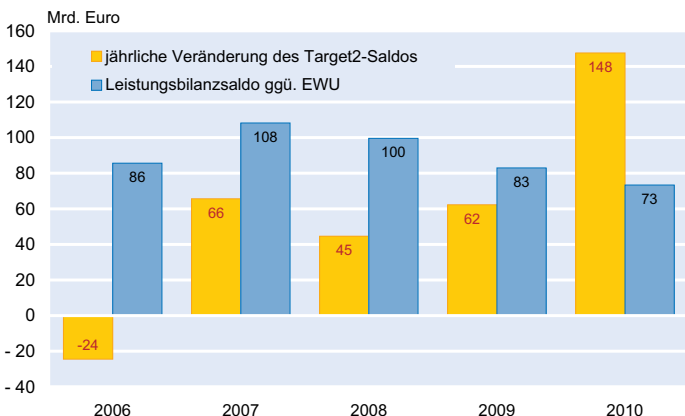
**EZB-Refinanzierungsgeschäfte (Haupt- und langfristige Refi-Geschäfte)**



Quelle: EZB; Deutsche Bank.

Abb. 7

**Forderungen der Bundesbank gegenüber der EZB und Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands**



Quelle: Bundesbank; Deutsche Bank.

Tab. 4

**Target2-Salden (Stand: 31. Dezember 2010)**

	in Mrd. Euro	in % des BIP
Deutschland	325,6	13,0
Luxemburg	67,9	163,2
Niederlande	40,5	6,8
Finnland	19,7	10,9
Italien	3,4	0,2
Malta	- 1,2	19,2
Slowenien	- 2,1	5,8
Zypern	- 6,4	36,6
Slowakei	- 13,3	3,9
Belgien	- 13,9	3,9
EZB	- 21,2	-
Österreich	- 27,5	9,7
Frankreich	- 28,3	1,5
Spanien	- 50,9	4,8
Portugal	- 59,9	34,7
Griechenland	- 87,1	37,8
Irland	- 145,2	94,3

Quelle: Deutsche Bundesbank; Eurostat; Deutsche Bank.

In unserem obigen Beispiel haben wir erläutert, wie Zahlungsbilanzungleichgewichte im Eurosystem aufgrund von Handelsströmen entstehen, die nicht durch Kapitalströme aus dem privaten oder öffentlichen Sektor finanziert wurden. Ungleichgewichte können jedoch auch allein durch Kapitalbewegungen hervorgerufen werden. Nehmen wir an, ein griechischer Sparer beschließt, seine Einlagen nach Deutschland zu verlagern. Dies führt zu einer Verbindlichkeit auf dem ES-Konto der griechischen Zentralbank und einer Forderung auf dem Konto der Bundesbank. Umgekehrt reduziert ein Verkauf griechischer Staatsanleihen ans Ausland – etwa durch eine griechische Bank an eine deutsche Versicherung – die Verbindlichkeit der griechischen Zentralbank und die Forderung der Bundesbank.

In Abbildung 7 werden die Veränderungen des Nettosaldo der Bundesbank gegenüber dem Eurosystem und die Entwicklung des deutschen Leistungsbilanzsaldos miteinander verglichen. Dass die Nettoforderungen der Bundesbank gegenüber dem Eurosystem rascher anstiegen als Deutschlands Leistungsbilanzüberschuss, deutet darauf hin, dass es auch zu Kapitalflüssen aus anderen EWU-Ländern nach Deutschland kam, bzw. weniger Kapital von Deutschland in andere EWU-Länder exportiert wurde.

Tabelle 4 zeigt die Target-Salden der nationalen Zentralbanken des Eurosystems Ende 2010. Diese haben sich seit Ende Dezember 2010 nur unwesentlich verändert. Neben der Deutschen Bundesbank sind die Zentralbanken von Luxemburg, den Niederlanden und Finnland zu wichtigen Gläubigern geworden. Die irische, griechische und portugiesische Zentralbank sind dagegen die größten Schuldner. Die Target-Verbindlichkeiten dieser Länder sind im Vergleich zur Größe ihrer Volkswirtschaften recht hoch.

Nach der Aufdeckung dieser Ungleichgewichte ist in Deutschland eine hitzige Diskussion darüber entbrannt, wie sie zu interpretieren sind. Einige Ökonomen aus dem privaten Sektor vertreten die Auffassung, die Nettoforderungen der Bundesbank gegenüber dem Eurosystem erhöhe Deutschlands Anfälligkeit gegenüber den in Schwierigkeiten geratenen Ländern des Euroraums; im

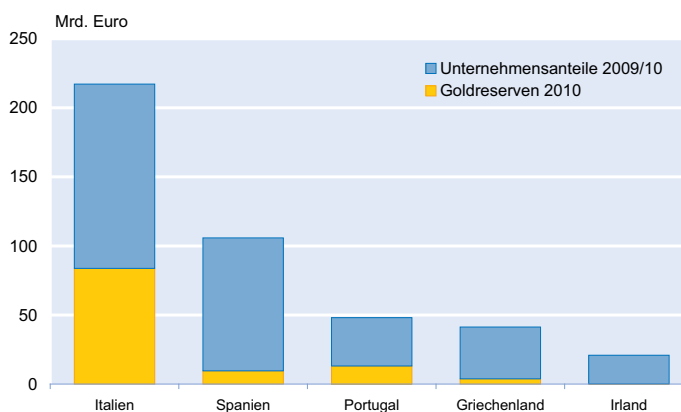
öffentlichen Sektor werden diese Ungleichgewichte dagegen als rein technischer Natur heruntergespielt. Garber weist in seinen Studien von 1998 und 2010 jedoch auf einen sehr viel wichtigeren Punkt hin (vgl. Garber 1998; 2010): Das Interbanken-Zahlungsverkehrssystem des Eurosystems kann dazu genutzt werden, die Kapitalflucht aus einem oder mehreren EWU-Mitgliedsländern nach Deutschland (und in andere EWU-Mitgliedsländer, die als sichere Häfen gelten) zu fördern. Eine solche Flucht könnte eintreten, wenn die Befürchtung bestünde, dass das Bankensystem eines Landes zahlungsunfähig werden könnte.

Garber (2010) warnt: »Wenn die fiskalpolitischen Behörden in der EU strikt vorgehen und eine Umschuldung [der Staatsverschuldung] vorantreiben, würde die Kapitalflucht wahrscheinlich so stark zunehmen, dass die EZB als Intermediär für einen beträchtlichen Teil der gesamten nationalen Gelder diene. Sollte die EZB die Anleihen des betreffenden Landes nicht mehr als Sicherheiten akzeptieren, um die Abflüsse zu stoppen, könnten keine ausgehenden Zahlungen mehr vorgenommen werden, und das Bankensystem des Landes wäre faktisch vom Euro abgeschnitten. Wenn die Behörden des Landes das Bankensystem zumindest für interne Zahlungen offenhielten, würden die Bankeinlagen des Landes gegenüber dem Euro frei schwanken.« Anders ausgedrückt: Das Eurosystem würde zerbrechen.

Längerfristig würde wohl ein Mechanismus benötigt, der einen unbegrenzten Anstieg von Ungleichgewichten innerhalb des Eurosystems verhindert. In den USA werden Ungleichgewichte zwischen den Federal Reserve Banks der einzelnen Distrikte infolge von distriktübergreifenden Zahlungen über Fedwire (das US-Pendant zu Target2) jährlich ausgeglichen (wobei die Federal Reserve Banks der einzelnen Distrikte bis vor kurzem Goldzertifikate zur Zahlung verwendet haben). So wird sichergestellt, dass die regionalen Zentralbanken Druck auf die Geschäftsbanken ausüben, ihre interregionalen Salden zu finanzieren (bzw. auszugleichen, wenn sie sie nicht finanzieren können). Ein jährlicher Ausgleich innerhalb des Eurosystems würde implizieren, dass die nationalen Zentralbanken Druck auf die Geschäftsbanken in ihren jeweiligen Ländern ausüben, entweder private, externe Finanzierungen für ihre Aktiva aufzutun oder ihre Aktiva entsprechen den am Markt erhältlichen Finanzmitteln anzupassen. Ein Ausgleich könnte durch die Übertragung von im Staatsbesitz befindlichen Goldreserven und Unternehmensanteilen erfolgen. Wie Abbildung 8 zeigt, würde eine solche Übertragung die aufgelaufenen Defizite gegenüber der EZB in einigen Fällen erheblich reduzieren.

Abb. 8

## Goldreserven und Unternehmensanteile von GIIPS im öffentlichen Besitz



Quelle: International Financial Statistics; OECD.

Um eine sicherere Basis für die Gemeinschaftswährung zu schaffen, ist darüber hinaus eine stärkere finanzielle Integration im Euroraum erforderlich: Zur Unterstützung des grenzüberschreitenden Geschäfts der Banken, sollten Aufsicht und Regulierung noch stärker als bisher pan-europäisch aufgestellt sein, Einlagensicherungssysteme und Bankenrettungsfonds integriert bzw. auf supranationaler Ebene des Euroraums angesiedelt werden und der europäischen Aufsicht im Krisenfall Durchgriff auf nationale Verantwortlichkeiten gewährt werden.

## Was zu tun wäre

Als es in einer Reihe von EWU-Mitgliedsländern schwieriger wurde, interne und externe Ungleichgewichte zu finanzieren, griff das Eurosystem ein und schloss die Lücke zum Teil. Damit wurde das Eurosystem für das Risiko von Zahlungsausfällen staatlicher Schuldner und Banken anfällig, und möglicherweise wurde dadurch auch der Widerstand der EZB-Mitglieder gegen staatliche Umschuldungen verstärkt, selbst wenn sehr ernsthafte Zweifel an der Zahlungsfähigkeit eines Landes bestehen. Es wäre unseres Erachtens kurzfristig, eine anhaltende Finanzierung zahlungsunfähiger Staaten und deren Banken vom Eurosystem auf den öffentlichen Sektor zu übertragen (wie es einigen EZB-Mitgliedern vorzuschweben scheint). Dies würde den politischen Widerstand gegen die EWU in den zahlenden Ländern wachsen lassen und könnte letztlich zur Teilung oder Aufspaltung der EWU führen. Notwendig ist daher eine Korrektur der Zahlungsbilanzdefizite durch eine Verringerung der Defizite in der Leistungs- und privaten Kapitalverkehrsbilanz.

Eine Korrektur der Zahlungsbilanzdefizite ist aber nur dann zu erwarten, wenn heimische Güter, Dienstleistungen und Vermögenswerte relativ zu ihren ausländischen Substituten



deutlicher billiger würden. Ein Preisverfall für Vermögenswerte dürfte erhebliche Abschreibungen auf gegen diese Vermögenswerte gegebene Kredite notwendig machen. Auch Kredite an den Staat müssten entsprechend, abgeschrieben werden, da sie bei deutlich reduziertem Steueraufkommen in einer nominal geschrumpften Wirtschaft nicht mehr voll bedient werden könnten. Bislang ist ein solcher Anpassungsprozess im privaten und öffentlichen Sektor erst in Ansätzen sichtbar. Dabei ist Eile geboten. Denn die Bereitschaft der Überschussländer, Defizite im Eurosystem über ihre nationalen Zentralbanken zu finanzieren, dürfte spätestens dann zu Ende sein, wenn große Teile der Bevölkerung der Defizitländer beginnen, ihr Geldkapital den lokalen Banken zu entziehen und in die sicheren Überschussländer zu transferieren. Dies wäre ein klares Zeichen dafür, dass sich die Bevölkerung der Defizitländer der Haftung für fragwürdige Bankkredite an den Privatsektor und die öffentliche Hand entziehen und mögliche Verluste über das Eurosystem auf die Gemeinschaft der Steuerzahler im Euroraum verlagern will. Verweigern aber die Überschussländer die Annahme der Fluchtgelder aus den Defizitländern, dann hat der Euro seine Funktion als gemeinsame Währung verloren.

### Literatur

- Garber, P. (1998), »Notes on the role of Target in a stage III crisis«, NBER Working Paper 6619, Juni.
- Garber, P. (2010), »The mechanics of intra-euro capital flight«, *DB Economics Special Report*, 10. Dezember.
- Sinn, H.-W. (2011), »Die riskante Kreditersatzpolitik der EZB«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 4. Mai, Nr. 103.
- Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2011), »Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility«, CESifo Working Paper No. 3500.