ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Reeh, Klaus

Article

Zahlungsbilanzausgleich in der Währungsunion: Eine alte Frage erscheint aus aktuellem Anlass in neuem Licht

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:
Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Reeh, Klaus (2011) : Zahlungsbilanzausgleich in der Währungsunion: Eine alte Frage erscheint aus aktuellem Anlass in neuem Licht, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 64, Iss. 16, pp. 90-94

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/165008

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Klaus Reeh*

Zahlungsbilanzausgleich in der Währungsunion: Eine alte Frage erscheint aus aktuellem Anlass in neuem Licht

Bemerkungen zum Umgang mit Target-Salden

Mit Nachdruck hat Hans-Werner Sinn kürzlich darauf aufmerksam gemacht, dass das griechische Zahlungsbilanzdefizit in erheblichem Umfang durch das Target-System des ESZB (re-)finanziert wurde und gegenwärtig auch weiter (re-)finanziert werden muss. Damit ist eine Diskussion in Gang gekommen, die eigentlich schon vor dem endgültigen Vollzug der Währungsunion hätte geführt werden können und wohl auch müssen. Denn die Möglichkeit und Fragwürdigkeit der Partizipation von Notenbanken an währungsunionsinternen Finanzierungsprozessen wurden schon damals angesprochen (vgl. Reeh 1999). Bedauerlich an der erfreulicherweise in Gang gekommenen Diskussion – wie überhaupt an Diskussionen über die Währungsunion – ist jedoch, dass sie wieder fast ausschließlich in volks- und nicht auch in bankbetriebswirtschaftlichen Kategorien geführt wird. Volkswirtschaftliche Kategorien waren schon immer relativ vage und können in globalisierten und insbesondere hochgradig europäisierten Wirtschaften in ihrer nationalen Abgrenzung nur noch vager werden. Sie werden auch nicht dadurch konkreter, dass sie mit den Zahlenwerken nationaler Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen oder mit diversen nationalen Preis- und Produktivitätsstatistiken unterlegt werden. Die solchermaßen national geprägten Wahrnehmungsmuster werden nicht nur in ihrer Wahrnehmungsfähigkeit überschätzt, sondern sind auch für ein allzu leichtes Abgleiten der Diskussion in gefährliche Pauschalierungen und Wiederbelebungen von alten und bereits überwunden geglaubten Klischees verantwortlich. Und dies ist nicht nur auf Stammtischdiskussionen und Artikel in der Empörungspresse beschränkt, sondern findet sich sogar in Debatten auf höchstem politischem oder wissenschaftlichem Niveau.

Deshalb wird hier davon Abstand genommen, die Target-Salden in der Welt der Nationalökonomie zu verorten und sie mit den üblichen Zeitreihen aus den Zahlenwerken von Gesamtrechnern und Amtsstatistikern zum Zweck der Erhellung von makroökonomischen Zusammenhängen zu korrelieren. Vielmehr soll hier nur der politische und finanz- bzw. banktechnische Umgang mit den Salden in den Blick genommen werden.

Was bedeutet es, wenn es dauerhaft zu Salden kommt?

Salden zwischen Notenbanken des ESZB sind ein Indiz dafür, dass Binnengrenzen überschreitend nicht zu marktmäßig-kommerziellen Bedingungen finanziert wurde. Denn im Normalfall finanzieren die Überschusswirtschafter die Defizitwirtschafter, ohne dass permanent auf die Refinanzierung durch Notenbanken zurückgegriffen werden muss. Wenn es dauerhaft dazu kommt, so ist darin zuerst einmal eine Wettbewerbsverzerrung zu sehen. Als solcher steht dieser Vorgang im Widerspruch zum erklärten Ziel der Währungsunion, möglichst einheitliche Finanzierungsbedingungen zu ermöglichen. Kurz, dauerhafte Salden sind letztlich Beleg eines währungsunionsinternen privilegierten Zugangs zu Kredit. Nicht, dass es in der Europäischen Union keinen privilegierten Zugang zu Finanzmitteln gibt und auch geben sollte. Doch genau diesem Zweck dienen die Europäische Investitionsbank und der EU-Haushalt[1], die auf ihre je eigene Art den privilegierten Zugang demokratisch legitimieren. Eine systematische Finanzierung von Defiziten durch das ESZB war und ist nicht vorgesehen, nicht zuletzt weil es dafür kein legitimierendes Verfahren gibt.

Wenn es zu Salden kommt, ist dies auch ein Beleg für mangelnde finanzielle Seriosität. Hier wird ein üblicherweise langfristiger Finanzbedarf permanent kurzfristig refinanziert. Mit steigenden Volumina kann die Nervosität auf den Finanzmärkten, auf denen ja die refinanzierten Schuldtitel zuerst platziert, später ersetzt und andauernd gehandelt werden, nur zunehmen, so dass mit rasch ansteigenden Zinsen bei Neuemissionen und, zumindest wenn genau nachgerechnet wird, auch mit Nachschussforderungen für laufende Refinanzierungsgeschäfte gerechnet werden muss.

Dauerhafte und dauerhaft ansteigende Salden sind also ein Indiz dafür, dass es zu einer genauso versteckten wie schleichenden monetären Transferunion gekommen ist. Doch lässt

* Dr. Klaus Reeh ist Betriebs- und Volkswirt. Er war bis 2010 Beamter der Europäischen Kommission, unter anderem zu Beginn der Währungsunion Leiter des Eurostat-Referats für Europäische Konjunkturindikatoren, danach Berater mehrerer Generaldirektoren von Eurostat. Eurostat ist das Statistische Amt der Europäischen Union.
Das Papier gibt die Meinung des Autors wieder und nicht die der Europäischen Kommission.

[1] Diesem Zweck soll auch der sogenannte Rettungsschirm dienen, an dessen endgültiger Ausgestaltung, insbesondere demokratischer Legitimation zurzeit noch gearbeitet wird.

sich eine solche Transferunion nicht auf ewig verschleiern, zumal die Verschleierungskosten aufgrund der Beteiligung von Banken, die ja entsprechende Schuldtitel erwerben müssen, um sie danach zu verpfänden, erheblich steigen. Deshalb wird eine verdeckte monetäre Transferunion früher oder später durch eine offene fiskalische Transferunion oder eine offenere monetäre Transferunion oder eine Kombination aus beiden abgelöst werden müssen. Genau das passiert gegenwärtig. Das kann man machen, das muss man wohl sogar machen, denn es ist allemal besser als weiter zu machen wie bisher. Doch noch besser wäre es gewesen, hätte man es früher gemacht, als die Salden noch kleiner waren. Oder am besten, hätte man es von vornherein gar nicht zu den Salden kommen lassen. Aber dazu hätte man den Salden Beachtung schenken müssen.

Warum hat das ESZB die Salden nicht voll im Blick?

Zuerst einmal ist dem ESZB nicht explizit als Ziel vorgegeben, für Saldenlosigkeit zu sorgen, oder zumindest dafür Sorge zu tragen, dass Salden nicht von Dauer sind. Auch gehört es nicht zu den öffentlich zum Ausdruck gebrachten Grundüberzeugungen des ESZB, dass Saldenlosigkeit ein Indiz für eine marktmäßig-kommerzielle Finanzierung von Defizit- durch Überschusswirtschafter ist, und im Umkehrschluss, dass dauerhafte Salden den Verdacht nahe legen, dass hier nicht marktmäßig-kommerziell finanziert, sondern privilegierter Zugang zu Kredit gewährt wird (vgl. Reeh 1999). Da die Salden also nicht zum ansonsten recht umfangreichen statistischen Veröffentlichungsprogramm der EZB gehören (vielleicht auch nicht gehören können, aber eigentlich doch müssten), bedarf es einiger Recherchen, um sie aus den Bilanzen der ESZB Notenbanken zu berechnen.[2] Doch dabei ist mit einigen Unsicherheiten zu rechnen, nicht zuletzt weil der hier implizit unterstellte Zusammenhang, dass die national zugeordneten Defizitwirtschafter sich bei »ihrer« nationalen Notenbank refinanzieren, im Zuge der Finanzintegration so eng nicht mehr ist. Selbst öffentliche Defizitwirtschafter finanzieren sich heute vermehrt auch über ausländische Finanzinstitutionen. Somit können ursprüngliche Finanzierung und nachgelagerte Refinanzierung auseinander fallen. Gleichwohl kann allein aufgrund der Größenordnung der aktuell berechneten Salden bei aller Vorsicht davon ausgegangen werden, dass eine (wahrscheinlich materiell nicht zu leistende) entsprechende Korrektur das Ergebnis nicht signifikant ändern würde.

Das statistische Auge des ESZB hat hier also eine Art blinden Fleck, den zu ergänzen zumindest von außen nicht ganz trivial ist. Doch das wird auch in einer Zeit, da von staatlichen Stellen immer wieder Transparenz gefordert und versprochen wird, in keiner Weise als problematisch angesehen, denn das ESZB hat laut gesetzlichem Auftrag eben nur die Inflation (gemessen am HVPI für die Eurozone als Ganzes) im Blick zu haben. Folglich besteht der Datenkranz, auf den sich das ESZB bei seinen Entscheidungen bezieht, nur aus Statistiken für die gesamte Eurozone, auch um deutlich zu machen, dass die Politik des ESZB nach Rechtslage und Selbstverständnis dem Ganzen verpflichtet ist und nicht etwa der Konjunkturlage oder anderer Lagen einzelner Mitgliedsstaaten Rechnung trägt.

Nationale Daten spielen – und dies ist wohl die wichtigste Ausnahme – für das ESZB nur insoweit eine Rolle, als sie zur Beleuchtung der fiskalischen Situation der einzelnen Länder dienen. Durch diese fiskalische Fokussierung kommt letztlich zum Ausdruck, dass im Selbstverständnis des ESZB eine Gefährdung der Währungsunion einzig und alleine von öffentlichen Defizitwirtschaftern ausgeht. Dass das ESZB durch seine eigenen Geschäftspraktiken einer exzessiven Verschuldung möglicherweise Vorschub leistet und im Umkehrschluss als Refinanzierer durchaus einen Beitrag zur Verhinderung exzessiver Staatsverschuldung leisten könnte (und das nicht nur können, sondern auch wollen müsste und wohl auch gekonnt hätte), gehört weder zu den Grundüberzeugungen des ESZB, noch zu denen der Gründungsväter der Währungsunion.[3] Man wurde und wird stets verstanden, verstand und versteht sich selbst als eine unabhängige und fachkompetente Verwaltung, die eine Geldmenge hinreichend knapp hält und sich in wohl gesetzten Worten auf der Grundlage elaborierter Modelle über die allgemeine Wirtschafts-, insbesondere die Inflationslage auszulassen hat. Bestenfalls versteht man sich, ohne es laut zu sagen, noch als Teil eines Preis-, Konditionen- und Gewinnverteilungskartells, jedoch ohne jeglichen autonomen, etwa zwischen nationalen Defizitwirtschaftern diskriminierenden Handlungsspielraum. Kurz, dem ESZB liegt ein unbankmäßiges Verständnis seiner Notenbanken zugrunde. Danach ist es weitgehend irrelevant, dass es Banken im nationalen Eigentum sind, mit Aktiva und Passiva, insbesondere mit einem Eigenkapital, mit Forderungen und Verbindlichkeiten, mit einer Anlagepolitik und am Ende mit Rechenschaftspflichten gegenüber ihren Eigentümern.[4] Der öffentlich-rechtliche Auftrag des ESZB bestimmt weit mehr sein (Selbst-)Verständnis als die Verfasstheit seiner Institu-

[2] Zur Berechnung der Salden vgl. Sinn und Wollmershäuser (2011).

[3] Während sich Notenbanken vor dem Eintritt in die Währungsunion nur unter recht restriktiven Bedingungen Kredit gewährt haben (man erinnere sich an das Feilschen um Konditionen, insbesondere um die Stellung von Sicherheiten), glaubte man beim Eintritt in die Währungsunion und auch noch heute, dass die unbeschränkte Kreditgewährung zu den konstitutiven Bestandteilen einer Währungsunion gehören muss oder gleichbedeutend es keinerlei Kreditbeziehungen zwischen den Notenbanken geben kann.

[4] Notenbankpräsidenten sind in den seltensten Fällen richtige Bankiers. Heute sind es ehemalige Berater von Regierungschefs, ehemalige Staatssekretäre einschlägiger Ministerien, manchmal auch ehemalige Minister selbst. Karl Klasen war unter den neun Präsidenten der einzige wirkliche Bankier an der Spitze der Deutschen Bundesbank.

tionen und deren Techniken, mit denen sie diesen Auftrag umsetzen.

Andererseits schenkt das ESZB den Target-Salden durchaus eine gewisse Beachtung. Im Rahmen seines CCBM, der gemeinsamen Verwaltung von Sicherheiten aus Emissionsgeschäften, werden inzwischen, den Salden entsprechend, Sicherheiten von den Defizit- auf die Überschussnotenbanken übertragen. Vielleicht handelt es sich bei den Salden also doch (und insgeheim auch im Verständnis des ESZB) um Forderungen von Überschuss- und Verbindlichkeiten von Defizitnotenbanken, letztlich um zinslose Kredite.[5] Mit etwas gutem Willen kann in diesem Arrangement sogar eine schwache Form des Saldenausgleichs gesehen werden, denn die Überschussnotenbanken verfügen so zumindest im Umfang des Saldos über entsprechende Sicherheiten, die aus dem Emissionsgeschäft der Defizitnotenbanken stammen. Einer direkten Ausplünderung von Überschuss- durch Defizitnotenbanken ist so ein kleines Riegelchen vorgeschoben.

Doch all das wird zu Recht als rein technisches Arrangement behandelt, weil es im ESZB-Alltag rein gar nichts bedeutet. Es kostet niemanden etwas und es bringt auch niemandem etwas. Es schränkt weder den Handlungsspielraum der Defizitwirtschafter und ihrer Notenbanken ein, noch erweitert es den Handlungsspielraum der Überschusswirtschafter und ihrer Notenbanken. Es bleibt dabei, die Überschussnotenbanken verlieren die Kontrolle über ihre Bilanz, selbst wenn man konstatiert, dass ihnen zumindest ESZB-weit zulässige Sicherheiten übertragen worden sind. Und wenn das Arrangement von Bedeutung werden könnte, etwa im Fall des Ausscheidens einer defizitären Notenbank aus dem ESZB, dann sind Sicherheiten aus dem Emissionsgeschäft dieser Notenbank wahrscheinlich so sicher auch nicht. Trotzdem, es ist gut, dass es dieses Arrangement gibt, denn es kann als Ausgangspunkt für weitergehende Überlegungen dienen.

Was ist nun in und durch Griechenland (und anderswo) passiert?

Offensichtlich war die Notenbankrefinanzierung wegen der hohen Zinsdifferenz zwischen als Kollateral verwandten Staatsschuldtiteln (Griechenlands und anderer Länder) und dem Notenbankkredit ausgesprochen attraktiv. Zudem war der je nach Schuldtitel anzuwendende »Haircut«, sofern überhaupt relevant weil signifikant, wohl marktferner, zumindest für die Schuldtitel öffentlicher Defizitwirtschafter. Und über die Erfüllung etwaiger Nachschusspflichten ist auch nichts zu erfahren. Doch hat hier nicht (nur) ein nationaler Finanzminister »seine« nationalen Schuldtitel in die Bilanzen »seiner« nationalen Banken gedrückt, damit sie danach durch »seine« nationale ESZB-Notenbank günstig refinanziert werden. Vielmehr beschleunigte sich diese Form der Privilegierung, einmal in Gang gekommen, wie von selbst, da notenbankfähige Finanzinstitutionen aus anderen Mitgliedstaaten hier ein einfaches und gutes Geschäft gewittert haben. Mit geringem operativem Aufwand konnte viel verdient werden. Es reichte, ein großes Rad zu drehen, dass sich in den gegenwärtigen Krisenzeiten aufgrund von nullnahen Notenbankzinssätze sogar besonders leicht drehen lies. Deshalb wurde nicht nur gedrückt, brauchte auch nicht viel gedrückt zu werden, es wurde schlicht ganz gewaltig gesogen.

Nicht übersehen werden sollte in diesem Zusammenhang, dass Verzögerungen der Umschuldung (Griechenlands und anderer Länder) die Zinsdifferenz vergrößern, ohne dass sich letztlich das Risiko (oder das, was man für das Risiko hält) vergrößert. Die Banken waren und sind immer noch »too big to fail«, und die Staatsinsolvenz (Griechenlands und anderer Länder) war zwar immer denkbar, ist aber doch letztlich »unrealistisch«.[6] Ein allgegenwärtiger, die Angebots- und Nachfrageseite gleichermaßen befallender »Moral Hazard« hat somit die Marktpreisbildung wenn nicht außer Kraft gesetzt, so doch zumindest verzögert und somit eine exzessive öffentliche (im Falle Griechenlands) oder private (im Falle Irlands) Verschuldung ermöglicht, möglicherweise sogar befördert.

Aufgrund der automatischen, um nicht zu sagen zwangsweisen Kreditgewährung kommt es zu einer Verschlechterung der Bilanzqualität, nicht nur der Überschussnotenbanken, sondern des ESZB in seiner Gesamtheit. Dabei werden frei nach Greshams Law bessere durch schlechtere Sicherheiten aus den ESZB-Bilanzen vertrieben: die besseren Sicherheiten hält man frei für das normale Geschäft, die schlechteren für das Geschäft mit den ESZB-Notenbanken, die ja seit 2007 eine besonders breite und einheitliche Palette von Sicherheiten akzeptieren. Auch wenn für Axel Weber die damit verbundenen Flexibilität dem ESZB erlaubt hat, in der Krise effektiv zu handeln, ohne dessen monetäre Instrumentenkasten auf die Schnelle um neue Instrumente erweitern zu müssen[7], so muss man doch die dafür als Preis

[5] Die Zinslosigkeit ist durchaus vertretbar, teilen sich doch die Notenbanken des ESZB die Zinseinnahmen aus den zugrunde liegenden Emissionsgeschäften. Sie ist aber auf keinen Fall auch zwingend. So ließe es sich durchaus diskutieren, ob Defizitnotenbanken durch Zinszahlung zumindest einen Teil der ihnen zustehenden Münzgewinns abtreten sollten, insbesondere wenn ihre Defizite dauerhaft sind. Es ist also eine Frage nicht des Prinzips sondern der Abwägung von Vor- und Nachteilen, vielleicht auch der Fairness oder Gerechtigkeit.

[6] Der Stabilitäts- und Wachstumspakt hat letztlich zum Ziel, einen durch die Währungsunion denkbar geworden Staatsbankrott unwahrscheinlich zu machen. Doch untergräbt er gleichzeitig die »Non-Bailout«-Regel, denn wenn trotz des SWP ein Staatsbankrott droht, ist darin auch ein kollektives Versagen der den SWP tragenden Institutionen zu sehen, das eine Mitverantwortung nach sich ziehen sollte. Dies gilt umso mehr, als der SWP einem vom Bankrott bedrohten Mitgliedstaat Auflagen macht, die seinen fiskalischen Handlungsspielraum und damit den Umgang mit dem drohenden Bankrott einschränken. Man könnte deshalb auch von einem übersteuerten System sprechen. Doppelt hält also nicht immer und in diesem Fall keineswegs besser.

[7] So Axel Weber am 6. Juni 2008 bei einem Vortrag über »Financial Market Stability« in der London School of Economics.

zu zahlende gesunkene Gesamtqualität der Sicherheiten zumindest zur Kenntnis nehmen.[8] Sie stellt letztlich die Währungsbasis dar und bestimmt das Inflationspotenzial. Je schlechter die Sicherheiten sind, desto größer ist das Inflationspotenzial (und desto volatiler der Wechselkurs im Auf und Ab der Spekulation). Denn desto unwahrscheinlicher ist es, das die Notenbank in der Lage ist, das von ihr emittierte Geld aus dem Verkehr zu ziehen. Und genau das führt nicht nur zur Inflation, das ist Inflation.

Übersehen werden sollte auch nicht, dass mit dieser kostengünstigen Refinanzierung erhebliche Gewinneinbußen des ESZB einhergehen. Man könnte sogar geneigt sein, von einer Teilprivatisierung des Münzgewinns über eine subventionierte Refinanzierung durch nullnahe Zinssätze zu sprechen. Banken werden fürstlich dafür honoriert, dass sie möglichst lange die Schuldtitel vornehmlich öffentlicher Defizitwirtschafter halten, und je länger desto fürstlicher, bis es dann doch zu einer Umschuldung kommt.

Und ein letzter Aspekt muss zumindest erwähnt werden, auf den auch Hans-Werner Sinn mit Nachdruck hinweist. Mit der subventionierten Refinanzierung der Defizitwirtschafter nehmen die Sonderfinanzierungs- gegenüber den normalen Refinanzierungsgeschäften des ESZB, die üblicherweise der Geldpolitik im engeren Sinne dienen, so zu, dass es am Ende dieses Prozesses zu einer weitgehenden geldpolitischen Handlungsunfähigkeit des ESZB kommen kann.

Was nun, wie könnte und sollte es weiter gehen?

Eine verdeckte monetäre Transferunion ist auf Dauer nicht haltbar. Selbst die Politik, für die eine verdeckte Transferunion einen gewissen Scharm hat, da sie nicht vertreten werden muss, weil sie ja verdeckt ist, scheint davon überzeugt zu sein. Deshalb handelt sie nun, recht spät zwar, aber sie handelt, indem sie einen großen und wohl auch vergrößerbaren Rettungsschirm aufspannt, um dadurch Laufzeiten zu verlängern und Refinanzierungskosten durch kollektive Haftung zu reduzieren. Umstritten ist und wird es wohl auch bleiben, ob die Politik das überhaupt tun darf, aber sie hat erst einmal Fakten geschaffen, und das ist wichtig und richtig. Auch das ESZB handelt, indem die EZB Staatsschuldtitel krisengeschüttelter Länder aufkauft. Dadurch werden von ihr nicht nur Risiken übernommen, sondern auch Kurse stabilisiert. Die Zulässigkeit auch dieses Vorgangs ist umstritten. Wieder ist festzuhalten, dass damit Fakten geschaffen wurden. Zudem es ist eine durchaus zulässige Frage, ob diese Schuldtitel in der aktuellen Lage in den Bankbilanzen wirklich besser aufgehoben sind als in den Notenbankbilanzen. Die verdeckte rein monetäre Transferunion wird so durch eine Kombi-Transferunion abgelöst, wie vollständig, wird sich noch zeigen. Bei der fiskalischen Transferunion, so wird immer wieder betont, besteht zumindest die Hoffnung, dass es sich schlussendlich nur um eine fiskalische Haftungsunion handelt. Und bei der offenen monetären Transferunion kann auch gehofft werden, dass der Ankauf am Ende ein gar nicht so schlechtes Geschäft war. Solche Kombi-Lösungen sind sicherlich elegant und flexibel, aber es muss eben gut kombiniert werden.

Politik und ESZB bemühen sich also, das Feuer zu löschen; ob es gelingt, ist noch offen, und auch zu welchem Preis. So kann es durchaus zu einem Schwelbrand kommen und das Feuer immer wieder aufflackern. Auch können sie ihr Löschwasser nicht so gut verteilen, wie das bei einer das Wirtschaftswachstum optimierenden monetären und fiskalischen Kombi-Beregnungsanlage möglich wäre. Mit Kollateralschäden in Form von Inflation und Wachstumseinbrüchen muss also auch gerechnet werden. Doch Feuer löschen ist das eine, Feuer in Zukunft verhindern das andere. Deshalb sollte man auch der Frage nachgehen, wie denn ein neuerlicher oder fortgesetzter Marsch in eine aufs Neue verdeckte monetäre Transferunion in Zukunft vermieden werden kann.

Und eine Antwort darauf hat Wolfgang Stützel schon in den 1970er Jahren gegeben. Für ihn wäre es wichtig gewesen, dass die europäische Währungsverfassung (oder zumindest eine weitgehend respektierte europäische Notenbankpraxis) den Notenbanken »Zwänge (auferlegt), die darauf hinauslaufen, dass sich Notenbanken nicht mehr wesentlich anders gerieren können als andere Banken auch, bankiersmäßig darauf bedacht, auf alle Fälle ihre Solvenz mit bankiersmäßigen Mitteln zu erhalten.« (Vgl. hierzu Stützel: 1975; Reeh 1999). Natürlich ist bekannt, dass mit dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods durch die Einführung flexibler Wechselkurse der Bankrott von Notenbanken in ihrem eigenen Geld abgeschafft wurde. Da es sich beim Euro wie bei allen anderen Währungen dieser Welt nur um definitives Papiergeld handelt, das sich in Zwangszirkulation befindet, können die ESZB-Notenbankiers in Euro auch keine Liquiditäts- oder Solvenzprobleme mehr haben, die sie dann mit bankiersmäßigen Mitteln zu lösen hätten. Doch das gilt nur für das ESZB als Ganzes, nicht jedoch für seine Teile. Und hier könnte und sollte angesetzt werden.

Anstatt es ESZB-intern bei einer belanglosen, den Target-Salden entsprechenden Übertragung von Sicherheiten zu belassen, wären Maßnahmen zu ergreifen, die den ESZB-Notenbanken mehr oder weniger schmerzhafte, den stützelschen Vorstellungen entsprechende Zwänge auferlegten, die eine längerfristige Saldenlosigkeit und damit einen hinreichenden Emissionsgleichschritt sicherstellten und so ei-

[8] Mehr zur Bedeutung von Sicherheiten findet man in diversen Schriften von Gunnar Heinsohn und Otto Steiger, aber auch von Hans-Joachim Stadermann.

ne die internen Grenzen der Währungsunion überschreitende exzessive Verschuldung zumindest erschwerten. Zuerst einmal könnte eine Verzinsung der Defizitsalden vereinbart werden, so dass die Überschussnotenbanken in den Genuss eines Teils des Münzgewinns der Defizitnotenbanken kämen. So etwas könnte durchaus ESZB-intern vereinbart werden. Auch die Stellung von hochwertigen Sicherheiten könnte ESZB-intern vorgeschrieben werden. Dazu böte es sich an, ein Standardportefeuille festzulegen; dann wäre man übrigens nicht mehr sehr weit von Wolfram Engels' Vorstellung einer soliden Währungsverfassung (vgl. Engels 1996) entfernt. Dann könnte ebenfalls immer noch ESZB-intern vereinbart werden, dass die Salden in regelmäßigen Intervallen auszugleichen wären, also eine Einlösungspflicht einzuführen (vgl. hierzu Reeh 1999; 2001). Schließlich könnte an eine Art Cook-Ratio für Notenbanken gedacht werden, die dann zu einer Einschränkung der Refinanzierungsaktivitäten von exzessiv defizitären Notenbanken führte oder eine Rekapitalisierung der Notenbank erforderte. Hier wären jedoch neben dem ESZB auch die Europäische Kommission, der (ECOFIN-)Ministerrat, das Europäische Parlament und am Ende sicherlich der Europäische Rat gefordert. Wenn dann auch noch ESZB-interne Fusionen oder Übernahmen von Notenbanken erst denkbar und schließlich zulässig würden, dann wäre die europäische Währungsunion so weit entnationalisiert, dass eine Fusion aller ESZB-Notenbanken vorstellbar wäre, durch die dann den Salden zu Recht die Bedeutung eingeräumt werden könnte, die ihnen heute unter falschen Voraussetzungen leider schon eingeräumt wird, nämlich keine.

So gesehen hat das ESZB selbst durchaus Möglichkeiten, in dem ihm aktuell vorgegeben gesetzlichen Rahmen einen solideren und konfliktfreieren, weil wirklich entnationalisierenden monetären Integrationsprozess anzustoßen. Dazu hätten die Notenbankiers des ESZB bei sich selbst anzufangen und neben ihrer Rolle als Techno- und Psycho-Notenbankiers auch noch die Rolle von Banko-Notenbankiers (vgl. Reeh 2001) glaubwürdig zu übernehmen. Eine wie auch immer gestaltete ESZB-interne Einlösungspflicht würde ihnen die Einübung dieser Rolle erleichtern. Sicherlich kompliziert, keinesfalls unmöglich, zweifellos gewagt, aber viel versprechend.

Es fragt sich aber, ob man im ESZB nicht zuletzt in Zeiten, da das Image von Bankiers etwas angeknackst ist, den Mut zu einer solchen kommunikativen Ergänzung hat. Hat sich doch die Öffentlichkeit an den seit Anbeginn unveränderten Diskurs gewöhnt, nicht zuletzt weil er von Wissenschaft und Medien weitgehend geteilt wird.

Vielleicht hilft der Hinweis, dass das ESZB dadurch kommunikativ robuster werden könnten. Es gibt keine gute Notenbanktechnik ohne gute Kommunikationstechnik. Da Notenbankiers glaubhaft kommuniziert müssen, nicht zu viel Geld zu emittieren, stünden ihnen im Rahmen eines solchen Diskurses zusätzliche emissionsbegrenzende Argumente zur Verfügung.

Vielleicht hilft auch der Hinweis, dass die Zweifel an einer technokratisch-psychologischen Steuerbarkeit des Finanzsystems zugenommen haben. Wolfgang Stützel konnte sich schon 1975 vorstellen und hat sogar gehofft, dass Währungsingenieure und Währungsbürokraten (vielleicht auch die zu seiner Zeit weitgehend unbekannten Währungspsychologen) abzudanken hätten, um Bankiers und Kaufleuten ihren Platz zu überlassen (vgl. Stützel 1975). Die ESZB-interne Umwandlung von Notenbanken in Banken wäre ein alternativer Steuerungsmechanismus, über den nachzudenken sich lohnen könnte.

Sicherlich hilft, wenn man den Notenbankiers sagte, dass sie, so sie ihre zusätzliche Rolle gut spielten, in Zukunft ab dem frühen Nachmittag würden Golf spielen können, anstatt sich mit komplizierten Papieren ihrer wissenschaftlichen Dienste auseinander setzen, in stundenlangen Sitzungen mit besorgten Kollegen ausharren oder bei neurotischen Finanzmarktakteuren allabendlich vom Rednerpult oder auf Empfängen beiläufig im Smalltalk Seelenmassage betreiben zu müssen. Wenn sie ESZB-intern zu Bankiers und gemeint sind hier altmodische, grundsolide Bankiers und keine neumodischen, wellenreitenden Banker – würden, wäre ihr Leben einfacher, denn es reichte, Salden und Bilanz im Blick zu haben. Der eine oder andere unter ihnen könnte einen solchen Job dann möglicherweise zu langweilig finden, die Gesellschaft profitierte jedoch davon, denn dann wäre es etwas klarer, was Notenbankiers machen und warum.

Literatur

Engels, W. (1996), *Der Kapitalismus und seine Krisen: Über Papiergeld und das Elend der Finanzmärkte,* Verlagsgruppe Handelsblatt, Düsseldorf.
Reeh, K. (1999),»Zahlungsbilanzausgleich in der Währungsunion: viele Fragen, aber noch keine Antworten«, in: H.-J. Stadermann und O. Steiger (Hrsg.), Herausforderungen der Geldwirtschaft, Metropolis, Marburg, 295–328.
Reeh, K. (2001), »Das Eurosystem, von einem Behörden- zu einem Bankensystem?«, in: H. Schmidt (Hrsg.), *Gedenkband zum 75. Geburtstag von Wolfgang Stützel,* Universität Hamburg, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Hamburg, 333–349.
Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2011), »Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB«, Ifo Working Paper No. 105, Juni.
Stützel, W. (1975), *Über unsere Währungsverfassung,* Walter Eucken Institut, Vorträge und Aufsätze, Nr. 56, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck) Tübingen.