

Fahrholz, Christian; Freytag, Andreas

Working Paper

Realwirtschaftliche Aspekte der gegenwärtigen Krise im Eurosystem: Ursachen, Wirkungen und Reformansätze

Working Papers on Global Financial Markets, No. 21

Provided in Cooperation with:

University of Jena and University of Halle-Wittenberg, Foundations of Global Financial Markets - Stability and Change

Suggested Citation: Fahrholz, Christian; Freytag, Andreas (2011) : Realwirtschaftliche Aspekte der gegenwärtigen Krise im Eurosystem: Ursachen, Wirkungen und Reformansätze, Working Papers on Global Financial Markets, No. 21, Graduiertenkolleg 'Konstitutionelle Grundlagen globalisierter Finanzmärkte - Stabilität und Wandel', Jena und Halle (Saale), <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:gbv:27-20131126-131244-9>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/94468>

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.

Working Papers on Global Financial Markets

No. 21

Realwirtschaftliche Aspekte der gegenwärtigen Krise im Eurosystem: Ursachen, Wirkungen und Reformansätze

Christian Fahrholz/Andreas Freytag

GLOBAL FINANCIAL
MARKETS

University Jena
Carl-Zeiss-Str. 3
D-07743 Jena

University Halle
Universitätsplatz 5
D-06099 Halle

Tel.: +49 3641 942261
+49 345 5523180

E-Mail: info@gfinm.de
www.gfinm.de

Juli 2011



Realwirtschaftliche Aspekte der gegenwärtigen Krise im Eurosystem: Ursachen, Wirkungen und Reformansätze

Kurzbeschreibung

In diesem Beitrag werfen wir einen Blick auf die „TARGET2-Debatte“, die insbesondere durch die Beiträge von Hans-Werner Sinn (exemplarisch: 2011a-d), John Whittaker (2011), und Ende letzten Jahres bereits durch Peter Garber (2010) initiiert worden ist. Die fachliche Auseinandersetzung hat auf internationaler Ebene vor allem im Anschluss an Sinn (2011c) und den darauf folgenden Reaktionen von Buiter et al. (2011) und Whelan (2011) reichlich Fahrt aufgenommen. In der deutschsprachigen Öffentlichkeit findet eine Diskussion vor allem in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung (z.B. Ruhkamp 2011) und dem Handelsblatt (z.B. Storbeck 2011) statt. Wir betrachten die „TARGET2-Debatte“ aus dem Blickwinkel der intertemporalen Zahlungsbilanztheorie unter besonderer Berücksichtigung realwirtschaftlicher Zusammenhänge. In dieser Hinsicht tragen wir nicht nur zu einer stärkeren Systematisierung der einzelnen Argumente in der Debatte bei. Vielmehr verhilft diese Betrachtung dazu, die hinter den gegenwärtig relative hohen Salden im *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system* (TARGET2) stehenden fundamentalen Konstruktionsfehler im Eurosystem zu verstehen und angemessene Politikimplikationen abzuleiten. Aus unserer Sicht zeigen die jetzigen

Verwerfungen im Eurosystem nur das Fehlen eines wirksamen, marktkonformen Preisanpassungsmechanismus im Euroraum auf, das in einen nach wie vor fortlaufenden Aufbau nicht nachhaltiger Nettovermögenspositionen bzw. Nettoauslandsschulden mündet. Ein von uns favorisierte Lösungsansatz zielt deshalb auf eine Einführung von Verschuldungs- bzw. Ziehungsrechten insbesondere für Zentralbankkredite ab. Ein derartiger „Kreditemissionshandel“ würde eine marktkonformer Bepreisung der von Sinn (2011b) als „Kreditersatzpolitik“ apostrophierten Verschuldung erlauben und damit zu einer effizienteren realwirtschaftlichen Allokation im Eurosystem bzw. Euroraum beitragen.

1. Was ist die eigentliche Funktion des TARGET2-Systems?

„Ein Euro ist ein Euro ist ein Euro.“

Das TARGET2-System sichert ein reibungsloses Funktionieren des gemeinschaftlichen Zahlungsverkehrs und ist dementsprechend eine *conditione sine qua non* für die Stabilität des Finanzsystems, die eine Voraussetzung dafür ist, dass die Effizienzgewinne der realwirtschaftlichen Integration im Euroraum ausgeschöpft werden können (siehe auch Bindseil und König 2011:3). Die Funktion des TARGET2-Systems in diesem Zusammenhang ist es, die in jeder einzelnen Ökonomie gleichwertige Verwendung des Euro als Zahlungsmittel in der Realwirtschaft zu gewährleisten. In Abwesenheit eines einheitlichen Zahlungssystems oder bei einem nur eingeschränkten gemeinschaftlichen Zahlungsverkehr würde ein Euro z.B. in Irland womöglich nicht für

einen Kauf z.B. in Deutschland verwendet werden können. Die Idee einer Gemeinschaftswährung würde dann ad absurdum geführt werden (siehe hierzu Whelan 2011).

Der Streit in der aktuellen Debatte dreht sich daher nicht so sehr um das TARGET2-System an sich, sondern insbesondere um die Interpretation und Implikationen der aufgetretenen Bestände an TARGET2-Forderungen und -Verbindlichkeiten. TARGET2-Salden treten im Eurosystem im Kontext des Leistungs- und Kapitalbilanzverkehrs auf. Die Salden können das Spiegelbild eines Warenexports in der Form sein, dass in dem exportierenden Land eine TARGET2-Forderung entsteht, die durch eine entsprechende Verbindlichkeit im Importland gedeckt wird. Es ist allerdings auch denkbar, dass ein Mitglied im Eurosystem einen Leistungsbilanzüberschuss trotz TARGET2-Verbindlichkeiten aufweist. Dies kann ein Spiegelbild der anhaltenden Konsolidierung im privaten Finanzsektor sein, nämlich dass Ausländer inländische Wertpapieranlagen auflösen. Der gleiche Effekt würde auftreten, wenn Inländer ihre Depositen aus dem Inland in das Ausland transferieren (eine „Kapitalflucht“ im engeren Sinne). Für die Bestände an TARGET2-Salden bestehen keine Vorkehrungen hinsichtlich eines Ausgleichsverfahrens (Clearing). In dieser Hinsicht wird im Kontext der TARGET2-Debatte auf einen Vergleich mit den Ausgleichsverfahren im US-System abgestellt (Sinn 2011c).

Das TARGET2-System lässt sich wie ein Röhrensystem betrachten, das für einen bilanztechnischen Ausgleich von Aktiva und Passiva auf Ebene einer Zentralbank im Eurosystem sorgt. Das Eurosystem ist ein „Naben-Speichen-System“ von Europäischer Zentralbank (EZB) als „Nabe“ und den nationalen Zentralbanken (NZB) als „Speichen“. In diesem Eurosystem fungiert die EZB – die Nabe – im Prinzip wie ein Croupier, der Order von Jetons (Zentralbankgeld) durch die NZB – die Speichen – ausführt. Demnach ist die EZB nur mit der technischen Abwicklung der Entscheidungen privater Marktteilnehmer befasst. Dieser Hinweis erscheint uns wichtig im Hinblick auf eine Bewertung der Rolle der EZB, die nur eine Zentralbankgeldschöpfung veranlasst, über deren Generierung sie aber gar nicht unmittelbar selbst entscheidet. Wäre das Eurosystem komplett zentralistisch, dann würden die TARGET2-Salden gar nicht auftreten. Gleichwohl würden wir in den nationalen Zahlungsbilanzstatistiken dennoch die enormen makroökonomischen Ungleichgewichte in Form Leistungs- und Kapitalbilanzsalden als Aufbau von transnationalen Forderungs- und Verbindlichkeitsbeständen sehen, nämlich von Nettogläubiger- und Nettoschuldnerpositionen. In einem Naben-Speichen-System ist es aber nicht relevant, wo genau das zusätzlich geschöpfte Zentralbankgeld verwendet wird. Vielmehr ist es ein Wesensmerkmal des Zahlungsverkehrs in einem gemeinschaftlichen Währungsraum in Form eines Naben-Speichen-Systems, dass derartige Salden auftreten.

2. Was ist der Ursprung der außergewöhnlichen TARGET2-Salden im Eurosystem?

Die TARGET2-Salden sind durch den Ausfall des privaten Finanzsektors bedingt. Aus Sicht der Zahlungsbilanztheorie verhält es sich so, dass ein Leistungsbilanzüberschussland einem Leistungsbilanzdefizitland eine Finanzierung (nämlich über den privaten Finanzsektor) bereitstellt, damit letzteres überhaupt Güter und Dienstleistungen importieren kann. Finanz- und Handelsströme haben die gleiche Richtung, wobei immer zuerst die Finanzierung (in Form eines Nettokapitalexports volkswirtschaftlicher Ersparnis bzw. Investition) steht und dann der Güterstrom folgt (Böhm-Bawerk 1914). Der Ausfall der privaten Finanzströme wird seit Ausbruch der Finanzkrise nicht nur durch die Bail-outs, sondern auch durch die TARGET2-Salden ersetzt, indem das Leistungsbilanzdefizitland via seiner eigenen NZB über das Eurosystem eine Forderung im TARGET2-System im Leistungsbilanzüberschussland quasi automatisch generiert. Die entsprechenden Forderungen an die zukünftige Produktion des Auslands werden in den Leistungsbilanzüberschussländern jetzt in Form von Forderungen an Zentralbankgeld im Eurosystem gehalten. Im Gegensatz zu Sinn (2011c) sehen wir den Ursprung der außergewöhnlichen TARGET2-Salden jedoch nicht in einer unsichtbaren Bail-out Politik der EZB, sondern in Konstruktionsfehlern des Eurosystems.

Die realwirtschaftlichen Ursachen der außergewöhnlichen TARGET2-Salden im Eurosystem lassen sich anhand der Unterscheidung von Kern- und Peripherieländern illustrieren, wobei sich die Kernländer – wie z.B. Deutschland, Finnland, Niederlande und Österreich – durch Leistungsbilanzüberschüsse auszeichnen (Nettokapitalexporteure bzw. -gläubiger), während die Peripherie gemeinhin durch Leistungsbilanzdefizite (Nettokapitalimporteure bzw. -schuldner) gekennzeichnet ist: Mit der Einführung des Euro als Gemeinschaftswährung ist es zu einem Fall der Risikoprämien aus Sicht des privaten Finanzsektors gekommen, wobei die Finanzierungskosten in der Peripherie relativ zum Kern überproportional gefallen sind. Dementsprechend ist in diesen Regionen das Kreditangebot relativ stark ausgeweitet worden. Dass es zu einer derartigen Konvergenz der Risikoprämien aller am Eurosystem beteiligten Ökonomie gekommen ist, liegt vor allem daran, dass im Refinanzierungsgeschäft alle Sicherheiten (d.h. vor allem Staatsanleihen) als gleichwertige Formen der Besicherung akzeptiert werden und der Diskontsatz für alle Ökonomien einheitlich ist. Dies hat schließlich zur Konsequenz, dass der Anreiz zu zusätzlicher Verschuldung (sowohl im privaten als auch im öffentlichen Sektor) in der Peripherie überproportional hoch ist bzw. bisher nicht wirksam eingedämmt werden konnte. Der dann einsetzende Güterstrom kann die Überschussnachfrage in der Peripherie kaum befriedigen, so dass es dort zu einem tendenziell steigenden Preisniveau kommt. Bei kleinen Ökonomien in einem gemeinschaftlichen Währungsraum ist der Spielraum für divergente Preisniveaus jedoch

gering, so dass sich die reale Aufwertung in zunehmender öffentlicher und/oder privater Verschuldung versteckt. Der vorherrschende reale Aufwertungsdruck geht einher mit einem Entzug von Kaufkraft in den Kernländern, so dass das Preisniveau dort tendenziell auf niedrigem Niveau verharrt. Diese Preisanpassungen sind in dem Sinne mit Zweitrundeneffekten verbunden, dass sie mit einer weiteren realen Aufwertung in der Peripherie und entsprechender Abwertung in den Kernländern einhergeht. Diese Entwicklung ist im Ergebnis – nicht in der Ursache – vergleichbar dem „Balassa-Samuelson Effekt“. Die durch die Verschuldung bedingte Überschussnachfrage erhöht den Preisdruck auf inländische Produktionsfaktoren (insbesondere auf dem Arbeitsmarkt), so dass die entsprechende reale Aufwertung zu einer sinkenden Wettbewerbsfähigkeit führt. Als Folge nimmt die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Kerns tendenziell immer weiter zu, während die Peripherie wettbewerbsmäßig immer weiter hinten abfällt. Solange eine fortlaufende Verschuldung möglich ist, überlagert dieselbe einerseits erforderliche Preisanpassungen, d.h. sinkenden Kosten für den Produktionsfaktor ‚Arbeit‘ und andererseits Mengenanpassungen als Reaktion auf die verlorene internationale Wettbewerbsfähigkeit. Mengenanpassungen betreffen die Freisetzung des Produktionsfaktors ‚Arbeit‘. Eine solche Unterauslastung des Produktionsfaktors ‚Arbeit‘ würde eine relative Verknappung des Produktionsfaktors ‚Arbeit‘ darstellen, so dass ein relativ zu hoher Lohnsatz in der inländischen Produktion sich im Zuge des inter-

nationalen Handels aufrecht erhalten ließe. Dieser Relativpreiseffekt im Zuge eines internationalen Faktorpreisausgleichs wird durch die Verschuldung kaschiert in der Form, dass die Produktion nicht-wettbewerbsfähiger Sektoren im internationalen Handel erhalten wird. Eine solch ‚zurückgestaute‘ Arbeitslosigkeit wird dann insbesondere beim Ausfall von Finanzierungsmöglichkeiten für fortlaufende Verschuldung sichtbar.

Die Ursachen der gegenwärtigen makroökonomischen Ungleichgewichte sind die von Anfang an bestehenden realwirtschaftlichen Unterschiede zwischen den Mitgliedern im Euroraum. Diese Unterschiede werden durch die Fehler in der Ausgestaltung des Eurosystems nicht einfach zementiert, sondern verschärft. Der Grund ist, dass ein wirksamer, marktkonformer Preisanpassungsmechanismus im europäisierten Finanzsektor ausgeschlossen worden ist. Könnten die realen Wechselkursänderungen voll durchschlagen, käme es zu einer sukzessiven preislichen und schließlich mengenmäßigen Anpassung der Leistungsbilanzsalden, d.h. die Peripherie wäre gar nicht in der Lage gewesen, wie im bisherigen Ausmaß Waren zu importieren. Die TARGET2-Salden sind dabei nur der Weg, über den der nach wie vor zu hohe Warenimport der Peripherie ermöglicht wird. Mit einem unsichtbaren Bail-out durch die EZB hat dies jedoch nichts zu tun. Für realwirtschaftliche Divergenzen und die jüngsten TARGET2-Salden ist die EZB nur insoweit verantwortlich, als sie Einfluss auf die Formen der Besicherung von Zentralbankkrediten nehmen kann. Dass sie darüber hinaus

seit Beginn der akuten Finanzkrise im Euroraum im Oktober 2008 den Geschäftsbanken, insofern die geforderten Sicherheiten aufgeboten werden können, jede beliebige Menge an Zentralbankkredit bereitstellt, ist der unmittelbaren Liquiditätskrise im privaten Finanzsektor geschuldet und noch nicht per se ein realwirtschaftliches Problem. Selbstredend hätte die Verweigerung von Liquidität eine realwirtschaftliche Deflationsspirale ausgelöst. Jenseits der hier nicht weiter interessierenden Liquiditätsfrage rückt im Zuge der aktuellen TARGET2-Debatte jedoch aus Sicht der intertemporalen Zahlungsbilanztheorie ein anderes realwirtschaftliches Problem in den Vordergrund, nämlich die Finanzierung von Leistungsbilanzsalden über Zentralbankkredite im Eurosystem.

3. Sind die TARGET2-Salden ein Anzeichen für eine Veränderung des Charakters bzw. der Funktion des TARGET2-Systems?

Ja. Normalerweise dient das TARGET2-System der Abwicklung des Zahlungsverkehrs in einem europaweit wirkenden privaten Finanzsektor. Der private Finanzsektor, insbesondere in den Kernländern, hat jedoch die Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten in der Peripherie eingestellt. Im Grunde genommen dürften daher keine anhaltenden hohen TARGET2-Salden bestehen. Das Eurosystem ist jedoch so ausgestaltet, dass es einer Ökonomie in der Peripherie möglich ist, sich ihre Leistungsbilanzdefizite weiterhin fi-

nanzieren zu lassen, indem schlicht den NZB in den Kernländern Forderungen im europäischen Zahlungsverkehrssystem gut geschrieben werden. Statt der rein technischen Abwicklung kommt es aus unserer Sicht im TARGET2-System jetzt tatsächlich zu einer Art „Kreditersatzpolitik“ (ebenda).

Grundsätzlich gilt aus Sicht der Zahlungsbilanztheorie, dass Verbindlichkeiten eines Landes durch Forderungen eines anderen Landes in gleicher Höhe gedeckt sind. In einem Peripherieland setzen sich die Verbindlichkeiten gewöhnlicherweise aus einem Leistungsbilanzdefizit und einem negativen TARGET2-Saldo zusammen. Dem stehen als Forderungen ein Kapitalimport (Forderungen an die zukünftige, heimische reale Produktion, die an das Ausland „abgetreten“ wird) korrigiert um die „Kapitalflucht“ (die eine Forderung gegenüber dem Ausland darstellt und deshalb als Kapitalexport betrachtet werden muss) gegenüber. „Kapitalflucht“ scheint in den Peripherieländern Europas tatsächlich empirisch beobachtbar zu sein und betrifft wohl insbesondere Irland (siehe die Diskussion bei Whelan 2011). Gäbe es das TARGET2-System nicht, dann wäre das Leistungsbilanzdefizit eines Peripherielandes mit „Kapitalflucht“ kleiner bzw. sein etwaiger Leistungsbilanzschuss umso größer. Die TARGET2-Salden beeinflussen demnach immer den Umfang der Leistungsbilanzsalden, d.h., dass die Peripherieländer relativ weniger an Ressourcen abführen, als sie dies beispielsweise zu Zeiten nationaler Währungen müssten. Folglich unterbindet das TARGET2-System eine ökonomische Anpassung, die im Falle einer noch existenten Devisenbilanz über

den Wechselkurs als Preisanpassungsmechanismus automatisch gegriffen hätte, und dient letztlich der Finanzierung von Leistungsbilanzsalden. Mit dem TARGET2-System scheint also eine Regulierung implementiert worden zu sein, deren Wirken sich unter den gegenwärtigen Bedingungen – d.h. dem Ausfall der Finanzierungen der Warenströme durch den privaten Finanzsektor – weit von ihrer ursprünglichen Funktion hinsichtlich der Realisierung von Effizienzgewinnen der realwirtschaftlichen Integration entfernt hat.

4. Gibt es automatische (Preis-)Anpassungsmechanismen bei den TARGET2-Salden?

Nein. Diese sind, wie oben dargelegt, im Eurosystem ausgeschaltet worden. Hinsichtlich möglicher Obergrenzen einer Kreditschöpfung via dem TARGET2-System argumentiert Sinn (2011b) mit dem Bestand an Zentralbankgeld (siehe hierzu auch die weitere Diskussion unter Punkt 6). Sinn (2011c) meint, dass es in den Kernländern zu einer Ausweitung der Geldmenge kommt, die durch den Rückgang der durch Kreditschöpfung entstandenen Geldmenge automatisch sterilisiert wird. Aus unserer Sicht ist es für das Funktionieren des Eurosystems unerheblich, bei welcher NZB eine TARGET2-Forderung als Gegenbuchung zur entsprechenden Zentralbankgeldschöpfung erfolgt. Für das Eurosystem als Ganzes, d.h. dem Außenwert des Euro, besteht jedoch grundsätzlich das Problem, das Sinn

(2011b) beschreibt. Das Eurosystem als Ganzes ist gezwungen, seine Aktivseite zu konsolidieren, d.h. den Bestand an Fremdwährungsreserven zu erhöhen bzw. die Ausleihungen an den öffentlichen Sektor zu reduzieren, um ein übermäßiges Aufblähen der umlaufenden (Fiat-)Geldmenge zu vermeiden. Auf der Passivseite wäre es auch möglich, den Zinssatz für die Einlagen der Geschäftsbanken zu erhöhen und gleichzeitig die Mengentender zurückzufahren, um letztlich den Anstieg der Geldmenge zu kompensieren. Und tatsächlich setzt die EZB sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite an: Obwohl noch die Mengentender für die unbegrenzte Bereitstellung von Liquidität bereitstehen (bei Hinterlegung hinreichender Formen der Besicherung), ist der Leitzins kürzlich erhöht worden. Insbesondere drängt die EZB die Fiskalpolitiker im Euroraum zu Konsolidierungsmaßnahmen, was auf den Umfang ihrer Aktiva in Form von Ausleihungen an den öffentlichen Sektor (d.h. dem Ankauf von Staatsanleihen) wirkt. In erster Linie tut sie dies sicherlich, um einer möglichen Wertberichtigung ihrer Forderungen an den öffentlichen Sektor zu entgehen. Jenseits der denkbaren Obergrenzen für TARGET2-Salden in der langen Frist, erscheint uns in der gegenwärtigen Debatte der realwirtschaftliche Aspekt der Anpassung dieser Salden in der kurzen und mittleren Frist ein wenig unterbelichtet.

Ein Abbau der TARGET2-Salden kann im Prinzip über den gleichen Weg wie im Falle ihres Aufbaus erfolgen, d.h. eine Umkehrung der „Kapitalflucht“ im engeren Sinne, ein Wiedereinsetzen der Finanzierung von

Ressourcentransfers via dem privaten Finanzsektor und letztlich über Warenexporte der Peripherie in die Kernländer. Der letztgenannte Aspekt betrifft unmittelbar den Leistungsbilanzverkehr. Da die Exportfähigkeit der Peripherie jedoch nicht einfach über Preisadjustierungen, d.h. einer nominellen Abwertung des Wechselkurses, erfolgen können, ließe sich deren Wettbewerbsfähigkeit innerhalb des gemeinschaftlichen Währungsraums nur über außerordentliche Produktivitätsfortschritte wiederherstellen. Die im Rahmen der Bail-outs von der Peripherie abverlangten Strukturereformen zielen hierauf ab. Die erforderlichen Produktivitätsgewinne müssten sehr hoch ausfallen, um allein die bisherigen Schuldenstände einschließlich der TARGET2-Salden kompensieren zu können. Erst dann könnte darauf gesetzt werden, dass der private Finanzsektor zur Finanzierung von Leistungsbilanztransaktionen wieder anspringt und auf diese Weise zum Ausgleich der TARGET2-Salden beiträgt. Da aber nun das TARGET2-System zur Finanzierung des realen Ressourcenabflusses aus den Kernländern in die Peripherie eingesprungen ist – weil die Verschuldung der Peripherie aus Sicht des privaten Finanzsektors bereits zu hoch gewesen war – und gleichzeitig aufgrund der anhaltenden Finanzierung über das TARGET2-System die Verschuldung aus zahlungsbilanztheoretischer Sicht noch gestiegen ist, ist ein automatischer Abbau der TARGET2-Salden über eine Reaktivierung des privaten Finanzsektors höchst unplausibel. Sollte eine Reaktivierung des privaten Finanzsektors z.B. über sukzessive Um-

schuldungen und anhaltende Produktivitätssteigerungen in der Peripherie gelingen, so dass die TARGET2-Salden wieder abgebaut würden, dann käme dies einer wirtschaftspolitischen Quadratur des Kreises gleich.

5. Handelt es sich bei den Forderungsbeständen der Bundesbank gegenüber anderen nationalen Zentralbanken (NZB) im Eurosystem um eine Art von Nettovermögensposition gegenüber dem Ausland analog zur Devisenbilanz?

Ja. Die Position der Kernländer als Leistungsbilanzexporteure ist die eines Kreditgebers gegenüber dem Ausland, dessen Volumen bei den Ausleihungen immer weiter zunimmt. Aus Sicht der Peripherie ist die Nettovermögensposition gegenüber dem Ausland eine Nettoauslandsschuld. Der Anstieg der Forderungs- bzw. Verbindlichkeitsbestände im TARGET2-System in Höhe von ca. 450 Mrd. Euro in den letzten paar Jahren seit Ausbruch der Finanzkrise ist aus Sicht der Kernländer eine „Verbesserung“ der Nettovermögensposition gegenüber dem Ausland.

Von „Verbesserung“ kann hier jedoch nur bedingt gesprochen werden, da gewöhnlich die Zunahme eines Kreditvolumens mit einer Verschlechterung des Kreditportfolios einhergeht. Das größte Risiko ist gegenwärtig sicherlich der totale Forderungsausfall (siehe Punkt 7), wobei die jüngsten TARGET2-Salden nur ein Spiegelbild eines zunehmenden Risikos sind, das innerhalb des Eurosystems von der Peripherie in die Kern-

länder transferiert worden ist. Es ist aus Sicht der intertemporalen Zahlungsbilanztheorie ein zusätzliches Risiko entstanden, weil der zukünftige Ausgleich der heutigen über TARGET2-Salden finanzierten realen Importe der Peripherie höchst unsicher ist.

Hätten wir im heutigen Euroraum noch nationale Währungen, dann würde zum einen der Preismechanismus (nämlich der Wechselkurs) auf internationale Handelsströme und der Verschärfung der makroökonomischen Ungleichgewichte entgegen wirken; zum anderen wäre eine fortlaufende zahlungsbilanztechnische Anpassung anhand der Veränderung von Fremdwährungsreserven in der Devisenbilanz zu beobachten. Die Bestände der TARGET2-Salden zeigen insofern etwas an, dass wir früher schlicht den Anpassungen der Devisenbilanz als Veränderung der Nettovermögensposition gegenüber dem Ausland entnehmen konnten. Aus Sicht der Bundesbank stellen die TARGET2-Forderungen selbstverständlich nichts anderes dar als ein Darlehen in ihrem Kreditbuch (z.B. Thiele 2011). Das Problem dieser eingeschränkten Sichtweise ist, dass die Verwendung der Kredite in den Peripherieländern ausgeklammert wird. Aus Sicht der Zahlungsbilanztheorie wird hingegen deutlich, dass es sich bei der TARGET2-Forderung um ein zusätzliches Risiko der deutschen Volkswirtschaft handelt, d.h. um eine Verlängerung der Passivseite der Kapitalbilanz mit einem zusätzlichen Leistungsbilanzüberschuss als das entsprechende Aktivum. Hierbei handelt es sich um Stromgrößen,

während die Veränderung der Bestände aber nicht mehr, wie gewohnt, aus der Devisenbilanz, sondern heutzutage quasi aus den TARGET2-Salden abzulesen ist. Wären die Kredite in der Peripherie seit Einführung des Euro vorwiegend investiv, d.h. insbesondere zur Verbesserung der Produktivität bzw. Wettbewerbsfähigkeit, verwendet worden, dann ergäbe sich aus der Perspektive der intertemporalen Zahlungsbilanztheorie kaum ein verschärftes Ausfallrisiko, so dass der private Finanzsektor als Finanzierung des nach wie vor anhaltenden Ressourcentransfers in die Peripherie nicht ausfallen würde. Die bloße Existenz der Finanzierungsmöglichkeiten über das TARGET2-System führt demnach zu einem weiteren Aufbau von Nettovermögenspositionen bzw. Nettoauslandsschulden.

6. Ist es im Zuge des Aufbaus der außergewöhnlichen TARGET2-Salden zu einer ineffizienten Allokation von realen Ressourcen gekommen?

Ja, aber in anderer Hinsicht als dies z.B. von Sinn und Wollmershäuser (2011) gesehen wird. Die Autoren argumentieren hier etwas oberflächlich vornehmlich mit einem Verdrängungseffekt auf dem Kreditmarkt in den Kern- bzw. den Leistungsbilanzüberschussländern. Die Zentralbankgeldschöpfung ist allerdings für die jeweilige Kreditangebotsmenge in einer Ökonomie nur bedingt relevant. Vielmehr bestimmt sich das Kreditangebot nach den Ertrags-erwartungen der Investitionen, die von vielen Standortfaktoren abhängen können. Der private Finanzsektor in den Kernländern

(und auch in der Peripherie) ist aber kaum mehr bereit, die Leistungsbilanzdefizite der Peripherie zu finanzieren. Mithin könnte es selbst in den Kernländern zu einer Verteuerung von Kreditfinanzierungen bzw. zu einer Kreditmengenkontingentierung, während in der Peripherie tendenziell ein weiterer Kapitalabzug droht, weil aus Sicht der Sparer bzw. der Investoren die Ertragserwartungen inländischer Investitionen gleich Null sein dürften. Der über die Zentralbankgeldschöpfung finanzierte Ressourcentransfer von den Nettogläubigern zu den Nettoschuldnern bedeutet auch nicht per se, dass dies zu Lasten der Realwirtschaft der Nettokapitalexporteure erfolgt (so auch Sinn und Wollmershäuser 2011:30). Im Gegenteil führt eine Finanzierung eines Leistungsbilanzexports bei nicht voll ausgelasteten Kapazitäten zu einer Überschussnachfrage im Nettogläubigerland, so dass die dortige Produktion und Beschäftigung entsprechend wächst (siehe auch Punkt 7).

Einzig das „pervertierte“ TARGET2-System – neben den Bail-outs über den öffentlichen Sektor – hält den Ressourcentransfer in die Peripherie aufrecht. Eine dementsprechende Spezialisierung in der internationalen Produktion innerhalb des Euroraums stellt an sich kein Problem dar, wenn der bis zum Ausbruch der Finanzkrise über den privaten Finanzsektor ermöglichte Ressourcentransfer in die Peripherie vor allem produktiv verwendet worden wäre. Seit dieser Ressourcenabflusses aus den Kernländern nun maßgeblich über die TARGET2-Salden finanziert

wird, besteht jedoch tatsächlich eine direkte Allokationsverzerrung in der Hinsicht, dass sowohl in der Peripherie als auch in den Kernländern weiterhin eine Produktions- und Handelsstruktur aufrecht erhalten wird, die übertrieben import- bzw. exportorientiert ist. Zu Zeiten nationaler Währungen in Europa hätte ein Wechselkurs als Preis Anpassungsmechanismus viel früher einen Strukturwandel induziert, z.B. zu einer weniger ausgeprägten Exportorientierung der deutschen Volkswirtschaft. Damit ist gemeint, dass Deutschland stärker als bisher gezwungen wäre, seine Angebotsseite in der Produktion zu verbessern. Die vorherrschende Allokation ist auch insoweit ineffizient, als der Aufbau der exzessiven Forderungs- und Verbindlichkeitsbestände im Euroraum zu einem massiven Glaubwürdigkeitsproblem bei privaten Marktteilnehmern führt. Letztlich tritt aufgrund übermäßigen Kreditwachstums im Euroraum als Ganzes eine negative Externalität im Aggregat auf, d.h. Nettoauslandsschulden bzw. -vermögenspositionen erweisen sich in dem Sinne als nicht nachhaltig, dass ein mengenmäßiger, realer Ausgleich von Forderungen und Verbindlichkeiten bei gegebenen Preisniveau praktisch unmöglich geworden ist. In diesem Zusammenhang unterminiert das TARGET2-System einen Prozess der Reallokation von Ressourcen und trägt zur Konservierung ineffizienter Produktionsstrukturen bei.

7. Welche spezifische Risiken für die aufgelaufenen Bestände an Forderungen und Verbindlichkeiten im TARGET2-System bestehen aus Sicht des Zahlungsverkehrs bzw. der intertemporalen Zahlungsbilanztheorie ?

In der Vergangenheit ist vielfach von einer deutschen Unterbewertungsstrategie als Spiegelbild der außerordentlichen deutschen Nettovermögensposition gegenüber dem Ausland die Rede gewesen. Das TARGET2-System wirkt gegenwärtig so, dass Deutschland momentan ein kleines Export- und entsprechendes Beschäftigungswunderland ist. Es ist die durch die TARGET2-Salden (und auch die durch die Bail-outs) induzierte Überschussnachfrage auf den Güter- und Dienstleistungsmärkten Deutschlands, die zur ebenfalls außergewöhnlichen Erholung des deutschen Arbeitsmarktes beiträgt. Der „relative Vorteil“ aus deutscher Sicht dabei ist, dass bei einem Zusammenbruch des Zahlungsverkehrssystems sich die Kosten auf alle anderen am Eurosystem beteiligten NZB gemäß ihrer Anteile am Eurosystem verteilen. Im Prinzip haften für das kleine deutsche Beschäftigungswunder alle anderen NZB im Eurosystem.

Der Vorteil ist allerdings sehr „relativ“, da im Falle einer Verschärfung der Eurokrise (d.h. bei einem Forderungsausfall) zuerst einmal im Eurosystem eine Nachschusspflicht für alle NZB gegenüber der EZB besteht (Belke 2010). Insofern sich die Nachschusspflicht nicht durch Neubewertungsreserven der NZB bilanztechnisch kompensieren ließe, dürfte sich aus der

Zahlungsunfähigkeit der Peripherie eine weitere Belastung der Steuerzahler in den Kernländern in dreistelliger Milliardenhöhe ergeben. Der im Zuge einer Konsolidierung der EZB-Bilanz und eines fehlenden Ausgleichs der TARGET2-Forderungen durch einen Transfer von Gold- und Devisenreserven entstehende Geldüberhang wird sich dann letztlich nur noch im Zuge einer Zunahme der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und über eine entsprechende Änderung des Preisniveaus auspendeln. Aus Sicht der Kernländer wird sich in so einem Fall zeigen, dass das heimische Arbeitsangebot „zu viel“ zur realen Produktion beigetragen hat, denn dem in die Peripherieländern exportierten Teil der Produktion wird in der Zukunft kein entsprechender Warenimport gegenüber stehen. Für die Peripherie wäre solch ein Szenario auch nur die Wahl zwischen „Pest und Cholera“, wobei „Pest“ die gegenwärtigen Austeritätspolitikern bis hin zu massiven Eingriffen in die Souveränitätsrechte einzelner Mitgliedsstaaten meint und „Cholera“ der auf Jahre andauernde Ausschluss vom Kapitalmarkt bei voller Souveränität bedeutet. Die Ökonomie zu den Risiken eines totalen Forderungsausfalls u.a. im TARGET2-System und die Konsequenzen für die Nettovermögensposition gegenüber dem Ausland ist allerdings vor dem Hintergrund möglicher sozialer und politischer Verwerfungen in Europa wohl eher Makulatur.

8. Welche Herausforderungen stellen sich im Rahmen der TARGET2-Debatte und was ist in dieser Hinsicht in Bezug auf einen monetären Wiederaufbau Europas zu beachten?

Das TARGET2-System wirkt so, dass es die sukzessive Verschärfung makroökonomischer Ungleichgewichte in Euroraum weiterhin ermöglicht. Die Ausgestaltung des TARGET2-Systems ermächtigt praktisch die Peripherie, einfach eine Finanzierung zu „ziehen“. Es ist, vereinfacht gesagt, so, dass eine Kreditlinie in Anspruch genommen wird, die ein privater Finanzsektor hat gar nicht einräumen wollen. Und dass diese Kreditlinie dennoch in Anspruch genommen werden kann, liegt letztlich daran, dass es im Eurosystem keine Preisanpassungsmechanismen gibt, die die Nettoschuldner der Peripherie abhalten könnten, ihre Ressourcentransferwünsche weiterhin zu verwirklichen.

Was ist zu tun? Sollte der gemeinschaftliche Währungsraum erhalten bleiben, dann umfasst ein Maßnahmenkatalog im Prinzip drei Alternativen. Diese ergeben sich aus der Theorie des Marktversagens und stellen sich, sehr grob skizziert, wie folgt dar: Erstens könnten, wie Sinn (2011a) zu Beginn der Debatte argumentiert hat, Deckelungen (Caps) für TARGET2-Salden eingeführt werden. Eine etwas effizientere Regulierungsmaßnahme wäre, zweitens, die Einführung einer Art von Pigou-Steuer. Im Hinblick auf das TARGET2-System wäre dies eine Preisdiskriminierung bei den Sicherheiten, d.h. das Staatsanleihen nicht mehr per se die

gleiche Güte bei Besicherungen von Ausleihungen durch die EZB haben. Dadurch würde die Möglichkeit der Finanzierung von Verschuldung und entsprechenden makroökonomischen Ungleichgewichten eingeschränkt werden. Die dritte Alternative besteht in Form einer Coase-Lösung, bei der ein Markt für Verschuldungsrechte im Euroraum geschaffen werden würde. Es müsste zu diesem Zweck eine Einrichtung geben, die exogen die z.B. jährliche Menge des Kreditwachstums für den gesamten Euroraum festlegt. Jedes Land bzw. dessen nationale Aufsicht bekäme anteilig Verschuldungsrechte zugeteilt, die es mit anderen Mitgliedern im Euroraum tauschen könnte: Wenn sich ein Land mehr als im Rahmen seiner Menge an Kreditemissionsrechten verschulden möchte, muss es diese einem anderen Mitgliedstaat abkaufen. Auf diese Art und Weise würde solch eine Regulierung zu einer effizienteren Allokation von Krediten im Euroraum beitragen. Negative Externalitäten aufgrund makroökonomischer Ungleichgewichte würden weitestgehend (es mag immer noch eine politische Rechtfertigung für außerordentliche finanzielle Beihilfen z.B. im Falle ‚außergewöhnlicher Ereignisse‘ nach Art. 122 AEUV geben) ausgeschaltet werden.

Ob eine derartige Regulierung (d.h. ein Kreditemissionshandel) technisch umsetzbar, politisch erwünscht und rechtlich möglich wäre, ist eine offene Diskussion. Im Grunde genommen zeigen die derzeitigen TARGET2-Salden nur schwerste Konstruktionsfehler des Eurosystems auf. Der Kardinalfehler besteht aus Sicht der intertemporalen Zahlungsbilanztheorie darin, dass

die Ausgestaltung des Eurosystem es den Mitgliedern quasi erlaubt, sich selbst einen ‚Dispo‘ für die Finanzierung von Leistungsbilanzsalden einzuräumen. Das TARGET2-System bietet die Möglichkeit, notwendige ökonomische Anpassungen, d.h. Strukturreformen zwecks Verbesserung der Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit, zeitlich und zu Lasten einer weiter fortschreitenden Verschuldung hinauszuzögern. Letztlich führt allerdings an der intertemporalen Budgetrestriktion kein Weg vorbei. Die gegenwärtige Krise des Eurosystem als Spiegel der Staatsverschuldungskrise im Euroraum zeigt erneut auf, dass moderate Lösungen nur im Zuge einer erneuten Einführung von Preis-anpassungsmechanismen im Eurosystem bestehen können, um den Euro als Währung langfristig zu erhalten. Weder Umschuldungen noch die politisch kaum realistischen Ansätze zur Einführung einer Transferunion und/oder einer zentralisierten Wirtschaftspolitik beseitigen den Konstruktionsfehler im Eurosystem und räumen die Fehlanreize zu exzessiver Verschuldung im privaten und öffentlichen Sektor nicht wirksam aus. Insoweit keine fundamentale Reform des Eurosystems gelingt, wird der Euro in Kürze kein Euro mehr sein.

Literatur

- Belke, Ansgar. 2010. „How Much Fiscal Backing Must the ECB Have? The Euro Area Is Not the Philippines.“ DIW Discussion Papers, Nr. 996. URL: http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.355797.de/dp996.pdf.
- Bindseil, Ulrich und Philipp Johann König. 2011. „The economics of TARGET2 balances.“ SFB 649 Discussion Paper 2011-035. URL: <http://sfb649.wiwi.hu-berlin.de/papers/pdf/SFB649DP2011-035.pdf>.
- Böhm-Bawerk, Eugen von. 1914. „Unsere passive Handelsbilanz“ Neue Freie Presse (Wien), 06./08./09. Januar 1914, wieder abgedruckt in: Weiss, Franz X. (Hrsg.). *Gesammelte Werke von Eugen von Böhm-Bawerk*. Wien und Leipzig: Hölder-Pichler-Tempsky [1924], Nachdruck: Frankfurt a.M.: Sauer & Auvermann [1968], Band 1, S. 499-515.
- Buiter, Willem, Ebrahim Rahbari und Jürgen Michels. 2011. „TARGETing the Wrong Villain: Target2 and Intra-Eurosystem Imbalances in Credit Flows.“ Citi Global Economics View, 9. Juni 2011. URL: <http://www.nber.org/~wbuiter/originalsinn.pdf>.
- Garber, Peter. 2010. „The mechanics of intra-euro area capital flight.“ Economics special report, Deutsche Bank Global Markets Strategy.
- Ruhkamp, Stefan. 2011. „Mißtrauen lähmt den Geldverkehr.“ Frankfurter Allgemeine Zeitung, 19. April 2011. URL:

- <http://www.faz.net/artikel/C30638/bundesbank-misstrauen-laehmt-den-geldverkehr-30334650.html>.
- Sinn, Hans-Werner. 2011a. „Neue Abgründe“, Wirtschaftswoche, 21. Februar 2011. URL: <http://www.wiwo.de/finanzen/deutschland-drohen-neue-belastungen-457706/>; auch erschienen als „Deep Chasms.“ Ifo Viewpoint, No. 122, 29. März 2011. URL: http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/ifoHome/B-politik/05stp/stp?item_link=stp122.htm.
- Sinn, Hans-Werner. 2011b. „Die riskante Kreditersatzpolitik der EZB.“ Frankfurter Allgemeine Zeitung, 4. Mai 2011. URL: <http://www.faz.net/artikel/C30638/target-kredite-die-riskante-kreditersatzpolitik-der-ezb-30335949.html>.
- Sinn, Hans-Werner. 2011c. „The ECB’ stealth bailout.“ VoxEU.org, 1. Juni 2011. URL: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6599>; auch erschienen als „Das unsichtbare Bail-Out der EZB.“ Ökonomenstimme.org, 11. Juni 2011. URL: <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2011/06/das-unsichtbare-bail-out-der-ezb/>.
- Sinn, Hans-Werner. 2011d. „On and off target.“ VoxEU.org, 14. Juni 2011. URL: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6644>.
- Sinn, Hans-Werner and Timo Wollmershäuser. 2011. Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB. Ifo Working Paper, Nr. 105. URL: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/IfoWorkingPaper-105.pdf>.
- Storbeck, Olaf. 2011. „Hans-Werner Sinns steile These.“ Handelsblatt, 10. Juni 2011. URL: <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/nachrichten/hans-werner-sinns-steile-these/4277154.html>.
- Thiele, Carl-Ludwig. 2011. „Zahlungsverkehr Liquiditätsmanagement – Ein Blick in die Zukunft.“ Begrüßung zum Zahlungsverkehrs-Symposium der Bundesbank, Frankfurt a.M., 23. Mai 2011. URL: <http://www.bundesbank.de/download/presse/reden/2011/20110523.thiele.pdf>.
- Whelan, Karl. 2011. „Is there a hidden Eurozone bailout?“ VoxEU.org, 9. Juni 2011. URL: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6625>.
- Whittaker, John. 2011. „Intro-eurosystem debts“. Lancaster University – Management School, 30. März 2011. URL: <http://www.lancs.ac.uk/staff/whittaj1/eurosystem.pdf>.

Danksagung

Die Autoren danken Diemo Dietrich, Andreas Kern, Christoph Ohler, Kenan Šehović, Hans-Werner Sinn, und Leo Wangler

für eingehende Diskussionen. Christian Fahrholz dankt der Ernst-Abbe-Stiftung für die finanzielle Unterstützung.

Über die Autoren

Dr. Christian Fahrholz ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter im Graduiertenkolleg *Global Financial Markets* (Stiftung Geld und Währung) an der Friedrich-Schiller-Universität Jena; Bachstr. 18k, D-07743 Jena, christian.fahrholz@uni-jena.de.

Dr. Andreas Freytag ist Professor für Wirtschaftspolitik an der Friedrich-Schiller-Universität Jena und Honorarprofessor an der Universität Stellenbosch in Südafrika; Carl-Zeiss-Str. 3, D-07743 Jena, a.freytag@wiwi.uni-jena.de.