

Kooths, Stefan; van Roye, Björn

**Research Report**

## Euroraum: Gemeinsame Währung - nationales Geld

Kiel Policy Brief, No. 51

**Provided in Cooperation with:**

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

*Suggested Citation:* Kooths, Stefan; van Roye, Björn (2012) : Euroraum: Gemeinsame Währung - nationales Geld, Kiel Policy Brief, No. 51, Kiel Institute for the World Economy (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/59606>

**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.*

# *Kiel* Policy Brief

## **Euroraum: Gemeinsame Währung – Nationales Geld**

**Stefan Kooths und Björn van Roye**

Nr. 51 | Juli 2012



## **Euroraum: Gemeinsame Währung – Nationales Geld\***

Stefan Kooths und Björn van Roye

Die Geldpolitik des Eurosystems operiert seit über vier Jahren im Krisenmodus. Sie lässt dabei eine massive Zahlungsbilanzfinanzierung durch nationale Zentralbanken innerhalb der Europäischen Wahrungunion (EWU) zu. Symptomatisch zeigt sich dies an ausufernden Target2-Positionen der beteiligten nationalen Zentralbanken. Ursächlich hierfür ist, dass das Eurosystem Zentralbankgeld im Vollzuteilungsmodus bereitstellt und die nationalen Notenbanken es zu unterschiedlichen Konditionen an Geschäftsbanken ausreichen, die in national weitgehend segmentierten Finanzmärkten operieren. Dies geschieht, um in den Defizitländern den Zusammenbruch systemisch relevanter Geschäftsbanken zu verhindern, auch wenn deren Geschäftsmodell nicht tragfähig ist. Die Staatsschuldenkrisen in einigen Ländern verschärfen dieses Problem zusätzlich. Im Ergebnis wird die Allokationsfunktion des Kapitalmarktes massiv beschädigt und der Wettbewerb im Bankensektor verzerrt. Es kommt in großem Stil zu einer Risikoüberwälzung von den Anlegern auf die europäischen Steuerzahler. Solche gravierenden Nebenwirkungen nimmt das Eurosystem bislang mit dem Hinweis in Kauf, dass andernfalls die Finanzmarktstabilität im Euroraum gefährdet sei. Diesen Zielkonflikt zwischen geldpolitischen und quasi-fiskalischen Aufgaben gilt es dringend zu überwinden. Hierfür bedarf es einer vertieften monetären Integration zur Umsetzung einer einheitlichen Geldpolitik sowie einer Finanzmarktordnung für den Euro-Währungsraum, die es den Zentralbanken erlaubt, insolventen Marktteilnehmern nicht beistehen zu müssen. Ein Verharren im Status quo erhöhet von Monat zu Monat die Gefahr, dass der Währungsraum schließlich zerbricht.

### **Versteckter Missbrauch des Notenbankmonopols**

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

---

\* Kurzfassung des Kieler Diskussionsbeitrags Nr. 508/509 „Nationale Geldschöpfung im Euroraum – Mechanismen, Defekte, Therapie“.

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

Die Ausweitung der eigentlichen Zentralbankfunktion und eine daraus resultierende Vermengung von Zahlungsmittelbereitstellung und Kreditfinanzierung von Leistungstransaktionen können sich aber auch unbeabsichtigt aus dem mangelhaften Regelwerk einer Währungsordnung ergeben. Einen solchen Fall beobachten wir derzeit in der Europäischen Währungsunion (EWU). Zentralbankgeld wird in den verschiedenen Mitgliedsländern zu unterschiedlichen Konditionen unbegrenzt bereitgestellt. Damit gehen fortdauernde Zahlungsbilanzungleichgewichte innerhalb des Währungsraums einher. Die Symptome zeigen sich seit einigen Jahren vor allem in Form drastisch steigender Target2-Positionen, über deren ökonomische Bedeutung seit einiger Zeit eine kontroverse Debatte geführt wird.<sup>1</sup>

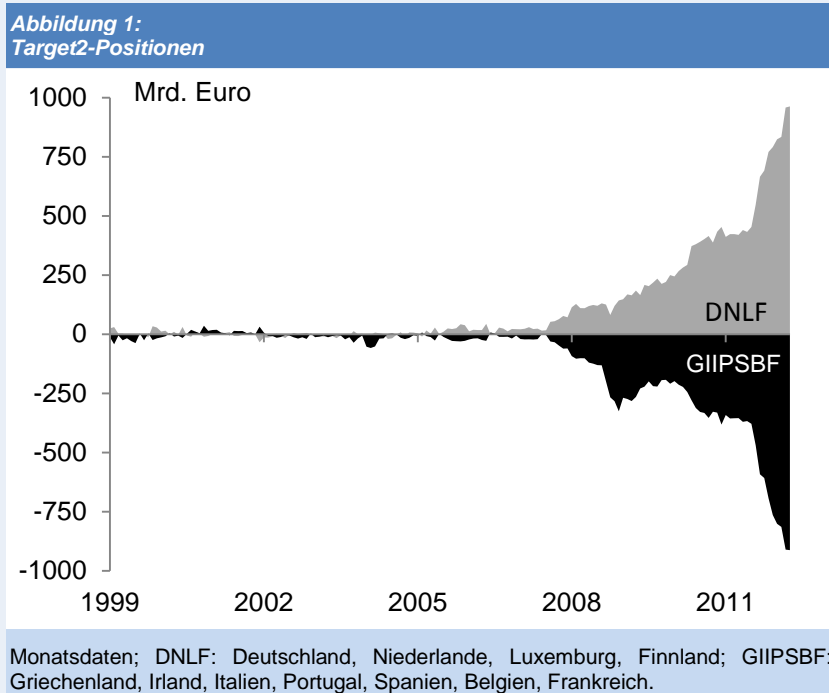
### **Target2-Salden und Zahlungsbilanzfinanzierung durch das Eurosystem**

Bis zum Jahr 2008 konnten Leistungsbilanzsalden innerhalb der EWU durch entsprechende Nettokapitalflüsse praktisch ohne Beteiligung der Zentralbanken ausgeglichen werden. Seit dem Beginn der Staatsschulden- und Bankenkrise waren Anleger in den Überschussländern jedoch immer weniger bereit, den Kapitalbedarf der Defizitländer zu stillen, und die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite wurde zum Teil durch das Eurosystem ersetzt. Darüber hinaus führte der Vertrauensverlust in die Solvenz von Schuldern der Defizitländer verstärkt zu autonomen Kapitalbewegungen: Zum einen zogen Anleger aus den Überschussländern, die in der Vergangenheit getätigten Kapitalexperte wieder ab (Repatriierung von Kapital) und zum anderen versuchten Anleger in den Defizitländern, ihr Kapital außer Landes zu bringen (Kapitalflucht). Auch in diesen Fällen ist das Eurosystem eingesprungen, um die grenzüberschreitenden Zahlungen zu ermöglichen. Im Ergebnis kam es zu einer umfangreichen Zahlungsbilanzfinanzierung durch die nationalen Zentralbanken des Euroraums. In einem Festkurssystem würde sich dies in Zu- und Abflüssen von Währungsreserven bei den

---

<sup>1</sup> Sinn (2012), Sinn und Wollmershäuser (2011), ifo-Schnelldienst (2011), Fahrholz (2012), Tornell und Westermann (2011), Bornhorst und Mody (2012), Deutsche Bundesbank (2011: Kasten 3), EZB (2011: Kasten 4), Bindseil und König (2012), Buiter et al. (2011), Whelan (2011).

beteiligten Zentralbanken niederschlagen. Überschussländer würden einen Devisenzufluss verzeichnen, Defizitländer einen Abfluss. Innerhalb der EWU werden die entsprechenden Transaktionen nicht als Devisenbewegungen sondern als Veränderungen der Target2-Positionen erfasst. Die Notenbanken der Überschussländer erwerben Target2-Forderungen, während die Defizitländer Target2-Verbindlichkeiten aufbauen. Die Zahlungsbilanzfinanzierung hat die Target2-Positionen in den vergangenen vier Jahren massiv anschwellen lassen (Abbildung 1).

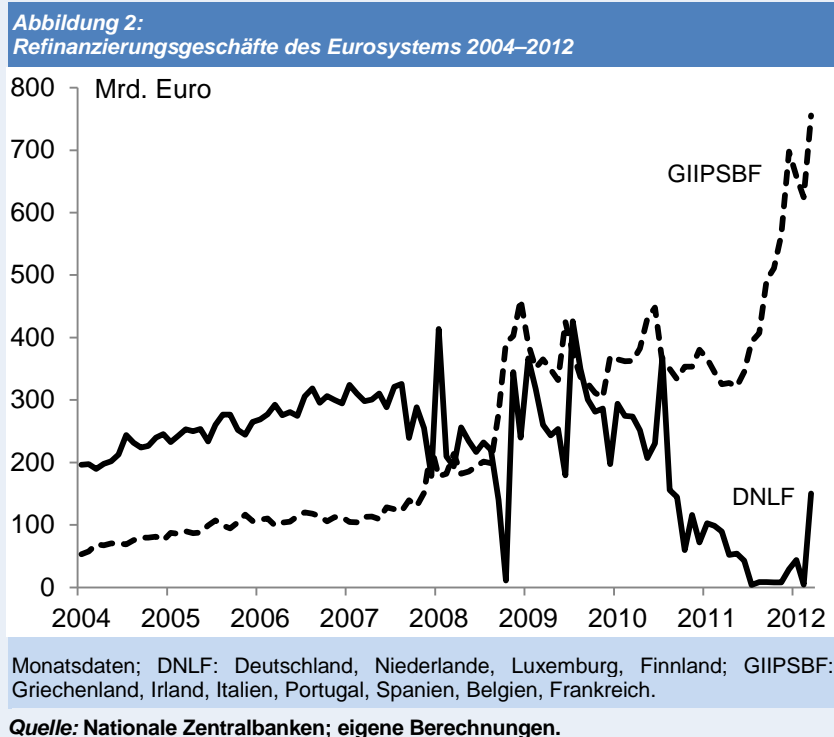


Quelle: Universität Osnabrück (2012); eigene Berechnungen.

### Unwucht in der Kreditexpansion als Motor der Target2-Dynamik

Der Verbund aus Bankenkrisen und Staatsschuldenkrisen in einigen Ländern des Euroraums hat dazu geführt, dass der Interbankenmarkt nach Ländergrenzen segmentiert ist. Geschäftsbanken in Ländern, die vom europäischen Interbankenmarkt weitestgehend abgeschnitten sind, refinanzieren sich daher vorrangig über das Eurosystem. Dies ist nur möglich, weil die Anforderungen an notenbankfähige Sicherheiten erweitert wurden und eine vollständige Zuteilung von Zentralbankgeld erfolgt. Somit hat der geldpolitische Rahmen in Verbindung mit den Bankenkrisen in Ländern des Euroraums asymmetrische Konsequenzen für die Zentralbankgeldversorgung. Seit dem Beginn der Finanzmarkturbulenzen geht die Geldschöpfung in den Defizitländern deutlich über das Niveau hinaus, das für binnenwirtschaftliche Zahlungsvorgänge benötigt wird. Der Anteil der liquiditätszuführenden Geschäfte der nationalen Zentralbanken in Griechenland, Italien, Irland, Portugal, Spanien, Belgien und Frankreich (GIIPSBF) am Ge-

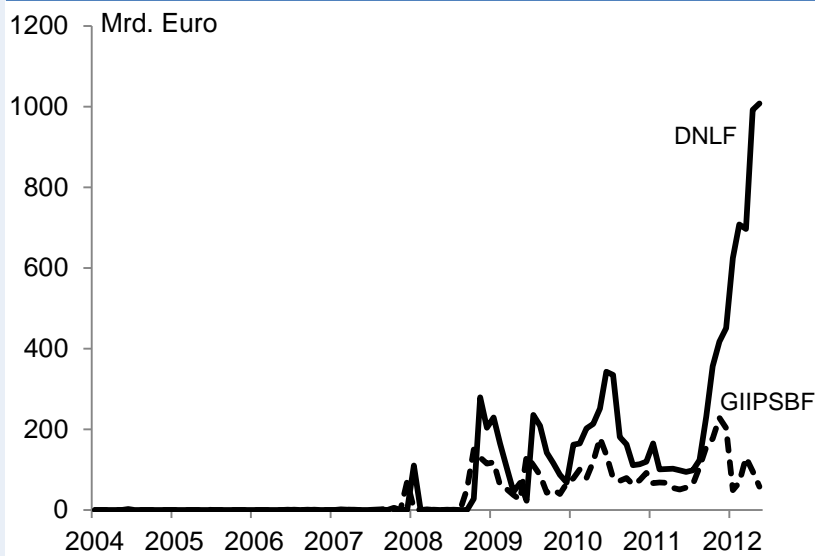
samtvolumen der Refinanzierungsgeschäfte im Euroraum ist im Mai 2012 auf rund 800 Mrd. Euro gestiegen. Damit fragten die Geschäftsbanken in diesen Ländern etwa 90 Prozent der gesamten Zentralbankgeldmenge im Euroraum nach (Abbildung 2).



Spiegelbildlich ist die Zentralbankgeldnachfrage der Geschäftsbanken in Deutschland, Niederlande, Luxemburg und Finnland (DNLF) bei Refinanzierungsgeschäften in den vergangenen Jahren merklich gesunken. Im Mai 2012 reduzierte sich der Anteil der von den nationalen Zentralbanken getätigten liquiditätszuführenden Geschäfte auf 7 Prozent des Gesamtvolumens im Euroraum, da die dortigen Geschäftsbanken ihren Liquiditätsbedarf außerhalb von den vom Eurosystem angebotenen Refinanzierungsmöglichkeiten decken können. Dies zeigt sich auch an den liquiditätsabsorbierenden Geschäften des Eurosystems. So nutzen die Geschäftsbanken in den Überschussländern (DNLF) die Einlagefazilität und die Termineinlagen bei den nationalen Zentralbanken in hohem Maße, wohingegen die Geschäftsbanken in den Defizitländern (GIIPSBF) deutlich weniger an liquiditätsabsorbierenden Geschäften teilnehmen (Abbildung 3).

Zentralbankgeld, welches im Rahmen der Refinanzierungsoperationen den Geschäftsbanken in den Defizitländern zugeteilt wurde, fließt im Zuge der Zahlungsbilanzfinanzierung in die Bankensektoren der Überschussländer.

**Abbildung 3:**  
Termineinlagen und Einlagefazilität 2004–2012



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

Quelle: Nationale Zentralbanken; eigene Berechnungen.

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

Die übermäßige Kreditschöpfung in den Defizitländern ist Ursache dafür, dass es zu dauerhaften Zahlungsbilanzdefiziten kommt, die maßgeblich über das Target2-System finanziert werden. Um es auf den Punkt zu bringen: Ein Euro, der in einem Land nicht geschöpft wird, kann von dort auch nicht abfließen. Kritikwürdig ist daher das zugrundeliegende monetäre Regime, nicht das Verrechnungssystem, über das dessen Folgen ausgeführt werden. Dies lässt sich auch daran erkennen, dass bei einer alternativen Barabwicklung der grenzüberschreitenden Zahlungsvorgänge keine Target2-Salden aufträten und dennoch eine Zahlungsbilanzfinanzierung stattfände. Übermäßig ist die Kreditschöpfung des Finanzsektors in den Defizitländern in dem Sinne, dass dort mehr Liquidität bereitgestellt wird, als für den internen Bedarf (Transaktionsabwicklung und Liquiditätspuffer) erforderlich ist. Die Grenzen zwischen Geld- und Kapitalmarkt werden auf diese Weise verwischt, weil Liquidität geschöpft wird, um Kapitalmarktströme zu finanzieren. Einem umlaufenden Euro ist aber nicht mehr anzusehen, aus welchem Grund er in den Kreislauf geriet. Eine Begrenzung der Target2-Salden muss daher an den Ursachen ansetzen, die bislang eine Kreditexpansion in den Defizitländern zulass-

sen. Dies machte einen nachträglichen Ausgleich von Target2-Salden entbehrlich, wie er von Sinn und Wollmershäuser (2011) vorgeschlagen wurde. Dieser Vorschlag sieht vor, dass die Zentralbanken der Defizitländer einmal jährlich marktgängige Wertpapiere erstklassiger Bonität (also solche, die die Überschussländern bei regulärer Geldpolitik ihrerseits zur Refinanzierung akzeptieren würden) an die Überschussländer übertragen, um ihre Target2-Positionen abzulösen. Das Problem dieses Vorschlags dürfte darin bestehen, dass die Notenbanken mit Target2-Defizitpositionen genau darüber nicht verfügen, da sie im Zuge der qualitativen Aufweichung der Geldpolitik geringere Anforderungen an die bei ihnen zur Refinanzierung eingereichten Sicherheiten stellen. Würde aber Zentralbankgeld in allen EWU-Mitgliedsländern wieder zu identischen Konditionen vergeben, dürfte die Kreditexpansion (und damit auch die Target2-Ausweitung) in den bisherigen Defizitländern rasch zu einem Ende kommen.

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

### **Nebenwirkungen: Kapitalmarktverzerrung ...**

Im Zuge der Zahlungsbilanzfinanzierung werden Forderungen des Nichtbankensektors, die dieser nicht (mehr) als vertrauenswürdig einstuft, nach und nach auf das Eurosystem abgewälzt. Dies führt dazu, dass die europäischen Steuerzahler über das Notenbankensystem in eine Haftung hineingezogen werden, der sie sich nicht entziehen können. Im Gegenzug werden Anleger aus dem Risiko entlassen. Dieses Problem wird dadurch verschärft, dass die Zentralbank in ihrer Funktion als „Lender of Last Resort“ bei einer unzureichenden Eigenkapitalausstattung auch für Verluste einstehen muss, die den Geschäftsbanken in ihrer Rolle als Finanzintermediäre auf dem Kapitalmarkt entstehen.

In dem Maße, wie es über die nationale Geldschöpfung in der EWU zu einer Zahlungsbilanzfinanzierung über das Eurosystem kommt, werden die intertemporale Budgetrestriktion und somit die Allokationsfunktion des Kapitalmarktes außer Kraft gesetzt; es kommt zu Leistungstransaktionen, für die es am Markt keine Finanzierungsbereitschaft gibt und ein Teil des Kapitalmarktrisikos wird sozialisiert. Dies ist ein



gravierendes Problem für das Funktionieren einer Marktwirtschaft. Ohne eine bindende Ressourcenrestriktion laufen Preissignale ins Leere und ein harmonisches wirtschaftliches Verhalten dezentral agierender Marktteilnehmer wird unmöglich. Leistungsbilanzsalden sind per se weder gut noch schlecht. Entscheidend ist, ob sie das Ergebnis marktwirtschaftlicher Entscheidungen darstellen oder ob sie durch Interventionen der Zentralbanken künstlich aufrechterhalten werden. In dem Maße, wie eine solche Intervention die Anpassung der Leistungsbilanzsalden unterbindet, kommt es zu einer realwirtschaftlichen Fehlallokation knappen Kapitals in allen direkt und indirekt beteiligten Ländern. Dies ist ordnungspolitisch durch nichts zu rechtfertigen und verschleiert den tieferliegenden Reformbedarf auf anderen Politikfeldern.

### **... und Verschlechterung der Geldqualität**

Unterschiedliche Sicherheitsstandards im Refinanzierungsgeschäft der nationalen Notenbanken wirken – dem Greshamschen Gesetz nicht unähnlich – in der Weise, dass sich die Zentralbankgeldschöpfung in diejenigen Länder der Währungsunion verlagert, in denen die geringsten Anforderungen gestellt werden.<sup>2</sup> Im Ergebnis stehen der monetären Basis des Währungsraums mehr und mehr Wertpapiere der Defizitländer als Sicherheiten gegenüber, so dass insgesamt eine Verschlechterung der Geldqualität im gesamten Euroraum droht. Für den Wert des Geldes ist nicht die Gütermenge entscheidend, die ihr gegenüber steht, sondern der Wert der Aktiva, die hinter ihr stehen. Es wäre fahrlässig zu glauben, der gesetzliche Annahmepflicht sei für die Akzeptanz einer Währung ausreichend. Die Geldgeschichte zeigt das Gegenteil. Die Eigentumsbesicherung der Währung ist kein Luxus, sondern die Voraussetzung für die Geldfunktion (Heinsohn und Steiger 2009; Sauer 2011). Die formale Tatsache, dass eine Zentralbank nicht illiquide werden kann, schützt sie nicht vor Insolvenz und daher auch nicht vor Vertrauensverlust. Ohne Vertrauen in die Werthaltigkeit des Geldes wird die Fähigkeit, es beliebig vermehren zu können, wertlos. Entscheidend ist hingegen die Fähigkeit, die ausstehende Geldmenge jederzeit durch den Verkauf werthaltiger Wertpapiere wieder absorbieren zu können.

---

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

## Europäische Währungsunion am Scheideweg

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

Die permissive Geldpolitik des Eurosystems wird zuweilen damit gerechtfertigt, ein abruptes Versiegen des Kapitalflusses (sog. „Sudden Stop“) in die Defizitländer abzufedern. Dies läuft aber darauf hinaus, den Prozess der Fehlverwendung knappen Sparkapitals fortzusetzen – also schlechtem Geld gutes nachzuwerfen. Dies kann auch nicht damit gerechtfertigt werden, dass die Kapitalgeber ihre früheren Fehlentscheidungen möglicherweise erst sehr spät bemerkt haben. Rationales wirtschaftliches Handeln muss in die Zukunft gerichtet sein und nicht den Fehlern der Vergangenheit nachtrauern. Aus einem stabilisierend gemeinten Abfedern wird daher schnell eine Insolvenzverschleppung. Die Zahlungsbilanzfinanzierung über das Eurosystem weicht die marktseitige Kreditrestriktion auf („kauft Zeit“), gleichzeitig verzögert sie damit aber auch das Einsetzen unausweichlicher Anpassungsprozesse („verschenkt Zeit“). Die Idee, einen möglichst weichen Verlauf der Anpassung mithilfe der unkonventionellen Maßnahmen zu erreichen, bringt die Gefahr mit sich, den ordnungspolitischen Rahmen des Eurosystems und die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu gefährden.

## Fortführung des Status quo destabilisiert die Währungsunion ...

Schwelen die Banken Krisen in den Defizitländern weiter und behält die Geldpolitik ihren jetzigen Kurs bei, dürften die Target2-Positionen aufgrund der asymmetrischen nationalen Geldschöpfung unaufhaltsam steigen. Dies birgt gravierende Gefahren für den Fortbestand des Europäischen Währungsraums in seiner jetzigen Form. Die länder-spezifische Ausrichtung der Refinanzierungspolitik vertieft die monetäre Segmentierung im Euroraum. Die Lockerung der notenbankfähigen Sicherheiten sowie geldpoliti-

sche Maßnahmen, die ausschließlich in Teilen des Währungsraums zum Tragen kommen, führen dazu, dass die nationalen Zentralbanken ihre Bilanzen zu unterschiedlichen Bedingungen ausweiten können. Die dabei eingegangenen Risiken können auf das Eurosystem abgewälzt werden (Bagus 2010). Dies erhöht die Anreize zu einem Trittbrettfahrerverhalten, was zu erheblichen Spannungen innerhalb der Währungsunion führen kann.

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

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

Die bislang aufgelaufenen Target2-Positionen reflektieren in weiten Teilen eine Fehlallokation von Kapital innerhalb des Euroraums und eine Risikoabwälzung privater Investoren auf den öffentlichen Sektor. Die damit verbundenen realwirtschaftlichen Verzerrungen sind bereits eingetreten. Sie können daher auch nicht rückgängig gemacht werden. Da sich die im Rahmen der Zahlungsbilanzfinanzierung durch das Eurosystem begünstigten Investoren nicht individuell identifizieren lassen, ist auch eine nachträgliche Gewinnabschöpfung durch den Staat nicht zielgenau möglich.

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

ihre Target2-Positionen durch einen Aktiv-Tausch glattstellen, weil dann das Kollateral im gesamten Eurosystem von gleich hoher Qualität sein wird.

### **Geldpolitik aus ihrem Dilemma befreien**

Es gehört zu den Voraussetzungen eines funktionalen Ordnungsrahmens, dass für nicht deckungsgleiche Ziele (Geldversorgung und Finanzmarktstabilität) auch verschiedene wirtschaftspolitische Instrumente eingesetzt werden, um Dosierungskonflikten vorzubeugen (Tinbergen 1978). Da die Geldpolitik mit der Steuerung der monetären Basis nur über ein einziges unabhängiges Instrument verfügt, gerät sie zwangsläufig in einen solchen Konflikt, wenn ihr beide Aufgaben übertragen werden bzw. wenn die für die Finanzmarktstabilität notwendigen Weichenstellungen durch die Finanzpolitik ausbleiben.

### **Keine Fiskalunion, sondern einheitliche Standards für die Geldschöpfung im Euroraum ...**

Der Ordnungsrahmen für eine europäische Hartwährungsunion muss gewährleisten, dass die Geldpolitik im gesamten Währungsraum zukünftig nach einheitlichen Kriterien durchgeführt wird, die sich am Zahlungsmittelbedarf des Nichtbankensektors unter Wahrung der Preisstabilität orientieren. Dies impliziert eine Abkehr von der Vollzuteilungspolitik und einheitlich hohe Refinanzierungsstandards innerhalb des Währungsraums. Hierfür ist es unerheblich, ob am zweistufigen Zentralbanksystem festgehalten wird oder nicht. Entscheidend ist vielmehr, dass die nationale Segmentierung des Kreditwesens durch eine auf EWU-Ebene zentralisierte Regulierung überwunden und so die monetäre Integration auch auf der Ebene der Geschäftsbanken vollzogen wird. Hingegen ist eine Zentralisierung der Finanzpolitik (Fiskalunion) auf europäischer Ebene keineswegs notwendig; sie kann sogar kontraproduktiv sein (Sievert 1993).

### **... ermöglicht durch eine flankierende Finanzmarktordnung**

Die Währungsordnung ist zwingend durch eine Finanzmarktordnung zu flankieren, die den Trägern der Geldpolitik die Aufgabe der Finanzmarktstabilisierung abnimmt. Hierzu sind Mechanismen vorzusehen, die die Verlusttragfähigkeit der Geschäftsbanken ausweiten und im Extremfall auch länderübergreifend deren geordnete Abwicklung zulassen (Dewatripont und Freixas 2012, Schoenmaker 2012). Auf diese Weise würden Brandmauern zwischen der Liquiditätsbereitstellungsfunktion (Aufrechterhaltung der Zahlungssysteme) und der Kapitalsammelstellenfunktion (Finanzintermediation) der

Geschäftsbanken errichtet, die fortan die Insolvenz von privaten wie öffentlichen Kapitalnehmern zulassen, ohne dass dies die volkswirtschaftlichen Geldkreisläufe zu zerrütten droht. Nur so können die Nichtbeistandsklausel sowie das Monetarisierungsverbot für Staatsschulden des Maastricht-Vertrages wieder glaubwürdig in Kraft gesetzt werden.

### **Haftungsprinzip mittels CoCo-Bonds zur Geltung bringen**

Bedingte Zwangswandelanleihen (Contingent Convertible Bonds, kurz CoCos) bringen das Haftungsprinzip im Bankensektor wirksam zur Geltung und stellen daher ein anreizkompatibles Refinanzierungsinstrument für die Kapitalmarkttransaktionen der Geschäftsbanken dar (Flannery 2005; Snower 2008; Rudolph 2010). Derzeit werden vor allem höhere Eigenkapitalvorschriften im Rahmen der Basel III Reform diskutiert. Dieser Regulierungsansatz ist anspruchsvoll, da sowohl die Risikogewichtung der Aktiva als auch die Klassifikation des Eigenkapitals sehr schwierige Bewertungsfragen aufwirft. CoCos entschärfen dieses Problem beträchtlich. Hierzu wäre den Geschäftsbanken vorzuschreiben, dass die von ihnen ausgegebenen Anleihen in Eigenkapital umgewandelt werden, sobald eine bestimmte Eigenkapitalquote aufgrund realisierter Verluste im operativen Geschäft unterschritten wird. Der damit verbundene Verwässerungseffekt auf das bisherige Eigenkapital würde die Führung der Banken dazu veranlassen, bei der Kreditvergabe risikobewusster zu handeln als in der Vergangenheit. Gleichzeitig bliebe es den Banken überlassen, ihre Risikomodelle in eigener Regie zu entwickeln, wodurch gleichgerichtetem Verhalten vorgebeugt wird (Dewatripont und Freixas 2012).

### **Zwangsrekapitalisierung von Banken als Übergangslösung und Ultima Ratio**

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

## **Fokussierung der EFSF/ESM-Mittel**

Die Zwangsrekapitalisierung maroder Geschäftsbanken wäre für die bisherigen Eigentümer maximal unattraktiv, weil ihr eingesetztes Kapital dabei aufgebraucht wird. Sie haben daher einen starken Anreiz, nicht durch eine Abwicklungsgesellschaft übernommen zu werden. Die Konzentration des Einsatzes staatlicher Mittel zur gezielten Bankenrekapitalisierung hat gegenüber der EFSF/ESM-Lösung den Vorteil einer wesentlich höheren Treffergenauigkeit. Die staatlichen Rettungsfonds schirmen alle Gläubiger von Staatsanleihen vor Verlusten ab. Dies ist mit erheblichen Fehlanreizen und unvermeidbaren Umverteilungseffekten zwischen Anlegern und Steuerzahlern verbunden. Darüber hinaus führen die Hilfszahlungen in den Empfängerländern zu erheblichen Eingriffen in die fiskalische Souveränität und zu einem erheblichen Kontrollaufwand. Die BAG-Variante konzentriert sich auf den Geschäftsbankensektor und reizt dessen private Schuldentragfähigkeit vollständig aus. Dies impliziert freilich, dass auch Staaten als Schuldner insolvent werden können. Nichts anderes besagt aber schon die Nichtbeistandsklausel des Maastrichter Vertrages, der mit einem solchen Ansatz wieder zu Glaubwürdigkeit verholfen werden kann.

## **Die Zeit drängt**

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

## Literatur

- Bagus, P. (2010). *The Tragedy of the Euro*. Ludwig von Mises Institute, Auburn, AL.
- Bindseil, U., und P.J. König (2012). TARGET2 and the European Sovereign Debt Crisis. Via Internet (21. Juni 2012) <<http://www.macro-economics.tu-berlin.de/fileadmin/fg124/koenig/papers/Target2SovereignDebt.pdf>>.
- Bornhorst, F., und A. Mody (2012). TARGET Imbalances: Financing the Capital-account Reversal in Europe. Via Internet (21. Juni 2012) <<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7700>>.
- Butler, W., E. Rahbari und J. Michels (2011). TARGETing the wrong villain: Target2 and intra-Eurosystem imbalances in credit flows. Global Economics View. Citigroup Global Markets. London.
- Deutsche Bundesbank (2011). *Monatsbericht*. März. Frankfurt am Main.
- Dewatripont, M., und X. Freixas (2012). Bank Resolution: Lessons from the Crisis. In *The Crisis Aftermath: New Regulatory Paradigms*. CEPR Research. Center for Economic Policy Research: 105–143.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2011). *Euro Money Market Survey*. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2012). *Monatsbericht*. Juni. Frankfurt am Main.
- Fahrholz, C. (2012). Das Zahlungsverkehrssystem TARGET2 aus zahlungsbilanztechnischer Sicht. Working Papers on Global Financial Markets 28. Universität Jena.
- Flannery, M.J. (2005). No pain, no gain: Effecting market discipline via reverse convertible debentures. In H. S. Scott (Hrsg.), *Capital adequacy beyond Basel: Banking securities and insurance*. Oxford.
- Heinsohn, G., und O. Steiger (2009). *Eigentum, Zins und Geld – Ungelöste Rätsel der Wirtschaftswissenschaft*. Marburg.
- Rudolph, B. (2010). Die Einführung regulatorischen Krisenkapitals in Form von Contingent Convertible Bonds (CoCos). *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 63 (2010): 1152–1155.
- Sauer, I. (2011). Die sich auflösende Eigentumsbesicherung des Euro. *Ifo-Schnelldienst* 64 (16): 58–68.
- Sievert, O. (1993). Geld, das man nicht selbst herstellen kann – Ein ordnungspolitisches Plädoyer für die Europäische Währungsunion. In P. Bofinger, S. Collignon und E.-M. Lipp (Hrsg.), *Währungsunion oder Währungschaos? Was kommt nach der D-Mark*. Wiesbaden.
- Schoenmaker, D. (2012). Bank Supervision and Resolution: The European Dimension. *Law and Financial Markets Review* 6 (2012): 52–60.
- Sinn, H.-W. (2012). Die Target-Kredite der Deutschen Bundesbank. *Ifo-Schnelldienst* 65 (Sonderausgabe 21.03.2012): 03–34.
- Sinn, H.-W., und T. Wollmershäuser (2011). Target-Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility. NBER Working Paper 17626. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Snower, D.J. (2008). The Next Steps in Overcoming the Financial Crisis. Kiel Institute Focus 2. Via Internet (21. Juni 2012) <<http://www.ifw-kiel.de/media/kiel-institute-focus/2008/focus02>>.
- Tinbergen, J. (1978). *Economic Policy. Principles and Design*. Amsterdam.
- Tornell, A., und F. Westermann (2011). Eurozone Crisis, Act Two: Has the Bundesbank Reached its Limit? Via Internet (25. Juni 2012) <<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7391>>.
- Universität Osnabrück (2012). Euro Crisis Monitor. Via Internet (21. Juni 2012) <<http://www.iew.uni-osnabrueck.de/8959.htm>>.
- Whelan, K. (2011). Professor Sinn Misses the Target. IIEA Blog. Via Internet (21. Juni 2012) <<http://www.iiea.com/blogosphere/professor-sinn-misses-the-target>, 7. Juni 2011>.

## Imprint

Publisher: Kiel Institute for the World Economy  
Hindenburgufer 66  
D – 24105 Kiel  
Phone +49 (431) 8814–1  
Fax +49 (431) 8814–500

Editorial team: Margitta Führmann  
Helga Huss  
Prof. Dr. Henning Klodt  
(responsible for content, pursuant to § 6 MDStV)  
Dieter Stribny

The Kiel Institute for the World Economy is a foundation under public law of the State of Schleswig-Holstein, having legal capacity.

Sales tax identification number DE 811268087.

President: Prof. Dennis Snower, Ph.D.  
Vice President: Prof. Dr. Rolf J. Langhammer

Supervisory authority: Schleswig-Holstein Ministry of Science,  
Economic Affairs and Transport

© 2012 The Kiel Institute for the World Economy. All rights reserved.