



Die Europäische Zentralbank in der Kritik

Silke Tober

Die Europäische Zentralbank ist in den vergangenen anderthalb Jahren zunehmend in die Kritik geraten, und zwar aus zwei entgegengesetzten Richtungen: Die eine Gruppe von Kritikern moniert, die EZB übernehme fiskalische Aufgaben und gehe damit ohne demokratische Legitimation erhebliche finanzielle Risiken ein, sei es durch Staatsanleihenkäufe, durch verringerte Bonitätsanforderungen an Sicherheiten, die die Banken bei der Refinanzierung hinterlegen müssen, oder durch die Deckung des hohen Refinanzierungsbedarfs der Banken der Krisenländer (Sinn/Wollmershäuser 2011, Issing 2011, Institute 2011). Die andere Gruppe kritisiert demgegenüber, die von der EZB ergriffenen Maßnahmen wären angesichts der sich fortwährend zuspitzenden Liquiditätskrise nicht durchgreifend genug: Die Zentralbank müsste insbesondere breitflächiger Staatsanleihen aufkaufen, um der Vertrauenskrise entgegenzuwirken (de Grauwe 2011, Horn et al. 2011, Krugman 2011, Rürup 2011). Im Folgenden werden die finanziellen Risiken aufgezeigt, die das Eurosystem im Zuge der internationalen Finanzkrise und der Staatsanleihenkrise eingegangen ist, und es wird erläutert, warum diese Risiken mit Blick auf die Stabilität des Euroraums eingegangen werden mussten. Ob sich diese Risiken tatsächlich als Verluste niederschlagen, hängt ganz entscheidend davon ab, ob die Euroländer an ihrer erfolglosen Krisenpolitik festhalten oder aber einen Strategiewechsel vornehmen, der es dem Euroraum als Ganzes ermöglicht, mit dem Rückenwind einer positiven wirtschaftlichen Entwicklung die Staatsfinanzen zu konsolidieren.

EZB und Staatsanleihenkäufe

Anderthalb Jahre nach Beginn der Vertrauenskrise im Euroraum entfaltet sich die Ansteckungswelle, vor der nicht nur die EZB sondern auch das IMK und andere immer wieder gewarnt hatten, zunehmend (The Economist 2011, Horn et al. 2010). Die Lage hat sich so dramatisch verschlechtert, dass weder eine Bankenkrise, eine langwährende Stagnationsphase noch ein Auseinanderbrechen des Euroraums auszuschließen sind – auch wenn letzteres „is not in the treaty“ (Draghi 2011). Noch ist es nicht zu spät, eine solche Zuspitzung abzuwenden. Allerdings müssten rasch adäquate Maßnahmen ergriffen werden, um das Vertrauen an den Finanzmärkten wiederherzustellen und die Konjunktur zu stabilisieren.

Vertrauen ist eine unentbehrliche Grundlage für eine auf Kredit basierende Wirtschaft. Mangelndes Vertrauen der Banken untereinander stört den Liquiditätsausgleich über den Geldmarkt und zwingt die Zentralbank, diese Funktion zu übernehmen. Mangelndes Vertrauen in die finanzielle Solidität der Staaten führt zu Kursverlusten und erhöhten Finanzierungskosten, die ihrerseits dazu führen können, dass die öffentlichen Finanzen untragbar werden. Es ist offensichtlich, dass sich weder Griechenland noch Portugal bei den hohen Renditen von 32 % bzw. 12 % bei zehnjährigen Staatsanleihen auf dem Kapitalmarkt Mittel zur Refinanzierung fällig werdender Schulden und zur Finanzierung ihrer Budgetdefizite besorgen

Abbildung 1



könnten. Aber auch die Renditen italienischer Staatsanleihen erreichen trotz der Interventionen des Eurosystems immer neue Höchststände und liegen mit 6,6 % auf einem Niveau, das die Konsolidierung erheblich erschwert (Abbildung 1).

Die entscheidende Frage ist, wie es der Politik gelingen kann, das Vertrauen wieder herzustellen. Zahlreiche Gipfel und Rettungspakete haben kaum mehr als einen kurzen Zeitaufschub gebracht, bevor die Zuversicht in eine Stabilisierung der Lage im Euroraum einen erneuten Dämpfer erhielt. Der mangelnde Erfolg der Krisenpolitik dürfte insbesondere auf zwei Faktoren zurückzuführen sein. Erstens wird es immer offensichtlicher, dass es kaum möglich sein wird, dass alle Länder des Euroraums zeitgleich und ohne Wachstumsstrategie konsolidieren. Die Konsolidierung selbst löst kurzfristig keine Wachstumsimpulse aus, sondern dämpft im Gegenteil die Nachfrage und damit die Produktion. Dadurch wird aber das Bestreben die Defizitquote und die Schuldenquote zu reduzieren erschwert, wenn nicht gar vereitelt.¹ Zweitens hat der politische Umgang mit der Krise die Ansteckungsgefahr nicht gebannt. Inmitten einer Vertrauenskrise Hilfen nur zögerlich zu gewähren, zunächst prohibitiv

¹ Die EU-Kommission scheint beispielsweise die negative gesamtwirtschaftliche Wirkung staatlicher Sparpolitik unterschätzt zu haben, weshalb ihre BIP-Prognosen für Griechenland zu optimistisch ausfielen (Horn et al. 2011b).

hohe Zinsen für Hilfskredite zu verlangen und dann eine private Gläubigerbeteiligung ins Spiel zu bringen, ist wie Öl ins Feuer zu schütten.

Die Krisenpolitik der Euroländer hat die EZB in eine schwierige Lage gebracht. Da sich die EZB der Gefahr eines Überspringens der zunächst auf Griechenland, Irland und Portugal konzentrierten Vertrauenskrise auf die großen Länder Spanien und Italien bewusst war, hat EZB-Präsident Trichet wiederholt betont, dass kein Land des Euroraums zahlungsunfähig würde, und sich vehement gegen einen Schuldenschnitt in Griechenland ausgesprochen. Nachdem der erste Krisengipfel der EU-Länder Ende April 2010 keine durchgreifende vertrauensbildende Lösung brachte, entschloss sich die EZB selbst aktiv zu werden, um die Vertrauenskrise einzudämmen, und die mit ihr einhergehende Beeinträchtigung der Transmission geldpolitischer Impulse zu mildern – nur 4 Tage, nachdem Trichet auf der Pressekonferenz erklärt hatte, der EZB-Rat habe das Thema nicht einmal erörtert. Die erste Welle der Käufe lief bis Ende 2010. Während dieser Zeit erwarb das Eurosystem Staatsanleihen im Werte von insgesamt 74 Mrd. Euro, vornehmlich griechische, irische und portugiesische. Anders als die US-amerikanische Federal Reserve pumpte sie damit aber keine zusätzliche Liquidität in den Markt: In Höhe des Wertes der Staatsanleihenkäufe schöpfte das Eurosystem die

Liquidität mit einer verzinslichen Termineinlage wieder ab. Es kommt durch die Staatsanleihenkäufe somit zwar zu einer Bilanzverlängerung des Eurosystems, nicht aber zu einer Erhöhung der Liquidität außerhalb des Bankensystems.² Das Eurosystem stellte dann die Käufe ein, auch als Reaktion auf die unzureichende Krisenpolitik der Regierungen. Erst nachdem auf dem EU-Gipfeltreffen im Juli 2011 die Ausweitung der Mittel und der Befugnisse des Stabilisierungsfonds EFSF beschlossen worden waren und sich die Krise im August 2011 mit dem Anziehen spanischer und italienischer Renditen deutlich zuspitzte, wurde die EZB wieder aktiv. Ende Oktober 2011 hatte das Eurosystem bereits „Staatsanleihen für geldpolitische Zwecke“ im Wert von 173,5 Mrd. Euro in ihrer Bilanz. Sie hat in den vergangenen drei Monaten somit Staatspapiere in Höhe von 100 Mrd. Euro gekauft – und zwar vermutlich in erster Linie italienische und spanische. (Detaillierte Angaben zu den Käufen werden vom Eurosystem nicht veröffentlicht.)

Die Staatsanleihenkäufe des Eurosystems sind insbesondere von deutschen Zentralbankern scharf kritisiert worden und gelten als ein entscheidender Grund für die Rücktrittserklärungen von Bundesbankpräsident Axel Weber im Februar 2011 und von EZB-Chefvolkswirt Jürgen Stark Anfang September 2011. So warnte Axel Weber bereits kurz nach den ersten Staatsanleihenkäufen des Eurosystems im Mai 2010, dass dies „erhebliche stabilitätspolitische Risiken [birgt]“. Er hob ferner hervor, dass „[d]urch finanzpolitische Versäumnisse etlicher Länder ... im Zusammenspiel mit der Finanz- und Wirtschaftskrise eine zunehmend kritische Situation entstanden [war]“ (Börsen-Zeitung 2010). Der frühere Chef-Volkswirt der EZB, Otmar Issing, sagte in einem Interview im September 2011: „Die EZB hat mit den Käufen von Staatsanleihen die Zinskosten für Italien und Spanien nach unten gedrückt und so die Sanktionsfunktion des Marktes geschwächt“ und warnte: „Eine Notenbank, die einspringt, weil die Regierungen versagen, gefährdet ihre Unabhängigkeit.“ (Wirtschaftswoche 2011) Und die Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute ist mehrheitlich der Auffassung, die EZB habe mit den Staatsanleihenkäufen „ihr Mandat überdehnt“ (Institute 2011, S. 51).

Zwar sind die Herausforderungen, vor denen das Eurosystem steht, tatsächlich erheblich und die aktuellen stabilitätspolitischen Risiken sind immens.

² Es handelt sich somit ganz und gar nicht um eine Finanzierung der Staaten über die Notenpresse, wie dies beispielsweise in Deutschland Anfang der 1920er Jahre und während des Zweiten Weltkrieges der Fall war, zumal die EZB lediglich auf dem Sekundärmarkt Käufe tätigt.

Aber die von den oben zitierten Zentralbankern vertretene Auffassung greift zu kurz und verkennt, dass das Eurosystem gegenwärtig aus stabilitätspolitischen Gründen auf dem Markt für Staatsanleihen intervenieren muss. Die von Otmar Issing beschworene Sanktionsfunktion der Märkte hat eben nicht frühzeitig eingesetzt und damit die makroökonomischen Ungleichgewichte im Euroraum im Vorfeld unterbunden. Die Bestrafung erfolgt zu einem Zeitpunkt, als das Kind bereits in den Brunnen gefallen ist, und droht es nun durch Überreaktionen zu ertränken. Zudem hatten zwei der Krisenländer, Irland und Spanien, vor Ausbruch der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2007 nicht etwa Budgetdefizite, sondern Budgetüberschüsse und wiesen niedrige Staatsschuldenstände in Höhe von 25 % bzw. 36 % des BIP auf. Märkte, die sich an den Kriterien des Stabilitätspaktes orientieren, hätten somit im Vorfeld der Krise gar keinen Grund gehabt, diese beiden Länder zu sanktionieren. Mit anderen Worten – der Sanktionsmechanismus des Marktes hat doppelt versagt. Warum sollte man sich ihm jetzt anvertrauen?

Dass es in Griechenland erhebliche finanzpolitische Versäumnisse gab, ist unbestritten. Allerdings beliefen sich die Staatsschulden Griechenlands 2010 nur auf 3,6 % des Euroraum-BIP. Selbst wenn man noch die Staatsschulden Irlands und Portugals hinzunimmt, ergibt sich ein Anteil von nur 6,9 % am BIP des Euroraums. Die mangelnde Bereitschaft, Griechenland bei der Bewältigung seiner Probleme zu unterstützen, hat zu einer Ausbreitung der Vertrauenskrise auf weitere Länder geführt und das Volumen der vom Vertrauensverlust betroffenen Staatsanleihen auf ein Niveau anschwellen lassen, das vom Stabilisierungsfonds EFSF nicht zu bewältigen ist.

Das Moral-Hazard-Problem, das insbesondere deutsche Ökonomen in den Vordergrund der Analyse stellen, ist ebenfalls unbestritten. Welche Regierung leitet freiwillig unpopuläre Sparmaßnahmen ein, wenn sie stattdessen auf Hilfen aus dem Ausland zurückgreifen kann? Es ist daher erforderlich, Notfallkredite an Auflagen zu binden. Griechenland hat beispielsweise im Jahre 2010 Konsolidierungsmaßnahmen in Höhe von 7,7 % des BIP umgesetzt (Horn et al. 2011b). Dass es dennoch sein Defizitziel nicht eingehalten hat, lag daran, dass die Produktion, weit mehr als in den Konsolidierungsplänen vorhergesehen, eingebrochen ist und mit ihr das Steueraufkommen. Auch wegen des Moral-Hazard-Problems hätten die Regierungen der Euroländer im Frühjahr 2010 ein umfassendes Rettungsnetz spannen müssen. Anders als die Regierungen ist die EZB nämlich nicht in der Lage, Auflagen

an ihre Hilfen zu knüpfen.³ Andererseits konnte sie dem Anstieg der Renditen auch nicht tatenlos zusehen, da ein starker Renditeanstieg infolge der steigenden Zinsbelastung auch zuvor solvente Staaten an den Rand der Zahlungsunfähigkeit bringen kann. Wie in den vergangenen 12 Monaten gesehen, bringt der Kursverfall von Staatsanleihen auch die Banken in Bedrängnis und erhöht zudem den Konsolidierungsbedarf der Staaten mit negativen Rückwirkungen auf die wirtschaftliche Aktivität. So entsteht ein Teufelskreis aus Vertrauensverlust, steigenden Zinsen, schwachem Wachstum und erneutem Vertrauensverlust.

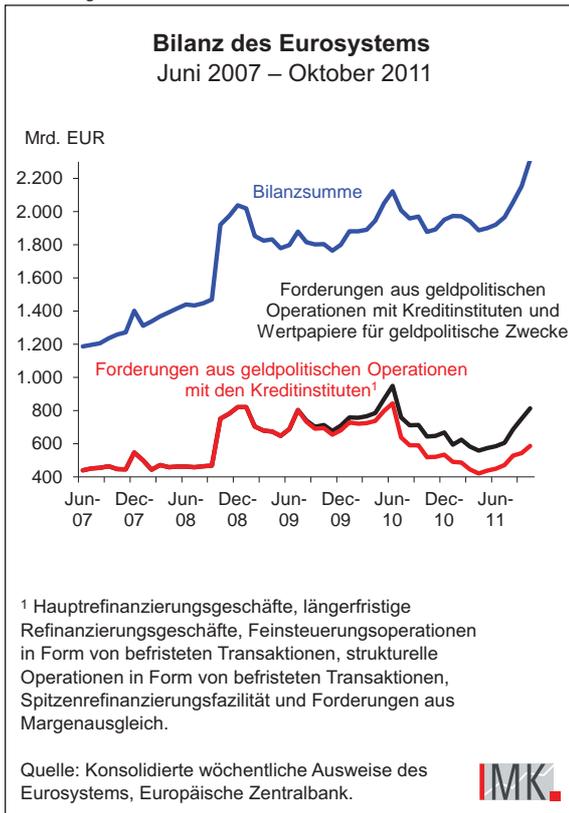
Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems und Targetsalden

Das Eurosystem hat nicht nur stützend im Markt für Staatsanleihen eingegriffen. Bereits zuvor hatten die nationalen Zentralbanken zur Stützung des Bankensystems Pfandbriefe in großem Umfang erworben.⁴ Wichtiger noch waren allerdings andere liquiditätszuführende Maßnahmen, die nicht nur volumenmäßig ausgeweitet wurden, sondern sich auch regional sehr unterschiedlich entwickelten. Das entscheidende liquiditätszuführende Instrument des Eurosystems ist die Offenmarktpolitik, mit dem das Eurosystem die Geschäftsbanken mit Zentralbankgeld versorgt. Die Banken benötigen Zentralbankgeld in erster Linie, um den Bargeldbedarf der Bevölkerung zu decken und um ihre Mindestreservepflicht zu erfüllen. Üblicherweise haben die Refinanzierungsgeschäfte eine Laufzeit von einer Woche, einem Monat oder 3 Monaten – während der Krise wurde die Laufzeit deutlich verlängert. Die Banken erhalten im Rahmen dieser Geschäfte einen Kredit von der Zentralbank und hinterlegen als Sicherheit Wertpapiere. Auch diese Refinanzierungsgeschäfte sind mit Risiko behaftet. Dieses Risiko ist umso höher, je wahrscheinlicher ein Schuldenschnitt in auch nur einem Euroland wird. Verluste für das Eurosystem können dann entstehen, wenn eine Bank, der Geld im Rahmen eines Refinanzierungsgeschäftes geliehen wurde, zahlungsunfähig wird und zudem die Sicherheiten, die die Bank an das Eurosystem als Teil des Refinanzierungsgeschäftes übertragen hat, den Refinanzierungskredit nicht in voller Höhe abdecken. Dabei ist es für den möglichen Verlust, den eine

³ Sie kann lediglich, wie der Brief von Jean-Claude Trichet und Mario Draghi an die italienische Regierung im September 2011 zeigte, vereinzelt Druck ausüben (FTD 2011).

⁴ Das Programm zum Kauf gedeckter Schuldverschreibungen hatte ein Volumen von 60 Mrd. Euro und lief von Juli 2009 bis Juni 2010. Anfang November 2011 wurde es mit einem Volumen von weiteren 40 Mrd. Euro reaktiviert.

Abbildung 2

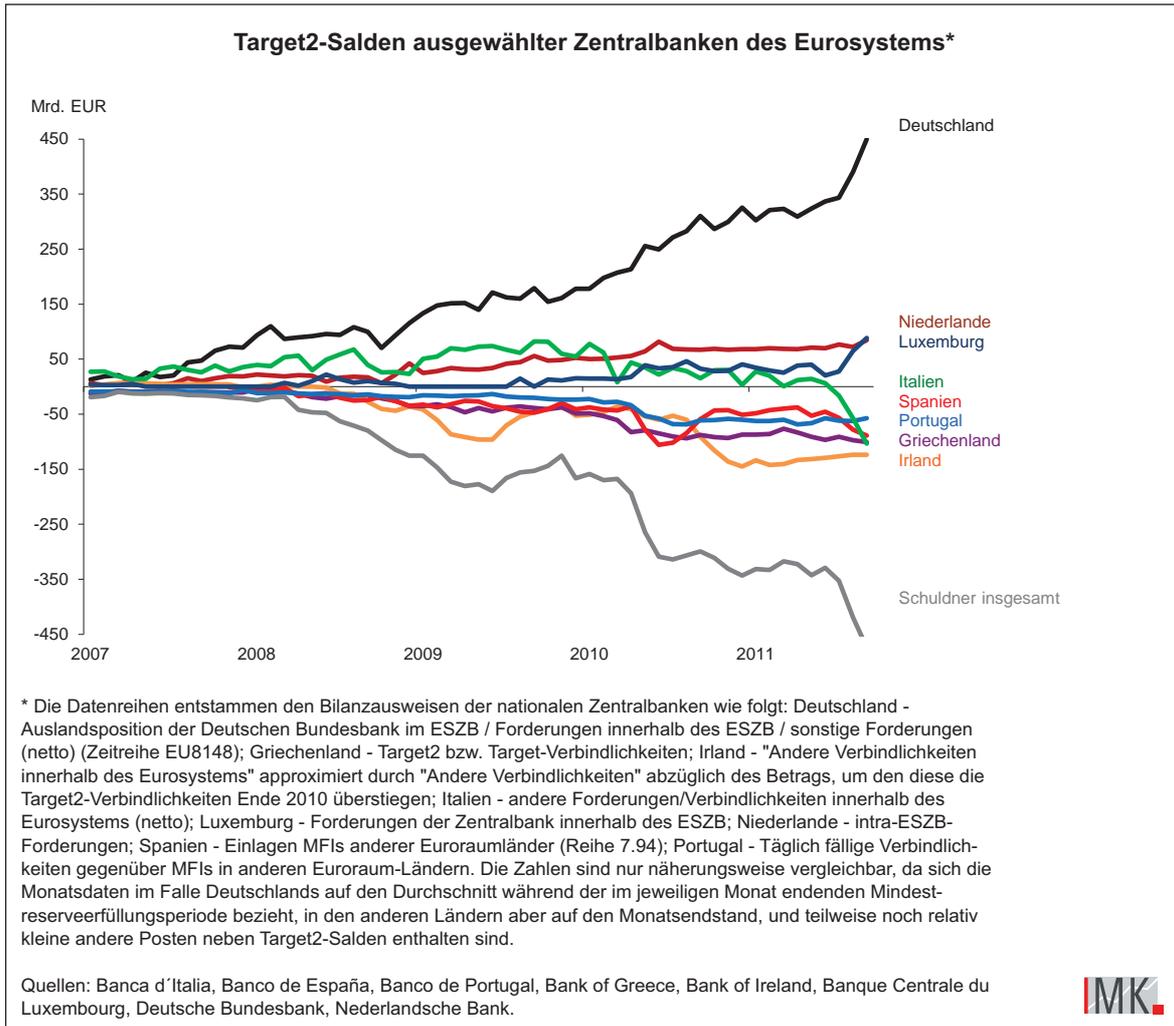


Zentralbank zu tragen hat, unerheblich, welche nationale Zentralbank des Eurosystems die Refinanzierungskredite vergeben hat und die entsprechenden Sicherheiten hält. Gewinne und Verluste aus den geldpolitischen Operationen des Eurosystems werden entsprechend der Anteile am Kapital der EZB auf die nationalen Geschäftsbanken verteilt (EU 2008, Art. 32f.).

Das Eurosystem hatte im September 2011 ausstehende Refinanzierungsgeschäfte mit den Geschäftsbanken des Euroraums in Höhe von 589 Mrd. Euro (Abbildung 2). Davon entfielen 38 % auf griechische, portugiesische und irische Banken, sowie weitere 31 % auf italienische und spanische Geschäftsbanken. Seit Beginn der Finanzkrise im Sommer 2007 sind die Refinanzierungsgeschäfte mit griechischen Banken von 3,8 Mrd. Euro auf 77,8 Mrd. Euro gestiegen, jene der irischen Banken von 20,1 Mrd. Euro auf 100,4 Mrd. Euro (September 2011).

Auffallend ist dabei zweierlei: Erstens hat sich der Refinanzierungsbedarf der deutschen Banken bei der Bundesbank deutlich verringert, während sich die Banken in den Krisenländern bei ihren Zentralbanken deutlich stärker refinanzieren. Der hierin zum Ausdruck kommende Mittelabfluss aus den Krisenländern bzw.

Abbildung 3



verringerte Mittelzufluss in die Krisenländer spiegelt sich in den Target2-Verbindlichkeiten ihrer nationalen Zentralbanken wider (Abbildung 3). Ein Blick auf die Entwicklung der Bankeinlagen in diesen Ländern zeigt, dass es zu einer wahren Kapitalflucht aus diesen Ländern gekommen ist – zuletzt ab Juli 2011 aus Italien.

Zweitens fällt auf, dass die Target2-Verbindlichkeiten der Nationalbanken Irlands, Griechenlands, Portugals und Spaniens höher sind als die Offenmarktgeschäfte dieser Zentralbanken mit den heimischen Banken; im Falle Italiens lagen die Offenmarktkredite Ende September noch geringfügig über den Target2-Salden. M.a.W. aus Griechenland, Irland, Portugal und Spanien floss mehr Zentralbankliquidität ins Ausland, als über Refinanzierungsgeschäfte durch die jeweilige nationale Zentralbank in Umlauf gebracht wurde. Für dieses erstaunliche Phänomen gibt es zwei mögliche Erklärungen: Erstens

wurden im Rahmen des Programms der Staatsanleihenkäufe von den nationalen Zentralbanken Staatsanleihen erworben und den Banken damit Zentralbankliquidität zugeführt. Zwar wurde diese Liquidität vom Eurosystem mittels Termineinlagen wieder abgeschöpft. Diese Termineinlagen wurden aber weniger von Banken in den Krisenländern genutzt, sondern primär von Banken in Deutschland, bei denen auch die zusätzlichen Mittel aus den Krisenländern durch Überweisungen landeten. Zweitens und vom Volumen her bedeutender dürften Notkredite der nationalen Zentralbanken an die heimischen Banken sein. Diese werden in den Bilanzen der nationalen Notenbanken zwar nicht gesondert ausgewiesen, aber unter „andere Aktiva“ verbucht. Der Posten „andere Aktiva“ ist in Irland seit August 2007 um 42 Mrd. Euro (September 2011) gestiegen, in Griechenland um 41 Mrd. Euro und in Italien allein

Target2-Salden

Das Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System (TARGET2) ist ein Verrechnungssystem, über das Zahlungen der Geschäftsbanken und der nationalen Zentralbanken des Eurosystems verrechnet werden. Die bilanzierten Target2-Forderungen der Bundesbank sind Forderungen der Bundesbank gegenüber der EZB. In gleicher Höhe hält die EZB Forderungen gegenüber anderen nationalen Zentralbanken im Eurosystem. Bis zum Ausbruch der Finanzkrise im Jahre 2007 waren diese Salden bei den Zentralbanken verschwindend gering. Seit Ausbruch der Krise schwindet zunehmend das Vertrauen in die Stabilität des Bankensystems und der Staatsfinanzen in einigen Euroländern, insbesondere Irland, Griechenland, Portugal, aber auch Spanien und zuletzt Italien. Daher gleichen sich die privaten Mittelabflüsse (Kapitalbilanz- und Leistungsbilanztransaktionen) und die privaten Kapitalzuflüsse aus zwei Gründen nicht mehr aus: Wegen des geringen Vertrauens kommt es erstens zu vermehrten Kapitalabflüssen und zweitens zu geringeren Kapitalzuflüssen. Zum Verständnis der Target2-Salden ist es erforderlich sich vor Augen zu führen, wie Geld in Umlauf kommt. Am Anfang steht eine Verschuldung einer Geschäftsbank bei der Zentralbank. Die Geschäftsbank besorgt sich bei der Zentralbank Liquidität, hinterlegt bei der Zentralbank für diesen Kredit Sicherheiten und vergibt ihrerseits einen Kredit. Dieser wird in aller Regel nicht als Bargeld abgehoben, sondern als Einlage gutgeschrieben. Auf diese Einlage muss die Geschäftsbank eine Mindestreserve halten, d.h. eine Einlage bei der Zentralbank (in Höhe von 2 %).

Nehmen wir den Fall eines Anlegers, der seine Einlage in Höhe von 1000 Euro bei einer irischen Bank auflöst, um das Geld bei einer deutschen Bank anzulegen. Die Bank, die die Einlage zunächst hatte, muss sich diese 1000 Euro zunächst besorgen, da sie nicht im Banktresor liegen, sondern als Kredit weiter vergeben wurden (mit Ausnahme der 2 % Mindestreserve). Üblicherweise erfolgt die Kreditaufnahme über den Interbankenmarkt und da Zahlungen mal in die eine, mal in die andere Richtung gehen, sind hier die

Abbildung 4

Target2-Salden in den Bilanzen der EZB und zweier nationaler Zentralbanken des Eurosystems			
Europäische Zentralbank ¹			
Forderungen		Verbindlichkeiten	
Target2 Bank of Ireland (+)		Target2 Bundesbank (+)	
Deutsche Bundesbank		Bank of Ireland	
Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten
Target2 (+)		Refinanzierungskredite an irische Banken (+)	Target2 (+)
Refinanzierungskredite an deutsche Banken (-)		Andere Aktiva (+)	
Geschäftsbank in Deutschland		Geschäftsbank in Irland	
Forderungen	Verbindlichkeiten	Forderungen	Verbindlichkeiten
	Bundesbank (-)		Bank of Ireland (+)
	Einlagen (+)		Einlagen (-)

¹ In der von der EZB veröffentlichten Bilanz werden die Target2-Salden der nationalen Zentralbanken saldiert.



Salden nicht so hoch wie die einzelnen Überweisungen. Irische Banken können sich aber gegenwärtig nicht am Interbankenmarkt finanzieren. Daher muss sich die irische Bank die 1000 Euro bei ihrer nationalen Zentralbank leihen, die dafür Sicherheiten, beispielsweise irische Staatsanleihen erhält. Nun könnte die irische Zentralbank theoretisch den Refinanzierungskredit an die Bundesbank übertragen und die Sicherheiten, die die irische Geschäftsbank für den 1000-Euro-Refinanzierungskredit hinterlegt hat, an die Bundesbank schicken. Stattdessen erhält aber die Bundesbank eine Forderung gegenüber der EZB und die EZB hat eine Forderung gegenüber der irischen Zentralbank, die wiederum eine Forderung gegenüber der irischen Bank hat.

zwischen Juli 2011 und September 2011 um 16 Mrd. Euro. Diese Emergency Lending Assistance ist keine reguläre geldpolitische Operation des Eurosystems, sondern geschieht auf Rechnung der nationalen Zentralbanken.⁵

Die Target2-Salden werden zwar in der konsolidierten Bilanz des Eurosystems nicht aufgeführt, da sich Forderungen und Verbindlichkeiten auf Null saldieren. Dennoch ermöglicht ein Blick auf die Bilanz eine Abschätzung der Risiken, die das Eurosystem übernommen hat. Ende Oktober 2011 betrug die Bilanzsumme 2330 Mrd. Euro. Auf der Aktivseite schlugen „Forderungen in Euro aus geldpolitischen Operationen an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet“ mit knapp 600 Mrd. Euro bzw. 25,6 % der Bilanzsumme am stärksten zu Buche (Tabelle 1). Auf der Passivseite finden sich in nahezu identischer Höhe „Einlagen von Geschäftsbanken“. Mit weiteren 7,4 % stehen auf der Aktivseite die Staatsanleihen, die seit Mai 2010 zur Stabilisierung der Kurse gekauft werden. Diese Staatsanleihen und die Refinanzierungsgeschäfte sind jene Posten, die am meisten mit Risiko behaftet sind. Allerdings wurden die Staatsanleihen zu niedrigen Kursen erworben, so dass hier ein Gewinnpotenzial steckt, wenn die Krise ohne Schuldenschnitte überwunden wird. Hat das Eurosystem beispielsweise griechische Staatsanleihen im Wert von 50 Mrd. Euro zu einem Durchschnittskurs von 80 % des Nennwertes erworben, würden in diesem Fall Kursgewinne in Höhe von 12,5 Mrd. Euro anfallen. Die Refinanzierungsgeschäfte sind zwar ebenfalls mit Risiko behaftet, aber sie sind erstens besichert, so dass hohe Verluste nur dann auftreten würden, wenn mehrere Banken Insolvenz anmelden und die hinterlegten Sicherheiten den Wert des Kredites nicht decken. Das Verlustrisiko wird dadurch verringert, dass das Eurosystem die Sicherheiten nicht nur zu Marktpreisen bewertet, sondern auf den Marktkurs auch einen Abschlag vornimmt, dessen Höhe sich nach der

Risikoträchtigkeit des Wertpapiers richtet.⁶ Wie im Falle der Staatsanleihen besteht das höchste Risiko in einem Schuldenschnitt bzw. einem Austritt eines oder mehrerer Krisenländer aus dem Euroraum bei gleichzeitiger Repudiation der Schulden. In diesem Fall könnte auch ein Teil der Notfallkredite der nationalen Zentralbanken zu Verlusten des Eurosystems führen, sofern die damit vergebenen Mittel ins Ausland geflossen sind und als Target2-Guthaben in den Bilanzen anderer Zentralbanken des Eurosystems stehen. Das Kapital und die Rücklagen dürften mit 3,5 % der Bilanzsumme kaum ins Gewicht fallen und der weitaus bedeutendere Puffer „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ steht dem Eurosystem als Ganzes weitestgehend nicht zur Verfügung, da er die Gegenbuchung für die Wertsteigerungen beim Goldbestand ist, der größtenteils den nationalen Zentralbanken gehört.

All diese Risiken, die mittlerweile in den Bilanzen der Notenbanken des Eurosystems schlummern, kennen die Zentralbanker ohne Zweifel und man sollte sie durchaus ernst nehmen. Allerdings ist eine Zentralbank kein profitorientiertes Unternehmen, sondern eine der wichtigsten wirtschaftspolitischen Instanzen, und die EZB konnte gar nicht anders handeln, ohne die Stabilität des gesamten Euroraums drastisch zu gefährden. Zudem wird ein nennenswerter Verlustfall nur dann auftreten, wenn ein Land zum Teil oder gänzlich nicht mehr bereit oder in der Lage ist, seine Schulden zu bedienen. In diesem Fall, und insbesondere im Fall eines Auseinanderbrechens des Euroraums, könnten die beim Eurosystem entstehenden Verluste zwar gewaltig sein, die darüber hinaus entstehenden Kosten durch Bankenzusammenbrüche, langwährende Stagnation und steigende Arbeitslosigkeit dürften diese aber in den Schatten stellen.

Die aufgeblähten Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems mit den Banken und auch die Target2-Salden sind ein Krisenphänomen. Sie werden sich bei einer Überwindung der Krise wieder zurückbilden und

⁵ Mit einer 2/3-Mehrheit kann der EZB-Rat nationalen Zentralbanken das Gewähren solcher Notfallkredite verbieten (Buiter et al. 2011a).

⁶ Vgl. Europäische Zentralbank (2010), Jahresbericht, S. 107 ff. Die Mehrheit der Institute irrt somit, wenn sie schreibt: „Indem die EZB ausfallgefährdete Staatsanleihen als Sicherheiten akzeptiert, misst sie ihnen einen Wert zu, den sie nach Einschätzung der Märkte nicht haben“ (Institute 2011, S. 52).

Tabelle 1

Konsolidierter Ausweis des Eurosystems zum 28. Oktober 2011							
Aktiva		Mrd. EUR	% der Bilanzsumme	Passiva		Mrd. EUR	% der Bilanzsumme
1	Gold und Goldforderungen	419,8	18 %	1	Banknotenumlauf	863,1	37 %
2	Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	228,5	9,8 %	2	Einlagen von Geschäftsbanken	596,6	25,6 %
5	Forderungen in Euro aus geldpolitischen Operationen an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	596,4	25,6 %	10	Sonstige Passivposten	212,1	9,1 %
7	Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet ohne 7a	397,8	17 %	11	Ausgleichsposten aus Neubewertung	383,3	16,4 %
7a	Staatspapiere zu geldpolitischen Zwecken	173,5	7,4 %	12	Kapital und Rücklagen	81,5	3,5 %
9	Sonstige Aktiva	338,9	14,5 %		(Rest)	196,8	8,4 %
	(Rest)	178,4	7,6 %		Passiva insgesamt	2333,4	100 %
	Aktiva insgesamt	2333,4	100 %				

Quelle: Europäische Zentralbank, eigene Zusammenstellung.



nur im Worst-case-Szenario als Verluste niederschlagen. Auch wenn alle Euroländer entsprechend ihres Kapitalanteils an der EZB für diese Target2-Verbindlichkeiten haften, wäre es nicht richtig, wie verschiedentlich geschehen, die Target2-Salden mit Eurobonds gleichzusetzen.⁷ Als Eurobonds werden Staatsanleihen bezeichnet, für die die Euroländer gesamtschuldnerisch haften. Das Geld fließt den Staaten zu. Im Falle der Target2-Salden sind es die Geschäftsbanken, die die Schuldner sind. Auch Kredite der Europäischen Investitionsbank sind keine Eurobonds, nur weil auch hier die Euroländer gesamtschuldnerisch handeln.

Der Zusammenhang zwischen Target2-Salden und Leistungsbilanzsalden ist ebenfalls weniger eng, als verschiedentlich behauptet wird, und er ist keineswegs zwangsläufig. Zwar schreibt die Bundesbank zu Recht: „Eine Zunahme der TARGET2-Forderungen ist in der Betrachtung der Zahlungsbilanz ein Nettokapitalexport. Von den seit Anfang 2007 verzeichneten Nettokapital-

⁷ „... Target credits are in fact short-term Eurobonds...“ (Sinn/Wollmershäuser 2011, S. 39), siehe auch Homburg (2011, S. 530).

exporten Deutschlands entfallen etwa die Hälfte auf TARGET2“ (Deutsche Bundesbank 2011, S. 34). Aus dieser Tatsache aber zu schlussfolgern, „dass spiegelbildlich zum Leistungsbilanzsaldo größere Salden im Zahlungsverkehrssystem der Zentralbanken (TARGET2) auftreten“ (Institute 2011, S. 58), ist analytisch ebenso fehlerhaft, wie die Aussage von Sinn und Wollmershäuser (2011, S. 2), dass “88% of the current account deficits of the GIPS over the past three years was financed by Target credit from the ECB system.” Bindseil und König (2011) zeigen, dass zwischen den beiden Zeitreihen Leistungsbilanzsaldo und Veränderung des Target2-Saldos keine Korrelation besteht. Diese Zeitreihen über mehrere Länder zu aggregieren, wie es Sinn und Wollmershäuser (2011) tun, und daraus einen Zusammenhang abzuleiten, ist irreführend. So belaufen sich zwar beispielsweise die Target2-Verbindlichkeiten Italiens auf 45 % der kumulierten Leistungsbilanzdefizite seit 2007, aber bis zum Juni dieses Jahres hatte Italien nicht etwa Target2-Verbindlichkeiten, sondern nennenswerte Target2-Guthaben. Der Anteil der Target2-Verbindlichkeiten an den

kumulierten Leistungsbilanzdefiziten Spaniens betrug rund 20 %, während die Target2-Verbindlichkeiten Irlands das kumulierte Leistungsbilanzdefizit um knapp 500 % übersteigen. Diese Zahlen illustrieren, dass ein Aufbau von Target2-Verbindlichkeiten auch mit Leistungsbilanzüberschüssen einhergehen könnte, und zwar dann, wenn es zu einem deutlichen Kapitalabfluss kommt. Hierauf weisen eindringlich auch Buiter et al. (2011b) hin.

Sinn und Wollmershäuser (2011) sehen in Zusammenhang mit den Target2-Salden noch zwei weitere Probleme. Es kommt ihrer Meinung nach zu einer Verdrängung von Refinanzierungskrediten der Bundesbank an deutsche Banken und damit auch zu einer verringerten Kreditvergabe in Deutschland.⁸ Ersteres ist aber nicht von Bedeutung, da es für die Banken unerheblich ist, ob sie durch die Bundesbank oder private Anleger refinanziert werden; der Begriff Crowding-out ist in diesem Zusammenhang ökonomisch falsch. Das zweite Problem, das von den Autoren mit dem ersten in Verbindung gebracht wird, obwohl es aus mehreren Gründen gar nicht aus diesem abgeleitet werden kann,⁹ basiert auf der Überlegung, dass das Angebot von Gütern und Dienstleistungen bei voll ausgelasteten Produktionskapazitäten begrenzt ist und ein kreditfinanzierter Kauf (eines LKWs durch einen griechischen Unternehmer) impliziert, dass dieser LKW nicht mehr zum Kauf (durch einen deutschen Unternehmer) zur Verfügung steht. Da es unter den derzeitigen geldpolitischen Bedingungen nicht zu einer Verdrängung von Krediten im ökonomischen Sinne kommen kann, da die Banken bei den Refinanzierungsgeschäften weder über den Preis noch über die Menge beschränkt sind, wäre es von den Autoren richtiger gewesen zu argumentieren, dass die zusätzliche Kreditvergabe unter den von ihnen skizzierten Bedingungen inflationär wirkt. Eine solche inflationäre Entwicklung ist allerdings nicht zu beobachten. Die Inflationsrate in Deutschland und im Euroraum wird weiterhin deutlich durch die im vergangenen Jahr stark gestiegenen Energiepreise

⁸ „The fact is, in any case, that when a net capital flow to Greece occurs because the credit from the ECB does not finance solely capital flight from Greece, somewhere else another use of the credit must be crowded out when additional credit is given via the central bank system to the GIPS countries, because with the given stock of money and given savings, a loan for one use can only be provided at the expense of another use“ (Sinn/Wollmershäuser 2011, S. 25)

⁹ Das Crowding-out der Kreditvergabe der Banken kann aus dem vermeintlichen Crowding-out der Refinanzierungskredite der Bundesbank nicht hergeleitet werden. Erstens erhalten die Banken die Liquidität von Privaten und sind daher in der Kreditvergabemöglichkeit nicht begrenzt. Zweitens bedient das Eurosystem gegenwärtig vollständig die Nachfrage nach Refinanzierungskrediten.

beeinflusst; die binnenwirtschaftlich bestimmte Rate liegt mit 1,6 %¹⁰ deutlich unter dem Inflationsziel der EZB.

EZB braucht Rückendeckung

Die Frage, ob die EZB mit den Käufen der Staatsanleihen von Krisenländern und der Tolerierung der Schieflage bei der Refinanzierung der Banken in den Krisenländern ihr Mandat überschritten hat oder aber in der Bekämpfung der Vertrauenskrise nicht weit genug gegangen ist, lässt sich nicht klären ohne einen klaren Standpunkt der Regierungen. Diesen gibt es derzeit nicht, weshalb sich die Europäische Zentralbank in der schwierigen Situation befindet, kaum einschätzen zu können, ob sie es in Einzelfällen mit Illiquidität oder Insolvenz zu tun hat. Sie greift somit stabilisierend ein, aber zumindest mit Bezug auf die Staatsanleihenkäufe halbherzig. Stellen sich die Euroländer hinter den Euro und erklären, dass sie in der aktuellen Situation kein Land zahlungsunfähig werden lassen, so könnte und müsste das Eurosystem seine Bereitschaft zeigen, Staatsanleihenkäufe deutlich auszuweiten. Lassen die Euroländer demgegenüber einzelne Mitglieder fallen, so ist die EZB bereits jetzt zu hohe Risiken eingegangen.

Die Krise hat sich mittlerweile so stark ausgeweitet, dass sie ohne die EZB nicht mehr zu bewältigen ist. Um dies zu tun, benötigt die EZB aber die Rückendeckung der Regierungen. Jene Ökonomen, die sich gegen die Käufe von Staatsanleihen aussprechen und eine mengenmäßige Beschränkung der Target2-Salden fordern (Sinn und Wollmershäuser 2011), argumentieren damit letztlich gegen das Fortbestehen des Euroraums. Eine Beschränkung der Target2-Salden ist mit einer Währungsunion nicht vereinbar (Bindseil und König 2011, EZB 2011) und könnte Bankeninsolvenzen zur Folge haben. Ohne die Unterstützung des Eurosystems laufen zudem einige Länder Gefahr, infolge steigender Zinslasten zahlungsunfähig zu werden.

Dieselben Ökonomen überschätzen weiterhin die Effizienz der Märkte und sehen in den hohen Zinsen eine disziplinierende Wirkung. Eine Disziplinierung sollte aber bereits im Vorfeld wirken, und nicht erst dann, wenn das eigentlich zu verhindernde Ereignis bereits eingetreten ist. Die jüngere Geschichte hat

¹⁰ In Deutschland lag der Anstieg der Verbraucherpreise ohne Energie im September 2011 bei 1,6 %, die Kerninflationsrate gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak lag im Euroraum ebenfalls bei 1,6 %, in Deutschland bei 1,3 %.

abermals verdeutlicht, dass die Finanzmärkte als disziplinierende Kraft untauglich sind. Daher benötigt der Euroraum für die Zukunft institutionelle Regelungen, die das Entstehen makroökonomischer Ungleichgewichte im Vorfeld verhindern (Horn et al. 2010). Die geplante Einführung von Insolvenzklauseln bei der Neuemission von Staatsanleihen wird dem Euroraum demgegenüber nicht mehr, sondern weniger Stabilität bringen.

Die Bewältigung der aktuellen Krise erfordert ein wirtschaftspolitisches Umdenken. Die Regierungen müssen sich klar darüber werden, dass der Euroraum aus dieser Krise nur herauskommt, wenn staatliche Insolvenzen ausgeschlossen werden. Zugleich muss der Euroraum wieder auf einen Wachstumspfad gelangen, was angesichts eines schwächelnden außenwirtschaftlichen Umfeldes nur gelingen kann, wenn Länder ohne akute Schuldenprobleme die Rolle der Konjunkturlokomotive übernehmen.

Die gegenwärtige Krise wurde nicht durch eine zu hohe Ausgabenfreudigkeit der öffentlichen Hand der Krisenländer ausgelöst. Sie ist das Nachbeben der internationalen Finanzkrise 2007–2009. Diese wiederum war Folge einer starken Deregulierung der Finanzmärkte und des Handelns mit Finanzprodukten, die vermeintlich für eine Verringerung des Risikos durch hohe Diversifikation sorgten, tatsächlich aber gewaltige Klumpenrisiken produzierten.

Um die Kosten der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise zu begleichen, ist es nicht möglich, Investmentbanker direkt zu besteuern, die über Finanzinnovationen immense verdeckte Risiken schafften, die sich dann in der Krise offenbarten. Auch lassen sich nicht jene Politiker besteuern, die die Deregulierung ab den 1980er Jahren vorangetrieben und damit diese Finanzinnovationen erst ermöglicht haben. Die Schuldenstandsquote Deutschlands ist von 65 % des BIP 2007 auf 83 % des BIP 2010 gestiegen, im Euroraum insgesamt von 66 % auf 86 %. Wer sollte die Mittel aufbringen, um diese zusätzlichen Schulden zu bedienen und zu reduzieren? Ein Weginflationieren der Staatsschulden ist weder wahrscheinlich noch wünschenswert (Tober und van Treeck 2010). Gerade in dieser außergewöhnlichen Situation sollte das Leistungsprinzipsprinzip von entscheidender Bedeutung sein. Jene Haushalte mit höheren Einkommen und höheren Vermögen sind am ehesten in der Lage, die zusätzliche Last zu tragen, und sie haben zudem im Zweifelsfall am ehesten von den Finanzinnovationen in der Vergangenheit profitiert. Daher sollte in Deutschland, aber auch in den anderen Euroländern und insbesondere in den Krisenländern vorübergehend eine erhöhte Einkommens- und eine Vermögenssteuer eingeführt

werden, um die Schulden auf ein Niveau zu reduzieren, das zumindest dem Vor-Krisenniveau entspricht. Eine Finanztransaktionssteuer, die auf Euroraum-Ebene erhoben wird, kann zudem nicht nur spekulative Transaktionen begrenzen, sondern eine zusätzliche Einnahmequelle darstellen, die entweder zur Schuldenreduzierung oder zur Wachstumsförderung verwendet werden kann.

Literatur

- Bindseil, U. /König, P. J. (2011):** The Economics of TARGET2 Balances, SFB 649 Discussion Paper 35, Humboldt Universität, Berlin.
- Börsen-Zeitung (2010):** Kaufprogramm birgt erhebliche Risiken, EZB-Ratsmitglied warnt vor Stabilitätsgefahren und fordert Reform des finanzpolitischen Regelwerks, Interview mit Bundesbankpräsident Axel Weber, Börsen-Zeitung, 11. Mai 2010.
- Buiter, W. /Michels, J. /Rahbari, E. (2011a):** ELA: An Emperor without Clothes? Global Economics View, Citigroup Global Markets, 21. Januar.
- Buiter, W. /Michels, J. /Rahbari, E. (2011b):** The implications of intra-euro area imbalances in credit flows, Policy Insight, No. 57, Centre for Economic Policy Research, August.
- De Grauwe, P. (2011):** Only the ECB can halt euro-zone contagion, Financial Times, 3. August 2011.
- Draghi, M. (2011):** Introductory statement to the press conference (with Q&A), Pressekonferenz, Frankfurt am Main, 3 November 2011.
- EU (2008):** Protokoll (Nr. 4) über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank, Amtsblatt der Europäischen Union C 115/230, 9. Mai 2008.
- EZB (2011):** TARGET2-Salden der nationalen Zentralbanken im Euro-Währungsgebiet. Monatsbericht der Europäischen Zentralbank, Oktober 2011, Frankfurt, S. 36-41.
- FTD (2011):** EZB nimmt Italien in die Zange, Financial Times Deutschland, 6. September 2011, S. 1.
- Homburg, S. (2011):** Anmerkungen zum Target2-Streit, Wirtschaftsdienst 2011/8, S. 526-530.
- Horn, G. /Niechoj, T. /Tober, S. /van Treeck, T. /Truger, A. (2010):** Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts: Nicht nur öffentliche, auch private Verschuldung zählt, IMK Report, Nr. 51, Juli.
- Horn, G. /Lindner, F. /Niechoj, T. /Sturn, S. /Tober, S. /Truger, A. /Will, H. (2011a):** Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik 2011, Der Euroraum in Trümmern? IMK Report, Nr. 59, Januar.
- Horn, G. /Lindner, F. /Niechoj, T. /Truger, A. /Will, H. (2011b):** Voraussetzungen einer erfolgreichen Konsolidierung Griechenlands, IMK Report 66, Oktober 2011.
- Institute (2011):** Europäische Schuldenkrise belastet deutsche Konjunktur. Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2011, Essen (http://www.rwi-essen.de/media/content/pages/publikationen/gemeinschaftsdiagnose/GD_2011_2_unkorr.pdf).
- Krugman, P. (2011):** A Self-Fulfilling Euro Crisis? (Wonkish), The Conscience of a Liberal, New York Times Opinion Pages, 7. August 2011 (<http://krugman.blogs.nytimes.com/2011/08/07/a-self-fulfilling-euro-crisis-wonkish/>).
- Rürup, B. (2011):** Die Folterwerkzeuge zeigen, Gastbeitrag, Handelsblatt, 9. September 2011, S. 56.
- Stark, J. (2011):** Glaubwürdigkeit in Gefahr, Gastbeitrag. Handelsblatt 10, September 2011.
- Storbeck, O. (2011):** The stealth bailout that doesn't exist: debunking Hans-Werner Sinn, olafstorbeck.com, 6 Juni.
- The Economist (2010):** Game, set and match to Angela. Charlemagne's notebook, Euro-zone governance, 29. Oktober 2010.
- Tober, S. /van Treeck, T. (2010):** Inflation - Die überschätzte Gefahr im Euroraum, IMK Report, Nr. 57, November.
- Wirtschaftswoche (2011):** Euro-Bonds sind der Tod der Währungsunion, Interview mit Otmar Issing, 8. September 2011.

Redaktionsschluss 09. November 2011

Herausgeber: Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der
Hans-Böckler-Stiftung, Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf, Telefon 0211 7778-331,
Telefax 0211 7778-266, IMK@boeckler.de, <http://www.imk-boeckler.de>

Redaktionsleitung: Prof. Dr. Gustav A. Horn
Pressekontakt: Rainer Jung, 0211 7778-150

ISSN 1861-3683

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe zulässig.

Hans **Böckler**
Stiftung 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.