

# zfsö

## ZEITSCHRIFT FÜR SOZIALÖKONOMIE

- Wilfried Bommert **3** Bodenrausch – Die globale Jagd nach den Äckern der Welt
- Dieter Suhr † **13** Gerechtes Geld
- Gerhard Senft **26** Baupläne für einen alternativen Kapitalismus? Problematische Ansätze von Arthur Kitson, Clifford H. Douglas und Frederic Soddy
- Johann Walter **44** Thomas Pikettys „Das Kapital im 21. Jahrhundert“ als Herausforderung für die Ökonomie
- Max Danzmann **48** Die Endlagerung von Verlusten in der Zentralbankbilanz am Beispiel der Europäischen Währungsunion
- Dirk Löhr **57** Negativzinspolitik: Die EZB als jene Kraft, die Gutes will und doch das Böse schafft?
- 70** Berichte – Personalie – Bücher – Veranstaltungen

# Die Endlagerung von Verlusten in der Zentralbankbilanz am Beispiel der Europäischen Währungsunion

Max Danzmann

Die Zentralbank kann in weitem Umfang als Garant der Finanzstabilität fungieren. Ihre unbeschränkte Geldschöpfungskapazität und ihre Insolvenzfestigkeit ermöglichen es ihr, ihre Bilanz als Endlager von die Finanzstabilität gefährdenden Verlusten zu verwenden und damit als Bad Bank zu dienen. Der Einsatz der Endlagerinstrumente ist erforderlich, um die Europäische Währungsunion trotz ihrer finanziell instabilen Verfassung aufrechtzuerhalten, was die derzeit ausgeführten und die geplanten Ankaufprogramme des Eurosystems erweisen. Die Endlagerung bewirkt jedoch Umverteilungseffekte, Fehlanreize und Inflationsgefahren, die vor dem Hintergrund der Zentralbankunabhängigkeit Fragen nach demokratischer Legitimation und vor dem Hintergrund der finanziell instabil verfassten Europäischen Währungsunion nach der Souveränität der Mitgliedsstaaten aufwerfen.

## Die Zentralbankbilanz als Endlager

Finanzielle Instabilitäten werden auf Dauer nicht aus dem Finanzsystem zu beseitigen sein, weil finanzielle Beziehungen zwischen Wirtschaftsakteuren stets anders verlaufen können, als von den Parteien geplant. Zudem haben die Volumina mancher Finanzbeziehungen Ausmaße erreicht, die aufgrund ihres Schadenspotentials Bedeutung für die Funktionstüchtigkeit des Finanzsystems haben. Der Stabilisierungsbedarf ist wegen der inhärenten Instabilität des Finanzsystems prinzipiell unbegrenzt.

Seitdem die Goldbindung des Geldes abgeschafft wurde, ist es materiell möglich, notleidende Schuld- und verlustträchtige Eigentumsbeziehungen (im Wege der Endlagerung) durch

Geld zu ersetzen, um das Finanzwirtschaftsgefüge insgesamt zu schützen. Die Zentralbank übernimmt dabei die Funktion einer öffentlichen Abwicklungsanstalt, fungiert also als Bad Bank. Sie wird zu einem Vehikel zur Endlagerung finanziell destabilisierender Verluste privater und öffentlicher Finanzwirtschaftsakteure umfunktioniert, die das übrige Finanzsystem weder verwerten noch ohne Gefährdung seiner Funktionsfähigkeit auflösen kann.

Es gibt verschiedene Endlagerinstrumente, wobei die unmittelbare Erscheinungsform darin besteht, dass Finanzstabilitätsrisiken von der Zentralbank durch Käufe von das Finanzsystem destabilisierenden Vermögenswerten (Schuldverhältnissen und Eigentumsverhältnissen wie Krediten oder (Staats-)Anleihen) übernommen werden. Die Käufe finden dabei auf Primär- und Sekundärmärkten zu die (gegenwärtigen) finanzmarktlichen Werte übersteigenden Preisen statt, damit die begünstigten Verkäufer keine die Finanzstabilität gefährdenden Verlustabschreibungen vornehmen müssen. Im Wege der überhöhten Kaufpreiszahlung mithilfe von zu diesem Zweck generiertem Zentralbankgeld wird das Finanzstabilitätsrisiko vom Verkäufer auf die Zentralbank übertragen.

Als weiteres Endlagerinstrument kann die Besicherung im Rahmen der geldpolitischen Refinanzierung eingesetzt werden. Die Zentralbank schützt sich im Rahmen ihrer geldpolitischen Refinanzierungskredite gegen die Insolvenz ihrer Schuldner durch Sicherheiten. Dazu legt sie (üblicherweise strenge) Kriterien für die Beleihungsfähigkeit der Kreditsicherheiten fest. In Zeiten finanzieller Instabilität sinkt der Wert vieler Vermögensgegenstände von Kreditinstituten, wes-

halb die Anzahl und der Umfang beleihungsfähiger Sicherheiten schrumpfen. Generell verschlechtert sich für die Kreditinstitute infolge der Finanzinstabilität die Verfügbarkeit von Kreditmitteln und Liquidität. Die Zentralbank kann die Kriterien der geldpolitischen Besicherung zur Verhinderung der Illiquidität von Kreditinstituten lockern. Werden die Anforderungen weit genug herabgesetzt und der Umfang der geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte weit genug erhöht, kann die Zahlungsfähigkeit jedes Kreditinstituts auf Kosten von Verlustrisiken der Zentralbank erhalten werden. Durch die Lockerung der Anforderungen erhöhen sich die Verlustrisiken der Zentralbank für den Fall der Insolvenz ihrer Geschäftspartner, weil die Sicherheiten die offenen Forderungen nur unzureichend abdecken.<sup>1</sup> Im Insolvenzfall wird die Differenz aus den offenen Forderungen und dem durch die Pfandverwertung erzielten Erlös als Verlust endgelagert. Im Gegensatz zur Übertragung finanziell destabilisierender Vermögenswerte wird jedoch nicht unmittelbar eine Solvabilitätshilfe, sondern lediglich ein Kredit – zum Beispiel im Rahmen von Lender of Last Resort-Operationen – gewährt.

Allen Endlagerinstrumenten ist gemein, dass die Zentralbank finanzielle Instabilitäten aus dem Finanzmarkt mit Zentralbankgeld im Wege quantitativer Lockerungen herauslöst. Objekte der Endlagerung sind aber nicht etwa die finanzinstabilitätsbegründenden Vermögenswerte, sondern die Verluste, die aus den in die Zentralbankbilanz übernommenen Vermögenswerten resultieren. Die Vermögenswerte werden in der Regel von der Zentralbank nur vorübergehend gehalten und nach einer gewissen Dauer (unter Abschreibung von Verlusten) wieder veräußert oder sie erlöschen; insoweit fungiert das Zentralbankportfolio nicht als Endlager, sondern als Zwischenlager. Die Verluste hingegen werden endgelagert, indem sie die (an den Fiskus abzuführenden) Gewinne und die Eigenkapitalposition der Zentralbankbilanz (auf Dauer) vermindern. Der Zeitpunkt der bilanziellen Abschreibung der Verluste richtet sich nach den konkreten Rechnungslegungsgrundsätzen.

Die Verluste selbst können aber im Gegensatz

zu den Schuldverhältnissen und Eigentumsbeziehungen (mit Ausnahme einer Währungsumstellung) nicht aufgelöst oder zum Erlöschen gebracht werden, weil die Zentralbankbilanz letztlich ein Abbild aller monetären Handlungen der Zentralbank in der Vergangenheit ist. Die wirtschaftlichen Folgen von Geldemissionen (wie beispielsweise Umverteilungseffekte) bleiben – wenn bisweilen auch im Zeitverlauf schwächer werdend – wirkmächtig.

Endgelagerte Verluste stellen indes für die Zentralbank keine existentiellen Gefahren dar, weil sie grundsätzlich nur bilanzielle Konsequenzen haben, auch wenn sie die Nettoeigenkapitalposition der Zentralbank so stark belasten, dass die Nettoeigenkapitalposition das Grundkapital unterschreitet oder gar ins Negative kehrt. Eine negative Eigenkapitalposition hat keine existentiellen Folgen für die Zentralbank, weil sie grundsätzlich nicht insolvenzfähig ist und sie auch ihre Zahlungsfähigkeit wegen der Eigenemissionsmöglichkeit von (Zentralbank-) Geld faktisch nicht verlieren kann. An sich braucht eine Zentralbank überhaupt kein Eigenkapital. Das Eigenkapital ist heutzutage nur noch ideeller Ausdruck der Selbständigkeit und Eigenverantwortlichkeit der Zentralbank und nicht durch seine (mehr oder weniger stattliche) Höhe auf Vertrauensbildung im Publikum angelegt. Der Schutz der Zentralbankgeldinhaber als Gläubiger der Zentralbank erfolgt im Gegensatz zu einem Wirtschaftsunternehmen nicht über Kapitalaufbringungs-, Kapitalerhaltungs- und Haftungsvorschriften, sondern durch die Verpflichtung auf das Ziel der Geldwertstabilität. Für den Staat als Eigner der Zentralbank besteht auch keine Verpflichtung zum Ausgleich der Verluste über einen Eigenkapitalnachsuss, ein solcher kann sich aber – je nach geldpolitischer und finanzstabilitätspolitischer Strategie – faktisch als ratsam erweisen, weil die Zentralbank zur effektiven Implementierung der Geldpolitik auf ihre Glaubwürdigkeit angewiesen ist.<sup>2</sup>

Mit den Endlagerinstrumenten verfügt das Finanzsystem infolge der unbeschränkten Verlusttragfähigkeit der Zentralbank sowie ihrer unbeschränkten Zentralbankgeldschöpfungsmöglichkeit über eine grundsätzlich unerschöpfliche

Stabilisierungsquelle. Jedoch stößt das Endlagerinstrument an faktische Grenzen, wenn eine finanzielle Instabilität *lege artis* nicht (rechtzeitig) aufspürbar ist, insbesondere weil sie nicht konkreten Vermögenswerten zugeordnet werden kann.

Die Möglichkeit zur Nutzung der Zentralbankbilanz als Endlager bedeutet nicht, dass die Endlagerinstrumente stets zur Finanzstabilisierung eingesetzt werden sollten. Wegen ihrer negativen Folgen kann der Einsatz der Instrumente unangebracht sein. Die Ursachen von Finanzinstabilitäten wie das Auseinanderdriften von Real- und Finanzwirtschaft werden durch die Endlagerinstrumente nicht abgeschwächt. Vielmehr ist aus präventiver Sicht infolge von Fehlanreizen und der Erhöhung der monetären Basis von einer weiteren Entkopplung der realwirtschaftlichen von der finanzwirtschaftlichen Sphäre auszugehen.

Die Endlagerungsinstrumente erhöhen grundsätzlich die Geldmenge, wenn die Zentralbank nicht zusätzlich geldpolitische Neutralisierungsmaßnahmen ergreift. Unter quantitätstheoretischen Gesichtspunkten ist eine Steigerung der Inflationsrate ein potentieller, negativer Effekt der Endlagerinstrumente, der die dauerhafte Anwendung der Instrumente als nicht ratsam erscheinen lässt. Zwar sind Neutralisierungsmaßnahmen insofern möglich, als dass die Zentralbank aufgrund ihrer prinzipiell unbeschränkten Verlusttragfähigkeit keine Gewinnmaximierungsstrategie verfolgen müsste; aber eine Neutralisierung kann aufgrund einer volkswirtschaftlichen Lastenverschiebung und einer Veränderung der monetären Kapitalallokation destabilisierend wirken, wenn die Zentralbank bei einer Endlagerung in großem Umfang (innerhalb von kurzer Zeit) eine Geldmenge an einer anderen Stelle aus dem Geldsystem nimmt, als sie das neue Geld zur Stabilisierung in das Geldsystem gegeben hat.

Außerdem ist die Preisentwicklung infolge der Endlagerung *ex ante* weder quantifizierbar, noch lassen sich qualitative Aussagen eindeutig und zeitlich konstant treffen; denn Inflation hat sowohl monetäre als auch nicht-monetäre Ursachen, deren Effekte sich überlagern können.

Beispielsweise haben finanzielle Instabilitäten häufig Einschränkungen der Kreditvergabe der Banken und damit der Giralgeldschöpfung zur Folge, was die inflationären Wirkungen der Mengenausweitung der Zentralbank durchaus konterkarieren kann. Zudem können die finanziellen Instabilitäten (nicht zuletzt aufgrund der eingeschränkten Kreditvergabe) mit rezessiven Konjunkturentwicklungen einhergehen, die eher deflationär wirken und damit ebenfalls die monetären Auswirkungen der Zentralbankgeldmengenerhöhung überlagern können. Zwar legt die empirische Forschung nahe, dass ein langfristiger positiver Zusammenhang zwischen Geldmengenausweitung und Inflationssteigerung besteht, aber eine die derzeitige Inflationsentwicklung erklärende Inflationstheorie hat bisher noch niemand liefern können.

Überdies hat die Endlagerung Fehlanreize zur Folge, weil sie den Wettbewerb verzerren sowie *moral hazard* und Trittbrettfahrerverhalten bewirken kann. Die Endlagerung führt zu einer Umverteilung von wirtschaftlichen Ressourcen, weil die Aktionäre und Gläubiger, die von einer Insolvenz betroffen wären, ihre gestützten Vermögenswerte nicht abschreiben müssen. Banken ohne Insolvenzrisiko fungieren letztlich nur (noch) als Geld- und Kreditverwalter, die mangels unternehmerischen Risikos die gewinnbringenden Zinsbestandteile nicht (mehr) zu rechtfertigen vermögen; zumal durch die Endlagerinstrumente ein volkswirtschaftlicher Verteilungszustand bewahrt wird, der im Falle einer Finanzkrise nicht aufrechtzuerhalten gewesen wäre.

Zwar wird manchen Finanzunternehmen durch die Möglichkeit zur Endlagerung ihrer finanziellen Instabilitäten in der Zentralbankbilanz eine besondere Bedeutung für die Finanzstabilität beigemessen (sog. Systemrelevanz), aber eine absolute oder abstrakte Systemrelevanz kann kein Finanzunternehmen besitzen, denn auch nach einer Finanzkrise mit einer Insolvenz aller großen Finanzunternehmen würde das Finanzsystem – wenn auch in veränderter Form – weiterhin Bestand haben. Wird einem Finanzunternehmen Systemrelevanz beigemessen, soll damit (nur) das Finanzsystem in seiner konkreten Gestalt geschützt werden.

In der (finanz-)kapitalistischen Wirtschaftsordnung besteht der Primat des Finanziellen, denn (wirtschaftliche) Entscheidungen werden vornehmlich unter finanziellen Gesichtspunkten getroffen. Die von einer Finanzkrise ausgelösten (zumindest kurzfristigen) finanziellen Schäden und die dadurch folgenden Anpassungen der Wirtschaftsordnung erscheinen zu gravierend, als dass dem politischen Handeln andere Prämissen zugrundegelegt würden. Es fehlt schon an (erdachten) wirtschaftsordnungspolitischen Alternativen, die Veränderungen unter Inkaufnahme von finanziellen Schäden und Anpassungen attraktiv erscheinen lassen; zumal sich die Volkswirtschaften im Wettbewerb befinden, in welchem finanzielle Anpassungen und Schäden die eigene Wettbewerbsposition gefährden.

### **Endlagerung in der Europäischen Währungsunion**

Im Rahmen der Europäischen Währungsunion ergibt sich durch die Endlagerinstrumente eine besondere Problemkonstellation. Zwar bedarf gerade die finanziell instabil verfasste Europäische Währungsunion wirksamer Endlagerinstrumente, aber es ergeben sich infolge der Anwendung der Endlagerinstrumente in einer Währungsunion Fehlanreize und Umverteilungswirkungen zwischen den Volkswirtschaften, die ökonomischen Grundsätzen und europarechtlichen Vorschriften zuwiderlaufen.

Die Unterschiede in der Wirtschaftsleistung können in der Europäischen Währungsunion nicht durch Auf- und Abwertungen faktischer oder administrativer Art ausgeglichen werden. Das Ventil für ungleiche Strukturen und Finanzpolitiken sind üblicherweise flexible Wechselkurse, denn Schwankungen von Kapitalströmen verursachen grundsätzlich Angebots- und Nachfrageänderungen von Währungen. Die einheitliche Geldpolitik der EZB hat weder der realwirtschaftlichen Divergenz mit ihren Instrumenten differenziert begegnen können noch eine realwirtschaftliche Konvergenz herbeizuführen vermocht. Auf nicht synchronisierte Konjunkturen und asymmetrische Schocks kann die EZB nicht angemessen reagieren. Ihre Leitzinspolitik ist an den Durch-

schnittswerten des gesamten Währungsgebiets ausgerichtet, so dass keine Volkswirtschaft die für ihre wirtschaftliche Entwicklung optimalen Leitzinsen erhält.

Das Eurosystem kann faktisch verschiedene Vermögenswerte zur Endlagerung von Verlusten übernehmen. Sogar die Satzung des ESZB ermöglicht Offenmarktkäufe auf den Finanzmärkten zur Übernahme der meisten Vermögenswerte mit Ausnahme nicht börsengängiger Wertpapiere. Der Rat der EZB entscheidet über den Einsatz, den Zeitpunkt und die Bedingungen von Offenmarktgeschäften. Nach dem Dezentralitätsgrundsatz werden die Käufe von finanziell destabilisierenden Vermögenswerten grundsätzlich nicht zentral von der EZB, sondern dezentral von den nationalen Zentralbanken ausgeführt.

In Reaktion auf die Fiskalinstabilitäten der vergangenen Jahre hat das Eurosystem Wertpapierportfolios aufgebaut und der Rat der EZB den nationalen Zentralbanken dafür Ankaufskontingente entsprechend ihrem Kapitalanteil an der EZB zugewiesen, wobei die EZB jeweils acht Prozent des Ankaufsvolumens selbst ausgeführt hat. Die ausführende Zentralbank führt die technische Abwicklung der jeweiligen Operation durch und wird bei einem Offenmarktkauf sowohl Eigentümerin des erworbenen Vermögenswerts als auch Schuldnerin des Kaufpreises.<sup>3</sup> Dementsprechend hat die erwerbende Zentralbank den Vermögenswert in ihrer Bilanz auszuweisen, so dass diese auch etwaige Verluste grundsätzlich selbst zu tragen hat und insoweit als Endlager dient.

Treten die Verluste unmittelbar bei der EZB auf, werden diese aus dem allgemeinen Reservefonds und den Rückstellungen ausgeglichen. Falls diese Mittel nicht ausreichen, kann der Rat der EZB beschließen, dass die monetären Einkünfte nicht an die nationalen Zentralbanken ausgeschüttet werden, sondern zur Verlustdeckung verwendet werden. Eine weitergehende Verlustbeteiligung der nationalen Zentralbanken ist nicht vorgesehen.

Können die Verluste trotzdem nicht vollständig gedeckt werden, muss die EZB in ihrem Jahresabschluss einen Verlustvortrag ausweisen. Die vorgetragenen Verluste können in den Folgejahren durch Gewinne ausgeglichen werden,

müssen dies aber nicht. Eine weitere automatische Verlustbeteiligung über eine Nachschusspflicht der nationalen Zentralbanken folgt auch nicht aus Eigentum, denn die nationalen Zentralbanken sind nicht Eigentümer, sondern lediglich alleinige Zeichner und Inhaber des Kapitals der EZB. Die Inhaberschaft wird nicht durch das allgemeine Eigentumsrecht, sondern durch die ESZB-Satzung geregelt.<sup>4</sup>

Im Eurosystem kann es nicht nur durch Käufe von Vermögenswerten, sondern auch durch die Absenkung von Auswahlkriterien für zentralbankfähige Sicherheiten im Zuge der finanziellen Instabilitäten der vergangenen Jahre zur Endlagerung kommen. Das zuletztgenannte Endlagerinstrument erfolgt im Eurosystem entweder zentral über die Festlegung der Anforderungen der EZB in der General Documentation<sup>5</sup> oder durch Notfallliquiditätshilfen einer nationalen Zentralbank als Lender of Last Resort auf eigene Rechnung und Verantwortung (Emergency Liquidity Assistance). Als bedeutendste Maßnahme gilt die Absenkung der Mindestbonität, die durch eine Erhöhung des Bewertungsabschlags nur teilweise kompensiert und mittlerweile zu einer Dauerregelung gemacht wurde. Überdies hat das Eurosystem die bonitätsmäßigen Mindestanforderungen an Schuldpapiere einiger Mitgliedstaaten aufgehoben und es den Banken ermöglicht, auch verbriefte Kredite minderer Qualität als Sicherheit zu hinterlegen.

Das Eurosystem hat durch die Anerkennung minderwertiger Sicherheiten die Liquidität von finanziell instabilen Kreditinstituten sichergestellt, dabei aber Verlustrisiken der Kreditinstitute mittelbar übernommen, die sich im Falle der Insolvenz eines Kreditinstituts materialisieren. Zudem hat die Geldmengenausweitung des Eurosystems den Kreditinstituten profitable Geschäfte mit Staatsanleihen ermöglicht, weil sie hoch verzinsten Staatsanleihen bei den Zentralbanken zu sehr niedrigen Zinsen refinanzieren können, gleichzeitig aber hat das Eurosystem wegen der niedrigen Refinanzierungszinssätze noch größere Verschuldungsanreize gesetzt.

Bei allen Besicherungsvorgängen der geldpolitischen Refinanzierung werden die jeweiligen (den Refinanzierungskredit gewährenden) natio-

nen Zentralbanken dezentral zum Sicherheitennehmer, so dass zunächst die nationalen Zentralbanken als Endlager für Verluste fungieren. Trotzdem werden diese Verluste schließlich unter den Mitgliedszentralbanken entsprechend ihrem Kapitalanteil an der EZB aufgeteilt, weil die einzelnen nationalen Zentralbanken auf die Beleihungsfähigkeit von bestimmten Sicherheiten wegen der zentralen Festsetzung im Rat der EZB grundsätzlich keinen Einfluss haben. Im Gegensatz dazu tragen die Verluste aus Krediten, die im Rahmen von Emergency Liquidity Assistance vergeben werden, primär jeweils die die Kredite gewährenden nationalen Zentralbanken, weil diese Kredite keine geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems, sondern Hilfsmaßnahmen der Mitgliedszentralbanken darstellen.

Auf der Basis von Emergency Liquidity Assistance können nationale Zentralbanken flexibel Refinanzierungskredite vergeben und damit als Lender of Last Resort fungieren, weil dafür nicht die allgemeinen Anforderungen an beleihungsfähige Sicherheiten des Eurosystems gelten, so dass das Prinzip der Erforderlichkeit der Besicherung sogar gänzlich aufgehoben werden kann.<sup>6</sup> Über die Emergency Liquidity Assistance lässt sich aber nicht nur Liquiditätshilfe leisten, sondern auch der Ort der Geldschöpfung steuern. Rechtlich ist zwar keine Kontingentierung der Geldschöpfung für einzelne Volkswirtschaften – beispielsweise nach dem Kapitalschlüssel an der EZB – wegen der Grundsätze des offenen Marktes und des freien Wettbewerbs im Binnenmarkt vorgesehen, aber faktisch kommt es unter Anwendung gleicher Anforderungen an die Besicherung zu einer indirekten Proportionierung der volkswirtschaftlichen Geldschöpfung, weil der Umfang von beleihungsfähigen Sicherheiten nach der wirtschaftlichen Größe der einzelnen Volkswirtschaften divergiert. Durch eine individuelle Lockerung der Anforderungen können einzelne nationale Zentralbanken ihr Geldschöpfungspotential im Vergleich zu anderen nationalen Zentralbanken erhöhen, weil ihnen aufgrund der Lockerung mehr beleihungsfähige Sicherheiten zur Verfügung stehen.<sup>7</sup>

Das über Emergency Liquidity Assistance geschöpfte Zentralbankgeld wurde im Wege des

TARGET2 auf Grundlage der Kapitalverkehrsfreiheit in einem Maße in andere Volkswirtschaften des Währungsgebiets überwiesen, welches es den Banken des Überweisungsempfängerstaates ermöglicht, ihr Refinanzierungsvolumen bei ihrer nationalen Zentralbank erheblich zurückzuführen. Die von den die Notfallkredite gewährenden nationalen Zentralbanken geschaffene zusätzliche Liquidität wurde von den übrigen nationalen Zentralbanken neutralisiert, indem letztere den Umfang ihrer eigenen geldpolitischen Refinanzierungskredite einschränkten, um insgesamt den vom Rat der EZB avisierten Refinanzierungsumfang zu erreichen. Diese Entwicklung hat zeitweilig zu einer fast vollständigen Verlagerung der Geldschöpfung und Konzentration der Geldschöpfung auf einzelne nationale Zentralbanken geführt.<sup>8</sup>

Als Indikator dieser Stützung fungieren die TARGET2-Salden, wobei ein positiver (negativer) Saldo bedeutet, dass den Kreditinstituten eines Mitgliedstaates in der Summe mehr (weniger) Zentralbankgeld zugeflossen als abgeflossen ist. Positive (negative) Salden stellen Forderungen (Verbindlichkeiten) von und gegenüber der EZB dar, die aber niemals durch eine Kündigung fällig gestellt werden (können) und damit nicht als Kreditgewährung (und eigentlich auch nicht als Forderungen) verstanden werden (können). Die TARGET2-Salden können dabei zur Endlagerung führen, sobald eine nationale Zentralbank mit negativem TARGET2-Saldo die Europäische Währungsunion verlässt und nicht in der Lage ist, ihre in Euro denominierten Verbindlichkeiten gegenüber der EZB als Gläubigerin zu erfüllen. Auf die Sicherheiten, die den dem TARGET2-Saldo zugrundeliegenden Refinanzierungskrediten zugrundeliegen, könnte die EZB als Gläubigerin nicht zurückgreifen, weil die Sicherheiten zugunsten der ausscheidenden nationalen Zentralbank gestellt worden wären, zumal das Ausscheiden aus dem Währungsverbund keine Bedeutung für den Verwertungsfall, also die Zahlungsunfähigkeit des Kreditinstituts als Sicherungsgeber, hätte. Der Wert der gewährten Sicherheiten dürfte – vor allem im Rahmen der Emergency Liquidity Assistance – auch kaum zur Verlustdeckung ausreichen. Primär müsste die EZB die

Forderungen bilanzwirksam abschreiben und die Verluste endlagern, wobei die gleichen Verlusthaftungsgrundsätze wie bei den Offenmarktkäufen zur Anwendung kommen. Dagegen würde ein positiver TARGET2-Saldo als Forderung einer nationalen Zentralbank gegen die EZB nach Auffassung der Deutschen Bundesbank erst bilanzwirksam, wenn die nationale Zentralbank aus dem Währungsverbund ausscheidet und die EZB als Schuldnerin die Forderung nicht begleichen würde, obwohl sie das dafür erforderliche Zentralbankgeld selbst schöpfen könnte.<sup>9</sup>

Die Endlagerung in den Bilanzen des Eurosystems wirkt wie eine Versicherung gegen Endlagerungsrisiken (moral hazard) für diejenigen Volkswirtschaften, die aufgrund einer instabilen Finanzwirtschaft viele endzulagernde Verluste hervorrufen. Diese Volkswirtschaften könnten sogar versucht sein, die Vorteile dieser negativen (nicht vollständig internalisierten) Externalität auszunutzen (Trittbrettfahrerverhalten). Durch die Vergemeinschaftung der Endlager in Form der Bilanzen des Eurosystems werden sowohl Anreize zum Einsatz präventiver finanzstabilitätspolitischer Instrumente als auch Anreize zum Gebrauch der Endlagerinstrumente ausschließlich als ultima ratio unterminiert. Das Verursacherprinzip erfordert es deshalb, dass die Kosten der Endlagerung möglichst von derjenigen Volkswirtschaft getragen werden, die den größten Einfluss auf die Verursachung der Endlagerungskosten hat.

Zwischen den Volkswirtschaften treten durch die Endlagerung Umverteilungseffekte ein, sofern sich der Endlagerbedarf der eigenen Volkswirtschaft aus Sicht einer Zentralbank nicht proportional zum eigenen Kapitalanteil an der EZB entwickelt. Die für eine konkrete Endlagerung verantwortliche Volkswirtschaft kann das infolge der Endlagerung neu entstehende Geld wegen der Kapitalverkehrsfreiheit und des gemeinsamen Währungsraums im gesamten Währungsgebiet verteilen (lassen), ohne dass sie die Folgewirkungen einer Geldmengenerweiterung allein zu tragen hätte.

Die Endlagerung führt zudem zu fiskalischen Belastungsverschiebungen, die mit den Wirkungen eines Fiskalausgleichs vergleichbar sind.



Derjenige Fiskus wird finanziell verschont, der anstelle der Endlagerinstrumente auf eigene Kosten finanzstabilitätspolitische Hilfe (beispielsweise durch Garantien für Banken) hätte leisten müssen. Von den Endlagerinstrumenten profitiert demnach vor allem die Fiskalpolitik in Volkswirtschaften mit ausgeprägtem Finanzwirtschaftssektor, zumal ihr im Falle einer Insolvenz der nunmehr stabilisierten Finanzunternehmen Steuereinnahmen in erheblichem Umfang verloren gegangen wären. Überdies treffen die durch die Endlagerung bedingten Rückgänge der Gewinnausschüttungen der EZB die einzelnen Fiskus je nach ihrem Kapitalschlüssel nominal unterschiedlich und nicht proportional zu ihrem Verursachungsbeitrag zur Endlagerung.

Besonders anschaulich ist die fiskalische Umverteilung beim Einsatz der Endlagerinstrumente zur monetären Staatsfinanzierung, indem Staatschuldempapire entweder von der Zentralbank unmittelbar erworben werden oder als Sicherheiten bei der Refinanzierung trotz unzureichender Bonitätsbeurteilung akzeptiert werden. Staatsanleihekäufe auf dem Primärmarkt würden die Finanzierung der begünstigten Fiskus vom Finanzmarkt unabhängig machen. Staatsanleihekäufe auf dem Sekundärmarkt hingegen senken die Zinslast der begünstigten Fiskus bei der Finanzierung über den Markt dadurch, dass die Finanzmarktakteure zum Erwerb von Staatsanleihen bewegt werden, weil sie mit der Möglichkeit eines Verkaufs an die EZB rechnen können. Die Finanzierungsbedingungen eines Staates werden durch den Eingriff des Eurosystems prädestiniert und (teilweise) von der Preisbildung am Finanzmarkt abgekoppelt.

Im Eurosystem ist die Anwendung der Endlagerinstrumente zur Fiskalstabilisierung aber wegen des Verbots monetärer Staatsfinanzierung gemäß Art. 123 Abs. 1 AEUV zur Vermeidung von Umverteilung und Inflation ausgeschlossen, obwohl sich die Fiskus der Mitgliedstaaten durch Übertragung der Geldhoheit auf das Eurosystem in Fremdwährung verschulden müssen. Die monetäre Staatsfinanzierung über die Endlagerinstrumente könnte gerade in Anbetracht der Verschuldungsanreize, welche die Währungsunion für Volkswirtschaften mit schwacher Wettbe-

werbsposition und verhältnismäßig überbewerteter Währung mit sich gebracht hat, unabweichlich werden, wenn die Zusammensetzung des Währungsgebiets garantiert werden soll. Erschwerend kommt hinzu, dass das Primärrecht der Europäischen Union die Kompetenz zur Entscheidung über die Zusammensetzung der Eurozone nicht der EZB, sondern explizit dem Rat, der Kommission, dem Europaparlament und den Mitgliedsstaaten zuweist.

Darüber hinaus darf das Eurosystem trotz der Heterogenität der teilnehmenden Volkswirtschaften generell nicht über die Endlagerinstrumente verfügen, weil die Endlagerinstrumente der Finanzstabilitätspolitik (und nicht etwa der Geldpolitik) zuzuordnen sind und dem Eurosystem von den Mitgliedstaaten kein eigenständiges finanzstabilitätspolitisches Mandat übertragen wurde, so dass die Mitgliedstaaten nach dem Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung weiterhin die Kompetenz für die wesentlichen Teile der Finanzstabilitätspolitik wie die Endlagerinstrumente innehaben. Nicht jeder Beitrag zur Preisstabilität ist allein deshalb geldpolitisch, weil die Preisstabilität das zentrale geldpolitische Ziel darstellt. Jedes ökonomische Handeln hat (zumindest mittelbar) Einfluss auf das Preisniveau. Zwar haben finanzielle Instabilitäten regelmäßig Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zur Folge, aber die Betroffenheit der EZB gibt ihr nicht das Recht, in die Politikbereiche anderer Akteure überzugreifen.

Demzufolge verstößt die von der EZB angekündigte Endlagerung von Verlusten infolge der Übernahme von Staatsschuldempapieren im Rahmen der Outright Monetary Transactions (OMT) gegen das Verbot monetärer Staatsfinanzierung und überschreitet die Grenzen des geldpolitischen Mandats der EZB. Die gemeinsame Geldpolitik darf schon wegen des Diskriminierungsverbots und der Grundsätze des freien Wettbewerbs und des offenen Binnenmarktes nicht zwischen den Mitgliedstaaten des gemeinsamen Währungsraumes unterscheiden (Selektivität). Die EZB darf im Rahmen ihres geldpolitischen Mandats ihre Maßnahmen auch nicht von der Einhaltung von Bedingungen der finanzstabilitätspolitischen Ak-



teure EFSF oder ESM abhängig machen (Konditionalität). Sowohl die Selektivität als auch die Konditionalität indizieren den über das Geldpolitische hinausgehenden Gehalt der OMT (also deren finanzstabilitätspolitischen Charakter).<sup>10</sup>

Das Eurosystem bewegt sich auch im Zuge des Endlagerinstruments der Absenkung der Besicherungskriterien außerhalb ihres geldpolitischen Mandats. Zwar kommt dem Eurosystem bei der Bewertung der Angemessenheit von Sicherheiten im Rahmen des Art. 18 Abs. 1 ESZB-Satzung ein Beurteilungs- und Ermessensspielraum zu, so dass eine Mandatsverletzung erst bei einer schwerwiegenden Abweichung des Marktwertes einer Sicherheit von ihrem Beleihungswert gerichtlich geltend gemacht werden kann. Aber die Mandatsüberschreitung wurde evident, als Vermögenswerte mit einem Rating von niedrigem Range (wie beispielsweise griechische Staatschuld-papiere) akzeptiert wurden, weil unter dem Erfordernis „ausreichender Sicherheiten“ vielmehr werthaltige Gegenstände des Finanzvermögens bester Bonität und Liquidität zu verstehen sind.<sup>11</sup> An dieser Beurteilung ändert auch der Umstand nichts, dass die Operationen teilweise von nationalen Zentralbanken auf eigene Rechnung getätigt wurden (Emergency Liquidity Assistance), weil sich auch die nationalen Zentralbanken als Teil des Eurosystems an die grundlegenden Prinzipien der Währungsunion halten müssen.

Aus den genannten Gründen darf das Eurosystem die Endlagerung und damit die Funktion einer Bad Bank nicht übernehmen. Ohne diese Funktion ist die Europäische Währungsunion jedoch finanziell noch instabiler verfasst, als sie es ohne Abwertungsmöglichkeit trotz der Heterogenität der Volkswirtschaften ohnehin schon ist. Ohne Endlagerinstrumente fällt die Kreditwirtschaft der Mitgliedstaaten auf ein Niveau finanzieller Stabilität vor den Zeiten des Goldstandards.

## Endlagerung und Staatlichkeit

Die Endlagerungsinstrumente bilden den Kern der Finanzstabilitätsverfassung der modernen

Geld- und Finanzordnung, weil sie wegen der unbegrenzten Verlusttragfähigkeit und der unbegrenzten Geldschöpfungsmöglichkeit der Zentralbank die einzigen (grundsätzlich) unerschöpflichen Stabilisierungsquellen darstellen. Durch die faktische Macht der Zentralbank über die Endlagerinstrumente infolge ihrer Verfügungsgewalt über die Geldschöpfung und ihre eigene Bilanz hat sich das innerstaatliche Kompetenzgefüge weg von der Legislative hin zur Exekutive, genauer zur Zentralbank als Monetative, verschoben. Die Zentralbank entscheidet ohne hinreichende demokratische Legitimation über verteilungsrelevante Fragen, mithin über Grundzüge der (Finanz-)Wirtschaftsordnung, ohne dass der Gesetzgeber Vorgaben gemacht hat.

Zudem besteht die Gefahr, dass die Macht der Zentralbank über die Endlagerinstrumente durch die Berufung der Zentralbank auf ihre Unabhängigkeit faktisch von der Kontrolle anderer staatlicher Stellen abgeschottet wird. Die Endlagerinstrumente sind der Zentralbankunabhängigkeit nie überantwortet worden und können ihr wegen ihrer grundsätzlichen Bedeutung für die Verteilung der wirtschaftlichen Ressourcen und der Wirtschaftsleistung unter Demokratiegesichtspunkten auch nicht überantwortet werden. Vielmehr müssen Entscheidungen der Zentralbank über Endlagermaßnahmen der parlamentarischen Kontrolle unterworfen werden.

Für die eigene volkswirtschaftliche Entwicklung und allgemeine Wohlfahrt ist die Finanzstabilität von so entscheidender Bedeutung, dass die Staatsgewalt über die (stabilisierende) Ordnung des Finanzsystems und über die wesentlichen finanzstabilitätspolitischen Instrumente – vor allem über die Endlagerinstrumente – (Finanzstabilitätshoheit) nicht aufgegeben werden kann, ohne dass ein wesentlicher Bestandteil staatlicher Souveränität und damit die Staatlichkeit des die Endlagerinstrumente aufgebenden politischen Gemeinwesens verloren geht. Nur ein im faktischen Sinne souveräner Staat vermag es, die Finanzstabilität zu gewährleisten; wobei jedoch nur ein im rechtlichen Sinne souveräner Staat die Finanzstabilität verantworten darf.

Aufgrund (vermeintlicher) finanzstabilitätspolitischer Zwänge sollen in der Europäischen

Währungsunion nun über die Anerkennung der Befugnis der EZB zur Endlagerung die Finanzstabilitätshoheit und damit die Souveränität der Euromitgliedstaaten preisgegeben werden. Zwar wäre die Europäische Währungsunion allenfalls finanziell stabil zu verfassen, indem sie von einer Finanzstabilitätsunion begleitet würde. Jedoch hätte die Ausübung der Geldhoheitsrechte überhaupt erst auf die Europäische Union „übertragen“ und die EZB gegründet werden sollen, sobald eine umfassende Wirtschafts- und Sozialunion eingerichtet wurde, und damit auch erst, sobald eine Finanzstabilitätsunion verfasst worden ist (modifizierte Krönungstheorie).

Zur Erhaltung der Europäischen Währungsunion versuchen die politischen Entscheidungsträger deshalb, den Bedürfnissen der grenzüberschreitenden Finanzwirtschaft mit der Hochzoning von (finanzstabilitätspolitischen) Aufgaben zu begegnen. Die Finanzstabilitätspolitik würde auf diese Weise aber zum entscheidenden Moment der Integration zum Europäischen Bundesstaat. Freilich kann entsprechend dieser Logik der Europäische Bundesstaat angesichts der (nahezu) globalen Kapitalverkehrsfreiheit auch nur ein Zwischenschritt hin zum (wohl kaum demokratischen) Weltstaat sein.<sup>12</sup>

## Anmerkungen

- 1 Vgl. G. Rule, Collateral management in central bank policy operations, S. 21 f.
- 2 Deutsche Bundesbank, Stellungnahme vom 21.12.2012, S. 27 ff.; J. Langner/Siekman, Kommentar zur EWU, Art. 33 ESZB-Satzung Rn. 13 ff.; K. A. Schachtschneider, Die Souveränität Deutschlands, S. 305.
- 3 Vgl. C. Keller/Siekman, Kommentar zur EWU, Art. 18 ESZB-Satzung Rn. 104, 123 ff., 137.
- 4 Deutsche Bundesbank, Stellungnahme vom 21.12.2012, S. 27 ff.; J. Langner/Siekman, Kommentar zur EWU, Art. 33 ESZB-Satzung Rn. 8 ff.; K. A. Schachtschneider, Die Souveränität Deutschlands, S. 305 f.
- 5 Siehe Anhang I zur Leitlinie EZB/2000/7 i.d.F.d. EZB/2011/14 vom 20.09.2011, Kapitel 6.
- 6 Vgl. S. Radtke, Liquiditätshilfen im Eurosystem, S. 119 ff.
- 7 Vgl. H.-W. Sinn, Die Target-Falle, S. 149.
- 8 Vgl. H.-W. Sinn, Die Target-Falle, S. 196; K. A. Schachtschneider, Die Souveränität Deutschlands, S. 307.
- 9 Deutsche Bundesbank, Stellungnahme vom 21.12.2012, S. 19 ff., 25.
- 10 Vgl. BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014.
- 11 Vgl. C. Keller/Siekman, Kommentar zur EWU, Art. 18 ESZB-Satzung Rn. 240 u. 257.
- 12 Vgl. K. A. Schachtschneider, Die Republik der Völker Europas, S. 423 ff.; ders., Prinzipien des Rechtsstaates, S. 171.

## Literaturhinweis

Max Danzmann: **"Das Verhältnis von Geldpolitik, Fiskalpolitik und Finanzstabilitätspolitik"**. Berlin: Duncker & Humblot, 2015. 385 Seiten.

## Prof. Dr. Miles Kimball empfiehlt eine Gebühr auf Bargeld

„Der US-amerikanische Wirtschaftsprofessor Miles Kimball ist der Ansicht, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) das Horten von Bargeld verhindern werde. Um das erfolgreich durchsetzen zu können, müsse sie eine Gebühr auf Bargeld einführen. In einem Interview mit ‚Finanzen und Wirtschaft‘ sagt er: ‚Wir sehen Anzeichen, dass immer mehr Banknoten bezogen werden, und wir wollen das verhindern. Wir werden die Arbitrage zu den Negativzinsen auf Einlagen verhindern, indem wir eine stetig steigende Gebühr auf Papiergeld einführen. Wenn Banken das Bargeld bei der SNB einzahlen wollen, müssen sie diese Gebühr bezahlen.‘

Die Bargeld-Lagerung müsse unprofitabel gemacht werden und Kimball ist sich sicher, dass die SNB diesen Weg beschreiten wird. Wenn Zinsen grundsätzlich niedrig sind, würden Unternehmen und Einzelpersonen auch Investitionen eingehen, ‚die einige Zeit brauchen, um zu rentieren, da die Zinslast gering ist‘, so Kimball. Der US-Professor ist gegen Anleihenkauf-Programme. Stattdessen plädiert er bezüglich der Finanzkrise für Negativ-Zinsen von minus vier Prozent. Bargeld ist für ihn ein Hindernis für den beständigen Rückfall der Zinsen unter die Nullzins-Untergrenze.“

„Ökonom erwartet Gebühren auf Bargeld in der Schweiz“, in: Deutsche WirtschaftsNachrichten vom 19. Februar 2015 <http://deutsche-wirtschafts-nachrichten.de/2015/02/19/oekonom-erwartet-gebuehren-auf-bargeld-in-der-schweiz>