



Georg Milbradt*

Die EZB auf der schiefen Bahn

Target-Salden und Eurokrise

Die von Hans- Werner Sinn¹ vor einigen Monaten aufgedeckte Problematik der Target-Salden zwischen der EZB und den nationalen Zentralbanken (NZBs), insbesondere der Bundesbank auf der einen und der NZBs der Peripherieländer Griechenland, Irland, Spanien und Portugal (GIPS-Länder) auf der anderen Seite, hat gravierende institutionelle Schwächen des Eurosystems und erhebliche Fehlentwicklungen im Euroraum deutlich gemacht, die in ihrer Tragweite und Gefahr noch weitergehen als die in der Öffentlichkeit kontrovers diskutierte Staatsschuldenkrise und die von den Eurostaaten errichteten Rettungsschirme (erste Griechenland-Hilfe, EFSM, EFSF).

Ausgelöst durch das massive Defizit im griechischen Staatshaushalt, das sich für die Öffentlichkeit Ende 2010 abzeichnete, konzentriert sich das politische und wirtschaftliche Interesse meist auf die übermäßige Schuldenfinanzierung in Griechenland und Portugal, die Immobilienblasen in Irland und Spanien, die damit verbundenen Auswirkungen auf die Bankensysteme im Euroraum und die Reaktion der Finanzmärkte. Die Maßnahmen der Politik zur Abwehr einer angeblichen zweiten »Lehman-Krise« sind bekannt: Bereitstellung von Rettungsschirmen für Griechenland, Irland und Portugal und eventuell auch Spanien gegen Auflagen für die Finanz- und Wirtschaftspolitik und Übernahme von Bankrisiken durch den Steuerzahler. Die übermäßige öffentliche und private Verschuldung ist allerdings nur die Spitze des Eisbergs einer tiefsitzenden Zahlungsbilanzkrise innerhalb des Euroraums als Folge von

außenwirtschaftlichen Fehlentwicklungen, die schon vor der Krise weitgehend unbemerkt seit der Einführung des Euro entstanden sind.

Die Target-Salden sind eine Art »missing Link«, das den Zusammenhang der in der Öffentlichkeit diskutierten Staatsschulden- und der Bankenkrise der GIPS-Länder mit den entstandenen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten in Form von Zahlungsbilanzkrisen im Euroraum herstellt. Die europäische Politik scheint das eigentliche Ausmaß und die Ursachen der Krise bisher nicht voll zu erfassen; denn die bisherigen Maßnahmen sind nicht geeignet, die eigentlichen Probleme zu lösen. Teilweise sind sie sogar kontraproduktiv. Die massiven außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte werden, wenn überhaupt, nur am Rande erwähnt und spielen bei den getroffenen Rettungsmaßnahmen keine oder nur eine höchst untergeordnete Rolle.

In der Öffentlichkeit wird überwiegend der Ausdruck »Eurokrise« benutzt, was die Assoziation weckt, der Euro als Währung sei in Gefahr. Glücklicherweise haben wir bisher noch nicht eine Krise im Sinne von übermäßiger Inflation oder Wechselkursverfall², sondern eine Krise des Währungsraumes und der Währungsunion, da einige Länder nicht willens oder fähig waren, die mit einer Währungsunion verbundenen Pflichten und Konsequenzen zu tragen, und Zweifel angebracht sind, ob sich das in absehbarer Zukunft bessert. Hinzu kommen schwerwiegende Konstruktionsmängel der Währungsunion und eklatante Schwächen bei der Umsetzung der Regeln. Allerdings könnten mittelfristig auch Inflationsgefahren bestehen, wenn der Monetisierung der Staatsschuld nicht Einhalt geboten wird.

Die Fehlentwicklungen, die einerseits zu massiven Ungleichgewichten zwischen den Ländern innerhalb der Eurozone im Bereich der Außenwirtschaft, der privaten Kapitalströme und der Wettbewerbsfähigkeit und andererseits zu übermäßigen staatlichen und privaten Schulden in den GIPS-Ländern geführt haben, sind eine *direkte Folge der europäischen Währungsunion*. Sie wären im bisherigen System nationaler Währungen mit mehr oder weniger flexiblen Wechselkursen nicht entstanden; denn eine Politik der Wechselkursstabilisierung durch Interventionen auf den Devisenmärkten wäre bei dem Umfang der realwirtschaftlichen Ungleichgewichte schnell an ihre Grenzen gestoßen und hätte Wechselkursanpassungen nach sich gezogen.

* Prof. Dr. Georg Milbradt, ehemaliger Ministerpräsident des Freistaats Sachsen, lehrt an der Technischen Universität Dresden Volkswirtschaftslehre, insbesondere Finanzpolitik.

¹ Die erste öffentliche Stellungnahme datiert vom Ende Februar 2011 (Sinn 2011), die eine Fachdiskussion im In- und Ausland auslöste, durch die anfängliche Missverständnisse und Fehlinterpretationen ausgeräumt wurden. Zum letzten Stand der Target-Argumentation vgl. Sinn und Wollmershäuser (2011) und die dort angegebene Literatur.

² Die durchschnittliche Inflation des Euro war geringer als während der DM-Zeit, und der Euro ist gegenüber dem US-Dollar teurer geworden. Allerdings ist die Aussage zu relativieren. Es ist problematisch, die DM-Zeiten mit den Euro-Zeiten zu vergleichen, da die weltwirtschaftlichen Herausforderungen sehr unterschiedlich waren. Durch die offensichtliche Schwäche des Dollar und der amerikanischen Wirtschaft ist ein Blick auf den Dollarkurs allein auch nicht genügend aussagefähig. Vergleicht man mit dem Schweizer Franken, der immer als ein Hort der Stabilität angesehen wird, so ist die Performance des Euro nicht ganz so glänzend. Ähnliches gilt für den Vergleich mit den nordischen Währungen außerhalb des Euro.

Die heutigen Probleme sind also *ursächlich auf den Euro zurückzuführen* und wurden durch die von den USA ausgehende weltweite Finanzkrise der Jahre 2007 bis 2009 nur offenkundig. Der ständige Verweis auf böse Spekulanten, parteiische Rating-Agenturen und die Forderung nach Bändigung der internationalen Finanzmärkte ist weder eine hinreichende Erklärung der Probleme noch eine sinnvolle Strategie. Sie dient nur der Ablenkung von den eigentlichen Problemen der Eurozone und insbesondere der von der Politik zu verantwortenden Konstruktionsfehler und weiteren politischen Fehlentscheidungen auf nationaler und europäischer Ebene. Man hat den Eindruck, dass ein Teil der Politik die inneren Mechanik einer Währungsunion und die potenziellen Gefahren nicht zu Kenntnis nimmt oder nehmen will und stattdessen nach Sündenböcken sucht, die sie der Öffentlichkeit vorführen kann.

Rückblickend erscheinen die ersten Euro-Jahre als idyllisch. Man kann es mit einem Segeln bei schönem Wetter vergleichen, das auch mit einem wenig tauglichen Boot, unzureichender Ausrüstung und unerfahrener Mannschaft möglich ist. Die Politik und die EZB haben sich in einer trügerischen Sicherheit gewogen, obwohl das Unwetter schon aufzog. Als es dann ausbrach und die Tauglichkeit von Boot, Ausrüstung und Mannschaft getestet wurde, zeigten sich die inhärenten Schwächen und die mangelhafte Vorbereitung auf Gefahren. Es wurde versäumt, die für eine Währungsunion notwendigen strikten Regeln einzuführen und konsequent durchzusetzen, was sich jetzt bitter rächt. Seitdem sind ständig inkohärente und teilweise kontraproduktive Schnellschüsse auf der Tagesordnung, die das Vertrauen in die handelnden Akteure und Institutionen untergraben.

Vor- und Nachteile der Währungsunion

Spätestens seit der von dem späteren Nobelpreisträger Robert Mundell 1961 angestoßenen Diskussion über optimale Währungsräume sind die wirtschaftlichen Vorteile, aber auch die Nachteile und Schwächen von Währungsunionen weitgehend bekannt. Da der Euro für einen wirtschaftlich nicht optimalen, im Gegenteil höchst inhomogenen Raum eingeführt wurde und in der Währungsunion weniger ein wirtschaftliches, als vielmehr ein politisches Projekt gesehen wurde, um die politische Einigung Europas zu erreichen oder gar durch die Hintertür zu erzwingen, war es besonders wichtig, die inhärenten Gefahren und Fehlentwicklungen zu beachten und ihnen durch sinnvolle institutionelle Sicherungen und ein kluge Politik entgegenzuwirken.

Aus der Wirtschaftsgeschichte wissen wir, dass bisher alle Währungsunionen zwischen gleichberechtigten Partnern³ gescheitert sind, weil man die zentrifugalen Kräfte beim Entstehen stark unterschiedlicher ökonomischer Entwicklun-

gen der Teilräume und die institutionelle Fehlanreize nicht unter Kontrolle bekam. Die Vorteile einer Währungsunion sind unbestritten und wurden auch vor Beginn der Europäischen Währungsunion und noch heute ständig genannt. Die wichtigsten Pro-Argumente sind:

- Eine Währungsunion verringert die Transaktionskosten durch den Wegfall des Währungsrisikos,
- hebt die Standortnachteile insbesondere kleiner Teilräume auf,
- ermöglicht diesen durch einen gemeinsamen großen Kapitalmarkt bessere Bedingungen zur Finanzierung von Investitionen,
- erleichtert die wirtschaftliche Integration,
- fördert die Arbeitsteilung und
- kann so zu einem insgesamt höheren Wachstum und Wohlstand im Währungsgebiet führen, insbesondere in den kleineren Teilräumen.

Hinzu kamen spezielle politische Argumente:

- Der Euro sollte das europäische Zusammengehörigkeitsgefühl stärken,
- eine wirkliche politische Union mit einer starken europäischen Regierung und einem einflussreichen Parlament ermöglichen⁴,
- die Bundesbank mit ihrem dominierenden Einfluss auf die Geld- und Währungspolitik in Europa durch eine gemeinschaftliche Zentralbank ersetzen, auf die alle Euroländer den gleichen Einfluss haben⁵, und
- das wiedervereinigte Deutschland unumkehrbar in die europäische Union einbinden.⁶

³ Hierzu zählen nicht Währungsunionen zwischen einem dominanten Partner, der die unbestrittene Führung hat und den Währungsraum faktisch beherrscht, und einem oder mehreren untergeordneten Partnern, die sich nur anpassen können, aber keinen ausschlaggebenden Einfluss auf die Geld- und Währungspolitik des Gesamttraumes haben. Hierzu zählen zum Beispiel die frühere belgisch-luxemburgische Währungsunion, die noch bestehende Währungsunion zwischen der Schweiz und Lichtenstein und die nur drei Monate dauernde Währungsunion zwischen der Bundesrepublik Deutschland und der DDR im Sommer 1990 sowie Währungsunionen mit abhängigen Gebieten, insbesondere Kolonien oder postkolonialen Ländern. Es ist gerade heute wieder interessant, die einseitigen und harten Regeln des deutsch-deutschen Vertrages über die Wirtschafts-, Währungs- und Sozialunion des Jahres 1990 in Bezug auf die Bundesbank und die wirtschafts- und fiskalpolitischen Kompetenzen der DDR zu lesen und diese mit dem kurz danach ausgehandelten Maastrichter Vertrag des Jahres 1991 zu vergleichen.

⁴ Die Bundesbank und die deutsche Politik waren seit der Diskussion um den Werner-Plan Ende der sechziger Jahre bis 1990 genau gegenteiliger Ansicht. Die Währungsunion wurde als Krönung der politischen Union gesehen und nicht als ein Instrument zum Erreichen derselben. Das historische Vorbild war die Einführung der Mark als gemeinsame Währung 1873 erst nach der Reichsgründung 1871 und nicht schon früher während der Zeit des Zollvereins.

⁵ Insbesondere Politiker aus den bisherigen Weichwährungsländern wollten so auch eine weniger auf Stabilität ausgerichtete Geld- und Währungspolitik erreichen.

⁶ Einige sahen in der Währungsunion auch einen politischen Preis, den Deutschland für seine Wiedervereinigung an Frankreich zahlen sollte. Der Gefahr, dass das durch die Wiedervereinigung gestärkte Deutschland seine Zukunft außerhalb der europäischen Integration suchen oder Europa dominieren könnte, sollte so entgegen gewirkt werden.

In der politischen und teilweise auch in der ökonomischen Diskussion spielten hingegen die Nachteile und Gefahren einer Währungsunion meist nur eine untergeordnete Rolle:

- In einer Währungsunion verlieren die Teilnehmerländer die Kompetenz auf dem Gebiet der Geld- und Währungspolitik, was insbesondere bei inhomogenen Teilräumen ein großes Problem darstellt. Dadurch sind eine weitgehende Flexibilität von Preisen und Löhnen insbesondere nach unten, Wanderungsbewegungen von den depressiven in die boomenden Regionen und eine stärkere stabilitätspolitische Orientierung der in nationaler Kompetenz verbliebenen Fiskalpolitik nötig.
- Die Schulden in der gemeinsamen Währung sind faktisch Fremdwährungsschulden, da die Teilnehmerländer das Recht verlieren, eigenes Geld zu schaffen. Dadurch steigt aber das Insolvenzrisiko für staatliche Schulden, das dem positiven Effekt aus einem Wegfall des Währungsrisikos aus der Sicht eines Investors entgegensteht.
- Als Ultima Ratio zum Ausgleich unterschiedlicher Entwicklungen und zum Erhalt der Währungsunion verbleiben nur Transferzahlungen, die sich allerdings nicht am unterschiedlichen Reichtum oder Pro-Kopf-Einkommen der Länder orientieren und Teil eines sinnvollen Finanzausgleichs sein können, sondern von den regeltreuen anpassungsfähigen und -willigen Ländern an diejenigen gezahlt werden, die die wirtschaftspolitischen Anforderungen der Währungsunion⁷ nicht erfüllen können oder wollen.⁸

Gerade die zur Stabilisierung der Währungsunion ergriffenen Hilfsmaßnahmen und die dadurch ausgelöste Gefahr einer weitgehenden Haftungsunion mit unkontrollierten Transferströmen bergen aber auch ein erhebliches politisches Risiko:

- Moral-Hazard-Effekt bei den Teilnehmerländern, Verlagerung der politischen Verantwortung auf die Geberländer und Europa, Europa als Sündenbock für eigene Fehler.
- Aufweichen der Konditionalität der Hilfen, da es in der gegenwärtigen Verfassung Europas über längere Zeit nicht möglich sein wird, ein Mitgliedsland wie ein Protektorat zu behandeln, in dem demokratisch unzureichend legitimierte europäische Gremien⁹ nationalen Parlamenten und Regierungen übergeordnet werden. Man kann Griechenland nicht von Brüssel aus regieren!

⁷ Unsolide staatliche Finanzen sind nicht die alleinige Ursache. Genauso große Verantwortung tragen eine nicht produktivitätsorientierte Lohnpolitik, die die Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft beeinträchtigt, und übermäßiger privater und öffentlicher Konsum, zu hohe private Verschuldung sowie unzureichend regulierte Banksysteme.

⁸ Über die Rettungsschirme haften schon heute relativ arme Länder wie die Slowakei und Estland für das viel reichere Irland und das relativ immer noch wohlhabendere Griechenland und auch Portugal. Da zumindest im Fall von Griechenland früher oder später mit direkten oder indirekten Transfers zu rechnen ist, zahlen in diesem Fall arme Länder an reichere. Das hat aber mit dem herkömmlichen Verständnis von Solidarität und Ausgleich wenig zu tun.

- Zunehmende Entfremdung der europäischen Völker bis hin zur offenen Zwietracht und Beschädigung der europäischen Idee.

Die Hoffnungen und Versprechungen der deutschen Politik bei Einführung des Euro waren, Fehlentwicklungen in der Währungsunion durch institutionelle Vorkehrungen auszuschließen. Dabei spielten

- die Stabilitätskriterien,
- der gegenseitige Haftungsausschluss und
- eine EZB nach dem Vorbild der Bundesbank mit weitgehender politischer Unabhängigkeit und einer »entpolitisierten« Währung¹⁰

eine zentrale Rolle.

Die Geschichte der sogenannten Maastricht-Kriterien und des Sanktionsmechanismus ist bekannt. Sie waren unzureichend, wurden aufgeweicht und der politischen Opportunität unterworfen. Auch die beabsichtigten Reformen werden daran im Prinzip nichts ändern. Es ist nicht zu erwarten, dass mit den verschärften und erweiterten Regeln die tiefgreifenden binnen- und außenwirtschaftlichen Fehlentwicklungen korrigiert und in Zukunft vermieden werden.

Der gegenseitige Haftungsausschluss wurde durch die Rettungsschirme in sein Gegenteil verkehrt. Die korrigierende Funktion der Kapitalmärkte, über Zinsdifferenzen wirtschaftliche Korrekturen zu erzwingen, wird weiter geschwächt oder sogar außer Kraft gesetzt. Die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte werden dadurch nicht bekämpft. Die Politik der EZB zur Rettung von Staaten und Bankensystemen durch Ankauf von Staatsanleihen der GIPS-Länder und Beleihungen ohne erstklassige Sicherheiten haben die gleiche negative Wirkung. Die Ereignisse der letzten Monate haben dies deutlich gemacht. Nicht die Stabilitätskriterien, die Sanktionsmechanismen oder gar die öffentlichen Erklärungen und die Entscheidungen der EZB haben die lange aufgeschobenen Maßnahmen zur Konsolidierung und Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit in Italien oder Spanien erzwungen, sondern nur steigende Zinsen auf den Kapitalmärkten.

Leistungsbilanzdefizite und Kapitalimport nach der Euro-Einführung

Die Zinssätze für Staatspapiere der Euroländer näherten sich zunächst in Folge des Euro bekanntlich weitgehend dem deutschen Niveau an, da die Wechselkursrisiken verschwanden

⁹ Der zur Lösung des Problems notwendige verfassungspolitische Quantensprung zu einem föderal verfassten Europa mit einer starken Regierung und einem machtvollen Parlament auf demokratischer Grundlage anstelle der gegenwärtigen mehr kooperativen Strukturen scheint mir für absehbare Zeit eine Illusion zu sein.

¹⁰ Siehe den aufschlussreichen Artikel von Otmar Issing (2011).

den und die Märkte das durch die Währungsunion gestiegene Konkursrisiko unterbewerteten oder nicht ernst nahmen, da sie nicht an den Bestand des Bailout-Verbotes glaubten, was sich im Nachhinein als gar nicht so falsche Einschätzung erwies. Hinzu kam, dass die Bankaufsichtsbehörden bis heute Staatspapiere grundsätzlich als risikolos einstufen und diesen so einen Wettbewerbsvorteil verschaffen, so dass von den Banken keine Vorsorge über zusätzliches Eigenkapital getroffen werden muss, was der Sicherung der so oft beschworenen Finanzstabilität entgegensteht.

Da die Märkte auch das Risiko von Bankinsolvenzen als äußerst gering ansahen, kam es zu einer weitgehenden Annäherung der Kreditzinsen im Euroraum, die, wie H.-W. Sinn zeigte, einen massiven Kapitalimport der GIPS-Länder insbesondere aus Deutschland und ihre wachsenden Leistungsbilanzdefizite erst möglich machten.

Wäre das ausländische Kapital im Wesentlichen in produktivitätssteigernde Investitionen geflossen, so wie bei Direktinvestitionen deutscher Unternehmen, wäre dagegen nichts einzuwenden, da diese in den GIPS-Ländern Wachstums- und Wettbewerbsimpulse ausgelöst hätten, die eine Bedienung des hereingeflossenen Kapitals dauerhaft ermöglichen hätten; denn deren Kapitalmärkte waren vor der Währungsunion nur wenig leistungsfähig.

Die Politik und die EZB tolerierten aber überdimensionierte Leistungsbilanzdefizite, die zusätzlichen öffentlichen und privaten Konsum oder Fehlinvestitionen und Immobilienblasen finanzierten. Damit gingen Lohn- und Preiserhöhung einher, die schon *vor der Krise die Wettbewerbsfähigkeit unterminierten und eine Verbesserung der Leistungsbilanz erschwerten oder gar unmöglich machten*. Die Wirtschaftsmodelle der GIPS-Staaten und ihr überproportionales Wachstum beruhten auf einem ständigen Import von privatem Kapital für unproduktive Zwecke, was unrealistisch war.

Nun sind aber gerade dauerhafte unverhältnismäßige außenwirtschaftliche Defizite in einer Währungsunion eine existenzbedrohende Gefahr¹¹, da das Mittel einer Währungsabwertung zur Korrektur einer solchen Entwicklung nicht mehr zur Verfügung steht. Weder die nationalen Regierungen noch die Bankaufsichtsbehörden stellten sich einer solchen gefährlichen Entwicklung entgegen, die Regierungen beförderten sie teilweise noch durch Ausgabenprogramme, finanziert durch eine übermäßige Ausdehnung der Staatsschuld, und nahmen das Entstehen der Illusion eines dauerhaften Wohlstands auf Pump gerne hin, da sie innenpolitisch und zu Wahlzwecken äußerst vorteilhaft war. Das ist aus nationaler Sicht erklärbar, aber kurzfristig.¹²

¹¹ Es sei denn, sie werden durch permanente Transfers ausgeglichen.

Die europäischen Institutionen, insbesondere die EZB, standen dieser Entwicklung weitgehend tatenlos gegenüber. Da eine nach Regionen differenzierte Zinspolitik in einer Währungsunion nicht möglich ist, gab es auch keine Mittel zum direkten Gegensteuern, wie zum Beispiel über die weitere in nationaler Kompetenz verbliebene Fiskalpolitik, über eine wettbewerbsfördernden Strukturpolitik oder über eine strengere Bankaufsicht. Da auch keine öffentlichen Warnungen auf europäischer Ebene erfolgten, muss man wohl davon ausgehen, dass allgemein die Gefahren unterschätzt wurden. Die Gläubigerländer wiederum haben sich in den Exporterfolgen¹³ gesonnt. Auch die Wissenschaft hat den aufziehenden Sturm übersehen. Offensichtlich waren allgemein die Kenntnis über die genauen Zusammenhänge und das Ausmaß der Gefahren nicht in ausreichendem Maße vorhanden.¹⁴

Die beginnende Zahlungsbilanzkrise und die Rolle der EZB

Die weltweite Finanzkrise veränderte ab Mitte 2007 das Verhalten der Investoren, wie die Analyse von H.-W. Sinn und T. Wollmershäuser (2011) anschaulich zeigt. Risiken wurden nun genauer geprüft und kritischer gesehen. Der Kapitalimport in die GIPS-Ländern verschwand und wurde später teilweise durch gegengerichteten Kapitalströme abgelöst: Repatriierung von Kapital und Kapitalflucht. Dadurch entstand ein klassisches Zahlungsbilanzproblem, wie wir es aus unzähligen Fällen aus der Vergangenheit kennen.

An sich hätte eine solche Entwicklung in einer funktionierenden Währungsunion zu einem wenn auch sehr schmerzhaften Normalisierungsprozess und einem Verschwinden der Leistungsbilanzdefizite führen müssen. Denn beim Ausbleiben von privaten Kapitalimporten kann ein Leistungsbilanzdefizit nur mit dem Verkauf von eigenen Vermögenswerten

¹² Es hätte auch eine durchdachte Strategie der nationalen Regierungen sein können, um so später Transfers erzwingen zu können.

¹³ Die Neigung der deutschen Politik und Öffentlichkeit, den Erfolg von Wirtschaftspolitik einseitig mit dem Maßstab von Exportüberschüssen zu messen, hat sicherlich dazu beigetragen. Das erinnert mich an das Verhalten einiger Bauhandwerker in Ostdeutschland nach der Wende, die versuchten, ohne Rücksicht auf die Bonität ihrer Auftraggeber möglichst viele Aufträge zu erlangen und durchzuführen und später in erhebliche Schwierigkeiten gerieten, wenn die Auftraggeber nicht zahlten. Verkauf von Leistungen und Gütern auf Kredit- und nichts anderes ist ein Exportüberschuss – macht für die Volkswirtschaft als Ganzes nur Sinn, wenn man werthaltige Forderungen oder ertragreiches Vermögen erhält. Sonst hat man nur Geschenke produziert. Da meist Kapitalexport und Exportüberschuss bei unterschiedlichen Wirtschaftssubjekten auftreten, ist einzelwirtschaftlich ein Exportüberschuss trotzdem sinnvoll. Wenn die Forderungen aus den Kapitalexporten anschließend ausfallen, entsteht einzelwirtschaftlich ein Schaden beim Kapitalexporteur oder beim Steuerzahler, wenn dieser den Kapitalexport garantiert. Der gesamtwirtschaftliche Saldo eines solchen Geschäfts ist negativ. Man hat nur Geschenke für das Ausland produziert und dafür Geld und Mühe aufgewandt. Für den Exporteur wirkt dies wie eine Exportsubvention.

¹⁴ Sicherlich hat man offensichtliche Fehlentwicklungen in Griechenland wohl schon sehr früh erkannt, sie waren unübersehbar. Man hat sie allerdings politisch toleriert und als nebensächlich angesehen.

ten noch eine gewisse Zeit finanziert werden, dann kommt es *ceteris paribus*¹⁵ zu einem Abfluss von Zentralbankgeld von den Defizit- in die Überschussländer. Das wiederum bewirkt, ähnlich wie beim Goldstandard, eine Kontraktion der wirtschaftlichen Aktivitäten, im Idealfall eine schnelle Anpassung von Preisen und Löhnen nach unten, eine Verringerung der Importe und eine Steigerung der Exporte. Eine Lösung über Abwertung wie im Bretton-Woods-System oder bei flexiblen Wechselkursen ist ja nicht möglich, es sei denn, man lässt einen Austritt aus der Währungsunion und eine Renationalisierung der Währungspolitik zu.¹⁶

In dieser Situation ließ es die EZB zu oder wirkte sogar aktiv daraufhin, dass die privaten Bankensysteme in den Defizitländern weiter mit ausreichendem (dort zusätzlich geschöpften) Zentralbankgeld ausgestattet wurden, um über das Target-System die Zahlungsbilanzdefizite auszugleichen. Dadurch wurden die wegfallenden privaten Kapitalimporte sowie die Kapitalrepatriierung und später die Kapitalflucht kompensiert, wodurch eine schmerzhaft schrumpfende Volkswirtschaften und damit letztlich ein Abbau der Leistungsbilanzdefizite verhindert wurden. Die so entstandenen Target-Salden setzten den letzten verbleibenden Konvergenzmechanismus in der europäischen Währungsunion außer Kraft.

Ob man sich darüber schon am Anfang der Entwicklung (ab Herbst 2007) im Klaren war, ist nicht bekannt. Vielleicht bestand die Vermutung oder die Hoffnung, es handle sich nur um temporäre Ausschläge, wie sie bei Verrechnungssalden nicht ungewöhnlich sind. Die dahinterliegende Problematik scheint wohl zunächst übersehen worden zu sein. Als nach der »Lehman-Krise« im Herbst 2008 Konjunkturstabilisierung und die Rettung der Bankensysteme richtigerweise absolute politische Priorität bekamen, gab es sogar eine gewisse Rechtfertigung für das Vorgehen; denn es wäre sicherlich nicht förderlich gewesen, die Zahlungsbilanzkrise zusätzlich zu der weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrise gleichzeitig anzugehen. So wurde die weitere Erhöhung der Target-Salden durch die von der EZB angewandten expansiven geldpolitischen Maßnahmen erleichtert.

In dem Maße aber, wie die unmittelbaren Probleme der »Lehman-Krise« auf dem Bankensektor bewältigt und dank kluger Finanz- und Geldpolitik auch die Rezession überwunden wurden, entfiel die Rechtfertigung eines weiteren Anwachsens der Target-Salden. Vielmehr hätte man sich jetzt um eine Rückführung bemühen müssen.

¹⁵ Hier wird eine Geldpolitik unterstellt, die zu keiner zusätzlichen Geldschöpfung in den Defizitländern im Vergleich zur Gleichgewichtssituation führt.

¹⁶ Durch temporäre Hilfen oder dauerhafte Transfers der anderen Mitglieder der Währungsunion können die weggefallenen privaten Kapitalimporte durch öffentliche Mittel ersetzt werden und so das Zahlungsbilanzproblem kurzfristig oder dauerhaft gelöst werden. Diese Rolle spielen mittlerweile die Rettungsschirme.

Stattdessen setzten EZB und NZBs ihre Politik fort und finanzierten die Zahlungsbilanzprobleme in den GIPS-Staaten¹⁷ weiter durch Zentralbankgeldschöpfung¹⁸ aus. Sie senkten dazu die Anforderungen an die Qualität der von den Banken geforderten Sicherheiten. So finanzierte die EZB in immer stärkerem Maße die GIPS-Bankensysteme und übernahm in großem Umfang Bankrisiken. Als mit Beginn der Griechenlandkrise die Lösung der Staatsschuldenprobleme immer drängender wurde, forderte die EZB von den anderen Euroländern Rettungsschirme, die dann ja auch im Mai 2011 installiert wurden. Diese Vorreiterrolle der EZB ist ein Indiz, dass die EZB zumindest teilweise die Problematik ihrer Politik erkannt hatte. Die Target-Salden waren nämlich nichts anderes als inoffizielle Rettungsschirme für die betroffenen Bankensysteme und Volkswirtschaften, eine Art EZB-Überziehungskredit, der durch die offiziellen Rettungsschirme der Staaten abgelöst werden sollte.

Allerdings sind die Kredite über die Target-Salden aus der Sicht der Defizitländer viel attraktiver als die Kredite über die offiziellen Rettungsschirme, da jene automatisch ohne schwierige Antragsverfahren und Prüfung faktisch automatisch gewährt werden, an keine Auflagen gebunden und mit einem günstigen Zins versehen sind. Statt offiziell Kredite über die Rettungspakete aufzunehmen, um damit die Stabilisierung des eigenen Bankensystems vorzunehmen, war und ist es doch viel bequemer, das Problem der Bankenstabilisierung bei der EZB zu belassen. So ist es bis heute nicht gelungen, die Target-Salden abzubauen und durch Maßnahmen zu ersetzen, die Haftung und Umfang der Hilfen öffentlich deutlich machen. Zusätzlich wurden dann noch Staatspapiere der GIPS-Staaten unter Missachtung der Verträge und Statuten aufgekauft, um die Märkte zu »beruhigen« und angebliche Störungen der Geldpolitik zu vermeiden. Dabei ging es gar nicht um Geldpolitik im eigentlichen Sinne, sondern um Finanzmarktstabilität und Staatsfinanzierung. Die Zinsdifferenzen in der Eurozone waren natürliche Reaktionen der Märkte aufgrund von Fehlentwicklungen und politischen Fehlentscheidungen in den betreffenden Ländern und keine Störung der Geldpolitik. Die eigentlichen Probleme wurden von den EZB-Interventionen nicht gelöst, sondern nur herausgeschoben und letztlich teurer.

Die Politisierung der EZB

Von einer Geldpolitik in der Tradition der alten Bundesbank hat sich die EZB weit entfernt. Die Finanzierung von Zah-

¹⁷ Die von H.-W. Sinn und T. Wollmershäuser (2011, 40) vorgelegten Schaubilder lassen den Schluss zu, dass im Falle von Griechenland und Portugal die Target-Salden bisher primär die Leistungsbilanzdefizite finanzierten und in Irland die Repatriierung und die Kapitalflucht, wohingegen in Spanien immer noch private Kapitalimporte das Leistungsbilanzdefizit teilweise finanzieren konnten.

¹⁸ Die in die Überschussländer fließende Zentralbankgeldmenge wurde dort durch Gegenoperationen neutralisiert, so dass kein inflationärer Effekt auf die Eurozone ausgelöst wurde. Dadurch wird aber dort die Geldschöpfungsmöglichkeit *ceteris paribus* eingeschränkt.

lungsbilanzproblemen über Geldschöpfung gegen minderwertige Sicherheiten¹⁹ und von Staatsschulden durch Ankauf von Papieren am Markt haben mit klassischer Geldpolitik nicht mehr viel zu tun. Durch die Banken- und Staatsrettung vergemeinschaftet die EZB ohne Mandat nationale Banken- und Staatsrisiken zu Lasten der EZB-Eigentümer und letztlich deren Steuerzahler, was nicht ihr Auftrag ist. Die primäre Aufgabe der EZB, nämlich die Geldpolitik, wird mehr und mehr der Rettung von Staaten und Banksystemen und der Finanzierung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte untergeordnet.

Auch die Gremienzusammensetzung der EZB entspricht nicht dieser Politik. Wenn die EZB weniger als geldpolitische Institution, sondern vielmehr als »bad bank« gefährdeter nationaler Banksysteme und Finanzier von Staatsschulden und Zahlungsbilanzdefiziten auftritt und erhebliche Risiken übernimmt, müssen die Stimm- und Einflussverteilung den Kapital- und Haftungsstrukturen angepasst werden. Gleiches Stimmrecht unabhängig von Größe, wirtschaftlichem Gewicht und Haftung verleitet nur zu Fehlsteuerungen. Die Moral-Hazard-Probleme sind offensichtlich!

Der öffentliche Streit des EZB-Präsidenten Trichet mit dem ehemaligen Bundesbankpräsidenten Weber über den Ankauf von Staatspapieren hat ein erstes Schlaglicht auf diese Problematik gelenkt. Es ist offensichtlich, dass zwar eine persönliche Unabhängigkeit der Gremienmitglieder der EZB durch Vertrag und Statut weitgehend juristisch gesichert ist, von einer politischen Unabhängigkeit kann man aber kaum noch sprechen, da zumindest die national ernannten Notenbankpräsidenten sich auch als Interessenvertreter ihrer Region verstehen²⁰ und die EZB sehr stark in die Entscheidungen politischer EU- und Euro-Gremien eingebunden ist.

Die gerade von der EZB beschlossene Ausweitung der Ankaufprogramme auf italienische und spanische Staatspapiere ist der vorerst letzte Akt der Fehlentwicklungen. Der Ankauf ist praktisch ein Vorgriff auf die beabsichtigte Erweiterung der Kompetenzen des EFSF, die allerdings von den nationalen Parlamenten noch nicht gebilligt worden ist. Mit Geldpolitik hat dies nun überhaupt nichts mehr zu tun. Es geht nur darum, diesen Ländern hohe Zinskosten zu ersparen. Damit macht sich die EZB zur Magd fiskalpolitischer Interessen und zum Handlanger der Politik. Die implizite Aufforderung der französischen und deutschen Regierung unmittelbar vor der EZB-Entscheidung unterstreicht dies.

¹⁹ Asset Backed Securities, die in der amerikanischen Bankenkrise eine unrühmliche Rolle gespielt haben und jetzt von den Märkten fast völlig verschwunden sind, erleben eine Renaissance im Euroraum. Sie werden extra als Pfand für die EZB kreiert. So sollen unter anderem die Forderungen aus dem Kredit für Spielerkäufe spanischer Fußballvereine über Verbriefung von der EZB finanziert worden sein.

²⁰ Eine Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle und der Abstimmungsergebnisse im EZB-Rat ist dringend zu empfehlen.

Die von der EZB eingegangene Risiken und die Furcht vor dem Ausweis offener Verluste, die das Ansehen der EZB in der Öffentlichkeit weiter beeinträchtigen würden, haben auch ihr Verhalten bei der kontroversen Frage stark beeinflusst, ob und in welchem Umfang ein Schuldenschnitt bei Griechenland vorgenommen werden soll und ob dabei die privaten Banken ganz oder teilweise vor den dann notwendigen Abschreibungen geschützt werden sollen. Die von der EZB dabei eingenommene Position war stark interessengeleitet und parteiisch. Man wollte unter allen Umständen vermeiden, durch Abschreibungen und Verlustausweise in der eigenen Bilanz das wahre Ausmaß der Verstrickung der EZB in die Banken- und Staatsrettung gegenüber der Öffentlichkeit offenzulegen. Die EZB ist bis zur Stunde auch nicht bereit einzugestehen, dass sie sich in umfassender Weise an der Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten beteiligt hat und leugnet das Problem der Target-Salden.

So ist die EZB Getriebene ihrer eigenen Fehlentscheidungen und der Rettungseuropäer in der Politik und verliert so weiter an Unabhängigkeit, Vertrauen und Ansehen. Für die Politiker, die eine starke und unabhängige Notenbank schon immer ablehnten und nur unter deutschem Druck beim Maastrichter Vertrag dieses Modell akzeptieren mussten, ist diese Entwicklung sicherlich nicht unwillkommen. Gerade bei den Schwierigkeiten, in denen die Währungsunion durch politische Fehlentscheidungen und Versäumnissen geraten ist, ist ein unabhängige und starke Notenbank des Typs Bundesbank²¹ notwendig. Sonst gerät die EZB noch weiter auf die schiefe Ebene!

Konsequenzen

Um dieses zu erreichen, ist es notwendig, dass sich die EZB in Zukunft ausschließlich auf die eigentliche Geldpolitik²² konzentriert, das Problem der Target-Salden löst, sich als Retter von Staaten und Banken verabschiedet und ihre Bilanz um die damit verbundenen Risiken bereinigt. Ein solcher klarer Schnitt ist nur mit Hilfe der Eigentümer möglich, die die entstandenen Risiken und Verluste über die Luxemburger Fonds oder direkt zu Lasten der jeweiligen Staatskassen übernehmen müssen. Dass dabei die nationalen Parlamente beteiligt werden müssen, ist offensichtlich; denn die EZB hat zu Lasten der nationalen Steuerzahler ohne Zustimmung

²¹ Dazu gehört aber auch eine europäische Öffentlichkeit, die hinter der EZB steht und sie gegen Übergriffe und Zumutungen der Politik schützt.

²² Die Rückkehr zu einer normalen Geldpolitik erfordert auch, dass die EZB und die durchführenden NZBs wieder streng auf die Bonität der eingereichten Sicherheiten achten und dass Notmaßnahmen, die zu einer Ausdehnung der Geldmenge führen, wie die Emergency Liquidity Assistance, unterbleiben. Die im Vergleich zum BIP extrem hohen negativen Target-Salden zeigen, dass diese zu einer Finanzierung des Kapitalabzugs und der Kapitalflucht aus dem völlig überdimensionierten irischen Banksystem genutzt worden sind. Anstelle von privaten Einlagen dürfte die EZB/NZB der bei weitem größte Gläubiger der irischen Banken geworden sein und so indirekt die immensen Risiken aus der Finanzierung der Immobilienblase tragen.

der Parlamente in der Vergangenheit Risiken übernommen, die auch zu Verlusten führen werden.

Die Lösung für das Target-Problem findet man im amerikanischen Federal Reserve System, wie H.-W. Sinn und T. Wollmershäuser (2011, 48 ff.) zeigen, nämlich der jährliche Saldenausgleich mit Vermögensgegenständen zwischen den teilnehmenden Zentralbanken. Das ist für die zukünftigen Neusalden machbar, wenn auch sehr schmerzhaft. Den Junkies in den Defizitländern wird die Droge zusätzliches Zentralbankgeld zur Finanzierung von außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten entzogen.

Viel schwieriger wird sich aber die Regelung der aufgelaufenen Altsalden gestalten. Sie sind mit weit mehr als 300 Mrd. Euro deutlich höher als die bisher über die Rettungsschirme ausgezahlten Mittel. Angesichts dieser astronomischen Zahl dürfte eine Lösung nur über Sondermaßnahmen, wie die Einbeziehung in die Rettungsschirme, möglich sein, wenn, was nicht auszuschließen ist, die mobilisierbaren Vermögenswerte der NZBs (z.B. in Irland) zur Deckung nicht ausreichen.

Das würde zwar noch einmal das Volumen dieser Fonds beträchtlich erhöhen, was sicherlich nicht unproblematisch ist, hat aber den Vorteil, dass endlich die Schuldenproblematik als Ganzes offengelegt wird und eine Gesamtlösung gesucht werden muss. Nur so lässt sich auch die finanzpolitische Kompetenz der Parlamente und das Vertrauen der Öffentlichkeit wieder herstellen. Ein klarer Schnitt und ein Ende mit Schrecken sind wesentlich besser als der bisherige Schrecken ohne Ende. Dass dabei auch das bisher ungeklärte Problem der Behandlung der Salden beim Ausscheiden eines Mitglieds aus der Währungsunion geregelt werden muss, sei nur am Rande erwähnt.

Eine solche Kehrtwendung wird nicht einfach zu erreichen sein; denn die bisher von der EZB-Politik Begünstigten werden ihren Vorteil, insbesondere bei den Target-Salden, nicht kampflos aufgeben. Deutschland hat offensichtlich bei den Verhandlungen über das an sich nützliche Target-Verrechnungssystem die Missbrauchsmöglichkeiten und Gefahren übersehen. Auf der anderen Seite kann es Deutschland als potenzielles Überschuss- und Gläubigerland in einer Währungsunion nicht zulassen, dass weiter eine derartig billige und automatische Möglichkeit zur Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten zu seinen Lasten besteht. Sonst dürften sich die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte perpetuieren und der Zerfall der Währungsunion programmiert sein. Eine falsch konstruierte und gemanagte Europäische Währungsunion fördert nicht die europäische Idee und die weitere Integration, sondern gefährdet oder zerstört sie. Je eher die deutsche Politik diese Probleme erkennt und handelt, desto größer sind die Chancen zu einem Erfolg. Das setzt jedoch Erkenntnis, Mut und Durchsetzungsvermögen

voraus. Wunschenken und falsch verstandene europäische Solidarität verlängern und verschärfen die Probleme nur weiter. Sie sind die eigentliche Gefahr für den Euro und für Europa!

Literatur

- Issing, O. (2011), »Slithering to the wrong kind of union«, *Financial Times*, 8. August, <http://www.ft.com/cms/s/0/c4159b34-c1a8-11e0-acb3-00144feabdc0.html#ixzz1UW9VB0Qo>.
- Sinn, H.-W. (2011), »Neue Abgründe«, *WirtschaftsWoche*, 21. Februar, 35.
- Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2011), »Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB«, Ifo Working Paper No. 105.