

Wozu brauchen Notenbanken Sicherheiten? (Why central banks need collaterals?)

The financial crisis has caused scarcity of acceptable collaterals in Ireland and the South European Euro-countries. Therefore they are reliant on the institutional help. The unlimited purchase of government bonds decided on the 6 September 2012 by the European Central Bank System should address liquidity problems of those countries. This program is, however, accompanied by lowering the collateral standards causing two negative far-reaching consequences: firstly, uncovered risks are stored up to balance sheets of the central banks in the Euro-System, and secondly, the private sector is crowded out from monetary transactions. As a solution, the providing of private marketable collaterals in all Euro-countries is recommended by using bills of exchange.

Die Reaktionen auf den Beschluss des EZB-Rates vom 6. September 2012 bezüglich des Staatsanleihekaufs hätten nicht unterschiedlicher ausfallen können. Während die Finanzmärkte Zuwächse bis zu 30 Prozent weltweit verzeichneten und die Fachpresse von Financial Times über Economist bis Le Figaro und El Pais mit Lob und Genugtuung nicht sparten, reagierte ein Teil der Öffentlichkeit, besonders in Deutschland, vertreten durch Bundesbankpräsident Jens Weidmann, mit großer Besorgnis.¹ Es stellen sich nun die Fragen, inwieweit die ablehnende deutsche Haltung ein Reflex auf das vergangenheitsbedingte und noch nicht bewältigte Inflationstrauma – so die Befürworter des Anleihekaufs – ist und inwieweit sie ökonomisch begründet ist und die im Zuge des deutschen „Wirtschaftswunders“ und der Prosperität der Nachkriegsjahre gewonnenen Erkenntnisse über die ökonomischen Zusammenhänge reflektiert.

Um diese Fragen beantworten zu können, muss man sich zunächst darüber im Klaren sein, was Geld ist und was notwendig ist, damit Geld seine realökonomische Steuerungsfunktion effizient erfüllt. Die Antwort darauf ist nicht trivial. Nach wie vor bestehen unüberbrückbare Unterschiede zwischen den theoretischen Gelderklärungsansätzen. Bei der hier verfolgten Frage nach der Tragweite des Staatsanleihekaufs seitens der Zentralbank scheint daher zielführend zu sein, das Geld von seiner Entstehungsseite her zu betrachten.

Der „klassische“ Geldschöpfungsakt – unabhängig ob seitens der Geschäfts- oder der Zentralbanken – erfolgt im Zuge eines Kreditkontraktes, der durch drei risikomindernde Merkmale gekennzeichnet ist: 1) Hinterlegung mit Sicherheiten des Schuldners 2) Absicherung mit Kapital des Gläubigers und 3) Zinsbelastung. Im Kreditkontrakt gewinnt der Schuldner die Liquidität des Geldes, indem er einen Vermögenswert zugunsten des

¹ Es ist schon erstaunlich, wie sich angesichts der derzeitigen finanziellen Engpässe die EU-ropäischen politischen Eliten die Führung Deutschlands in der EU herbei wünschen. Bemerkenswert dabei ist die Tatsache, dass sich die Betroffenen selbst davor mit Vehemenz zu wehren versuchen. Trotz offensichtlicher Wettbewerbsvorteile, permanenter Leistungsbilanzüberschüsse und strömender Steuereinnahmen glaubt ein Teil der deutschen Öffentlichkeit (noch) nicht an die eigene Omnipotenz und verweist auf die bindende Kraft von verfassungsrechtlichen Verträgen. Alle im Zuge der Finanzkrise geänderten Vertragsregeln bzw. in Frage gestellten Parlamentsprinzipien (die „No-bail-out“ Klausel, das Prinzip „no taxation without representation“ oder das Verbot direkter Staatsfinanzierung seitens der Notenbanken) wurden vor dem Bundesverfassungsgericht (bis dato vergeblich) angeklagt.

Gläubigers rechtlich mit Schuldtitel belastet und Zinsen bezahlt. Der Gläubiger sichert das emittierte Geld, indem er sein Kapital hierfür hinterlegt, wofür er Zinsen erhält. Im Falle der Geldemission seitens der Zentralbanken sind die Risikominderungsanforderungen noch strenger definiert als bei den Geschäftsbanken. So sollten Zentralbanken nur erstklassige, marktfähige Sicherheiten akzeptieren, die nicht direkt vom Schuldner stammen, sondern durch Sekundärmärkte bewertet werden.² Die Sicherheiten werden im Regelfall lediglich in „Pension“ genommen, d. h. Refinanzierungskontrakte mit Rückkaufsvereinbarungen werden abgeschlossen. Die Laufzeit der Kontrakte wird durchschnittlich auf sieben Tage beschränkt. Wenn definitive Käufe von Wertpapieren erfolgen, dann nur mit berechenbaren Risiken: für kurze Laufzeit und zu den durch die Märkte verifizierten Preisen.

Es stellt sich nun die Frage, wozu alle diese Sicherheitsmaßnahmen getroffen werden. Sind sie konstitutiv für das Funktionieren des Geldsystems oder stellen sie ein Überbleibsel alter Praktiken dar, die nicht zuletzt angesichts der Finanzkrise abgeschafft werden könnten? Die dominierenden geldtheoretischen Ansätze liefern leider keine Antwort auf diese Fragen.

Monetaristen/Metallisten verstehen Geld als besonderes Gut, das den Tausch von anderen Gütern erleichtern sollte. Die Geldmenge werde exogen durch die Notenbank entsprechend den Anforderungen der Realwirtschaft bestimmt. Wenn nötig, kann auch mit „Helikopter-Geld“ nachgeholfen werden. Von den Zwängen des Geldschöpfungsaktes – Geld ist eine Obligation der Emissionsbank, die gegen Belastung von Sicherheiten und Erwirtschaftung von Zinsen zu haben ist – wird völlig abgesehen. Post-Keynesianer bzw. Post-Knappianer definieren Geld dagegen als Staatsschuld mit der Konsequenz, der Staat bestimme, was Geld sei. Die unabhängigen Zentralbanker sorgen dafür, dass die refinanzierten Staatsschuldbriefe keine Inflation zur Folge haben. Sicherlich ist diese theoretische Gleichsetzung des Geldes mit der Staatsschuld der anglo-sächsischen Zentralbankpraxis geschuldet, in der tatsächlich die Banken des Federal Reserve Systems (Fed) oder die Bank of England (BoE) vor allem Staatspapiere ihrer Regierungen definitiv ankaufen.³ Diesem Sachverhalt ist auch eine im Zuge der Euro-Krise sich verbreitende Annahme geschuldet, dass Staatspapiere grundsätzlich bei der jeweiligen Zentralbank direkt refinanzierbar seien und die Probleme der Euro-Südländer daraus resultieren, dass sie keine souveränen Notenbanken mehr haben. Ein Blick auf die weltweit existenten Währungssysteme zeigt, wie obsolet diese Behauptung ist.⁴ Entweder besichern die

² Vgl. Artikel 18.1 des ESZB-Statuts, http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/de_statute_2.pdf (abgerufen 6. November 2012). In diesem Zusammenhang ist es aufschlussreich auch aus dem Vertrag zur Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) zu zitieren. Im Artikel 123.1 wird festgelegt: „Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der Europäischen Zentralbank oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten (im Folgenden als „nationale Zentralbanken“ bezeichnet) für Organe, Einrichtungen oder sonstige Stellen der Union, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften oder andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten sind ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die Europäische Zentralbank oder die nationalen Zentralbanken.“

³ Dadurch unterscheiden sie sich qualitativ von der Praxis der Bundesbank, die dem Prinzip der Gleichheit der Marktakteure folgte und sowohl Staatspapiere als auch privatrechtliche Sicherheiten – Handelswechsel und Pfandbriefe – refinanzierte. Das Überraschende daran ist die Tatsache, dass scheinbar obrigkeitshörige Deutsche bereits im 19. Jahrhundert eine Geldpolitik etablierten, die einem Gleichheitsprinzip der Marktakteure in Bezug auf Geldzugangregeln folgte und keine privilegierte Behandlung von Staatsanleihen praktizierte.

⁴ Diese Behauptung müsste besonders in den post-kommunistischen Ländern befremdlich erscheinen. Diese Länder haben ihre Geldsysteme derart umgebaut, dass ihre Zentralbanken keine Refinanzierungsgeschäfte auf Grundlage inländischer Wertpapiere durchführen. Sie kaufen definitiv lediglich Fremdwährungsforderungen, genau gesagt Staatsanleihen fremder Staaten.

Notenbanken ihre Aktiva mit marktfähigen Wertpapieren, darunter auch Staatsanleihen, oder die betroffenen Länder verfügen nicht über funktionierende Geldsysteme.

Von den dominierenden theoretischen Konzepten ausgehend, muss man sich daher fragen, warum Zentralbanken die Geldschöpfungsprozesse immer noch so „umständlich“ als Kreditkontrakte mit Zinsen und Sicherheiten gestalten. Wozu verlangen sie überhaupt diese Sicherheiten? Die Notenbank kann doch – so die gängige Argumentation – weder insolvent werden, da durch Fiskus gedeckt, noch illiquid, da sie über das Privileg der Druckerpresse verfügt. Aus denselben Gründen brauche sie auch kein Eigenkapital. Sie schaffe ihr Kapital selbst: durch Gelddrucken. In dieser Hinsicht waren die realsozialistischen Länder viel konsequenter. Basierend auf wissenschaftlichen Erkenntnissen haben sie tatsächlich Eigenkapital, Marktbewertung, Sicherheiten und Zinsen wie „einen alten Zopf“ der Vormoderne bei der Geldemission abgeschafft. Das Geld wurde entsprechend den Wirtschaftsplänen direkt durch die Notenbank an die Realwirtschaft und den Staat verteilt. Diese Praxis hat die Transaktionskosten reduziert, das Finanzsystem eingespart und vor allem die damaligen systemischen Institutionen – Stahlhütten und Berggruben –, die so genannten „Burgen des Sozialismus“, finanziell gesichert. Der Verlauf der Geschichte hat das sozialistische Experiment scheitern lassen. Dass dies die Konsequenz aus der fehlenden Steuerungskraft des Geldes auf Grund restriktionsloser Finanzierung war, wird leider nach wie vor nicht in voller Deutlichkeit gesehen.

Um die Tragweite des Beschlusses vom 6. September 2012 zu erfassen, muss man sich in die theoretischen Nischen der Ökonomie begeben. Besonders hilfreich kann hier die Eigentumsökonomik sein, da in diesem Ansatz der Geldschöpfungsmechanismus eine zentrale Rolle spielt.⁵ Und wenn die Eigentumsökonomik die ökonomischen Zusammenhänge korrekt erfasst, dann sind die Beschlüsse vom 6. September 2012 verheerend, allerdings nicht wegen der Staatsanleihekäufe seitens der Notenbank. Darüber ließe sich streiten. Wie die Befürworter der Maßnahme richtig betonen, erfolgen die Käufe auf dem Sekundärmarkt und nur unter der Bedingung, dass die Regierungen sich den im Rahmen des ESM vereinbarten Sanierungsprogrammen unterwerfen. Schließlich ist dies – so die Befürworter – gängige Praxis bei der Fed und der BoE. Man könnte in diesem Zusammenhang auch einwenden, dass die EZB im Mai 2010 auch auf den Pfandbriefmärkten intervenierte. Damals hörte man keine Proteste aus Deutschland, vielleicht deswegen, weil dieses Programm besonders den deutschen Pfandbriefemittenten, die zu den größten in Europa gehören, zugutegekommen ist.⁶

Der Grund zur größten Besorgnis liegt woanders; nämlich in der Tatsache, dass im gleichen Zug mit dem Beschluss zum Staatsanleihekauf jegliche Qualitätsanforderungen an Sicherheiten im Euro-Raum suspendiert wurden.⁷ Darin unterscheiden sich qualitativ Staatsanleihekäufe der Fed, der BoE und der EZB bzw. Pfandbriefkäufe. Nach Zentralbankregeln dürfen Notenbanken nur Sicherheiten mit einem bestimmten Qualitätsrating refinanzieren. Demnach durfte die EZB nicht nur keine griechischen,

⁵ Vgl. G. Heinsohn, O. Steiger: Eigentumsökonomik, Metropolis Verlag, Marburg, 2006.

⁶ Die größte Schwäche der ablehnenden Position der Bundesbank gegenüber den Staatsanleihekäufen liegt in der fehlenden theoretischen Begründung. Der Verweis auf die potentielle zukünftige Inflationsgefahr trägt nicht, da die Geldmenge im Umlauf M3 kaum wächst. Darüber hinaus hat die Bundesbank ihre Geldmengenziele in den 1980-er Jahren oft bis zu 50% verfehlt, ohne dass dies große geldpolitische Störungen ausgelöst hätte (vgl. Deutsche Bundesbank: Die Geldpolitik der Bundesbank, Oktober 1995, S. 82). Daher fragen die Opponenten der Bundesbankposition zu Recht, wo das Problem denn sei.

⁷ Vgl. ECB Press release: 6 September 2012 - Measures to preserve collateral availability, http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_2.en.html, abgerufen 6. November 2012.

portugiesischen oder irischen Staatsanleihen auf eigene Bilanz nehmen, sondern diese Anleihen müssten grundsätzlich aus den Refinanzierungsgeschäften im Euro-System ausgeschlossen werden, so wie die Schweizer Nationalbank und die Bank of England verfahren, indem sie diese Staatspapiere in den Refinanzierungsgeschäften zurückweisen.

Die seitens der EZB dekretierte Gleichsetzung der griechischen, spanischen oder irischen Staatsanleihen mit deutschen bzw. niederländischen in Geldemissionsgeschäften des Euro-Raumes stellt einen politischen Willkürakt dar. Er widerspricht vor allem dem Gleichheitsprinzip der Marktakteure. Dieses wird dadurch gewährleistet, dass der Zugang zu Geldschöpfungskontrakten nach formalen Kriterien in Bezug auf die haftenden Sicherheiten erfolgt, unabhängig davon, ob es sich um private oder öffentliche Schuldner handelt. Das Prinzip der Vermögenshaftung, das durch die Hinterlegung der Finanzkontrakte mit Sicherheiten realisiert wird, stellt die tragende stabilisierende Säule des Geld- und Finanzsystems dar.⁸ Von diesem Prinzip ist auch die Geldschöpfung seitens der Zentralbank nicht ausgeschlossen. Im Gegenteil, sie unterliegt noch strengeren Bedingungen, um zu verhindern, dass „Luftblasen“ zu gesetzlichen Noten werden.

Die Auswahl von zentralbankfähigen Sicherheiten ist von großer realökonomischer Bedeutung. Über diesen Transmissionskanal wird entschieden, wer in einem Währungsraum einen bevorrechtigten Zugang zu Finanzierungsverträgen genießt. Sind dies, salopp ausgedrückt, „Pleitegeier“ deren Aktiva durch politische Willkür privilegiert behandelt werden oder sind dies Investoren, die mit marktfähigen Sicherheiten haften? Nur im letzten Fall besteht Grund zur Annahme, dass das emittierte Geld in profitable Investitionen fließt, die einen gesamtwirtschaftlichen Ertrag versprechen. Schließlich muss der Investor einen Profit wenigstens in Höhe der anfallenden Zinsen erzielen, um die haftenden Sicherheiten nicht zu verlieren. Sicherheiten sowie Eigenkapitalhinterlegung sorgen auch dafür, dass potentielle Verluste individuell getragen werden. Die Eigentumsökonomik betont, dass die an sich eigentümliche Dynamik des westlichen Wirtschaftssystems durch verschuldete und zinsbelastete Investoren vorangetrieben wird, die auf Märkten um Zahlungsmittel konkurrieren müssen, um ihre belasteten Sicherheiten, die zugleich ihre Aktiva darstellen, von Schuldtiteln zu befreien. Werden Zinsen und Sicherheiten in Kreditverträgen abgeschafft, verschwindet auch die wirtschaftliche Dynamik.⁹

Es ist eine Täuschung, wenn angenommen wird, dass die bloße Wirtschafts- und Militärgröße oder der Bodenschatzreichtum entscheidend sind, um eine starke Währung zu etablieren. Die Geschichte des Sowjet-Rubels oder der Reichsmark im Dritten Reich liefern hierfür gute Beispiele. Trotz riesiger Herrschaftsgebiete, Militärstärke und Ressourcenreichtum genossen ihre Währungen auf dem Kapitalmarkt weniger Akzeptanz als die der kleinen Schweiz. Die Solidität der Währung steht und fällt mit der Qualität der Notenbankaktiva. Diese Lektion hätte man eigentlich aus der Finanzkrise 2008 ziehen müssen. Damals standen die seinerzeit mächtigsten Geschäftsbanken der Welt hilflos der Entwertung ihrer Aktiva gegenüber, nachdem sie über Jahre die von so genannten Ninas (No Income, No Assets) „abgesicherten“ Forderungen erworben hatten. Nur der massive Einsatz von Steuergeldern hat die Finanzwelt vor einem Kollaps bewahrt. Nun scheinen die

⁸ Die Eigentumsökonomik liefert auch eine unabdingbare Ergänzung für das Konzept des Ordoliberalismus bzw. der Sozialen Marktwirtschaft, für die das Prinzip der Haftung zentral ist, ohne dass es operationalisiert wird.

⁹ Vgl. G. Heinsohn, F. Decker: A Property Economics Explanation of the Global Financial Crisis, in: R. W. Kolb (Hg.): Lessons from the Financial Crisis. Causes, Consequences, and Our Economic Future, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey, 2010, S. 9-15.

Notenbanken, allen voran die Nationalbanken des EZB-Systems, die Grenzen der Haftungsregel testen zu wollen, mit der Gefahr, dass sie einmal erleben werden, wie ihre Aktiva und damit die emittierten Noten entwertet werden. Die unmittelbare Konsequenz wäre der Verlust der Währungskonvertibilität. Die weitreichenden Folgen liegen allerdings im Verlust der ökonomischen Steuerungskraft des Geldes.

Die Aktiva-Problematik wird in Bezug auf die Bundesbank durch Professor Sinn, Leiter des ifo-Instituts, München thematisiert.¹⁰ Er verweist darauf, dass die Bundesbank gegenüber den Südländern Target-Forderungen in Höhe von mehr als 700 Milliarden Euro aufgebaut hat, die angesichts gegenwärtiger Entwicklungen sicherlich abgeschrieben werden müssen. Er plädiert dafür, Target-Forderungen in gewissen Zeitabständen zu verrechnen, wie dies im Falle des Fed-Systems geschieht. Irritierend an der Argumentation von Professor Sinn ist allerdings ihre neoklassische Legitimation. So beklagt Sinn, dass inländische Ersparnisse zu Lasten inländischer Investitionen fehlgeleitet wurden und werden. Damit wird allerdings nicht der Kern der Target-Problematik erfasst. Die Ersparnis erfolgt im Zuge von Investitionen in Vermögenswerte sowohl im Inland als auch im Ausland. Entscheidend dabei ist nur die Frage, ob dies „echte“ Vermögenswerte sind oder mit „Nichts“ haftende Zahlungsverprechen. Die Qualität der Sicherheiten hinter den Target-Forderungen ist das Hauptproblem. Sie sind nämlich nicht mit marktfähigen Vermögenswerten besichert, sondern mit restriktionslosen Zahlungsverprechen der an die Grenze der Zahlungsfähigkeit gelangten Euro-Südländer.¹¹

Der Ausbau von Target-Forderungen bedeutet nicht nur eine Reduzierung der Aktiva-Qualität der Bundesbank. Er bedeutet auch eine Änderung der Investitionsstrategie der Bundesbank. Traditionell hat die Bundesbank durchschnittlich bis zu 50 Prozent ihrer Aktiva in Forderungen gegenüber dem Finanzsektor gehalten (siehe Tabelle 1).

Tabelle 1: Entwicklung der Bundesbankbilanz. Die Zahlen in Klammern beziehen sich auf den Prozentsatz der Bilanzsumme.

	Forderungen in Euro aus geldpolitischen Operationen an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	Target-Forderungen (Sonstige Forderungen)	Bilanzsumme
2001	123.049 Mio Euro (51%)	0 Mio Euro (0%)	239.997 Mio Euro
2011	55.797 Mio Euro (6,7%)	463.263 Mio Euro (55%)	837.643 Mio Euro

Quelle: Bundesbank, Geschäftsberichte 2001 und 2011.

¹⁰ Vgl. zahlreiche Artikel auf der Internetseite des ifo-Instituts, <http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/policy/Spezialthemen/Policy-Issues-Archive/Target.html>.

¹¹ Der Aufbau von Target-Forderungen bei der Bundesbank veranschaulicht auch die institutionelle Struktur des EZB-Systems. Die Target-Forderungen könnten gar nicht in der Bilanz der EZB aufgebaut werden, da diese Institution keine Zentralbank ist. In ihrer Konstruktion erinnert sie vielmehr an eine Zweckgesellschaft, die im Namen der Nationalbanken gewisse, von diesen definierte Risiken eingehen darf. Die Haftung hierfür sowie die regulären Refinanzierungsgeschäfte werden durch die Nationalbanken getragen. Folgerichtig entwickelt sich die Bundesbank als die stärkste Nationalbank im EZB-System zu einer Forderungs-Clearing-Bank des Euro-Systems (vergleichbar mit der Bank of New York im Fed-System), ohne dies bewusst zu reflektieren und vor allem ohne Einfluss auf die Qualität der akzeptierten Vermögenswerte zu haben. Vgl. dazu auch G. Heinsohn, O. Steiger: "Wie mächtig wird die Europäische Zentralbank?", in Wirtschaftsdienst, Bd. 78, Nr. 5 (Mai 1998), S. 277-283.

Diese waren mit Bundesanleihen, Pfandbriefen und Handelswechseln hinterlegt. Es war der Bundesbank wichtig, dass der Finanzsektor bei ihr verschuldet war, da sie ihn dadurch geldpolitisch durch den Zins- und Sicherheiten-Kanäle beeinflussen konnte. Mit dem Ausbau der Target-Forderungen und der Reduzierung der Forderungen gegenüber dem Finanzsektor wird die Bundesbank zulasten inländischer Marktakteure immer mehr mit den Euro-Südländern verankert. Folgerichtig muss sie sich verstärkt an den Bedürfnissen der bei ihr verschuldeten Staaten orientieren. Da die Target-Forderungen mit wertlosen Sicherheiten hinterlegt werden, wird die Bundesbank zugleich zur Gefangenen ihrer Schuldner. Die privilegierte Behandlung von Staatsanleihen entfernt sie immer mehr von der privat-rechtlich getragenen Realwirtschaft.

Mit dem Beschluss vom 6. September 2012 wird der Geburtsfehler der Währungsunion fortgesetzt. Er liegt nicht darin, dass Wirtschaftsgebiete mit unterschiedlicher Wettbewerbskraft eine gemeinsame Währungsunion bilden. Die Differenzen bei der Einführung der Reichsmark 1870 dürften nicht kleiner gewesen sein. Der Fehler liegt in der Tatsache, dass im Euro-Währungsraum ungleiche Bedingungen in Bezug auf den Zugang zu marktfähigen Sicherheiten herrschen und qualitativ unterschiedliche Sicherheiten für die Euro-Emission akzeptiert werden. Man hat verpasst, Sorge dafür zu tragen, dass jedes Euro-Land über genügend marktfähige Sicherheiten im öffentlichen und privat-rechtlichen Bereich verfügt. Der Zugang zu Sicherheiten wird nicht durch die Wirtschaftskraft bestimmt. Es ist eine Frage der rechtsstaatlichen Institutionen.

Die Geldschwemme seitens der EZB kann den Mangel an Sicherheiten nicht beheben. Sie kann auch die Realwirtschaft nicht erreichen, da Unternehmen, um an Geld zu gelangen, (immer noch) Sicherheiten brauchen. Davon zeugt auch die gegenwärtige Entwicklung der Geldmenge. Trotz aufgeblähter Notenbanken- und Geschäftsbankenbilanzen verzeichnet das Geldmengenaggregat M3, das die Kreditvergabe an die Wirtschaft widerspiegelt, kaum Zuwächse.¹² Bis dato profitieren von den gelockerten Geldemissionspraxen nur Geschäftsbanken, die dank Zentralbanken risiko- und restriktionslos bei der Refinanzierung der Staatsschulden verdienen. Die Geschäftsbanken sind daher auch die größten Befürworter der gelockerten Geldpolitik und verweisen darauf, dass dies zur Ankurbelung der Realwirtschaft notwendig sei und hiervon zurzeit keine Inflationsgefahren ausgehen. Dabei übersehen sie, dass durchaus eine Inflation vonstattengeht, die eine besondere Gefahr sowohl für die Finanzwelt als auch für die Realwirtschaft darstellt. Die aufgeblähten, mit bloßen Zahlungsverprechen hinterlegten Aktiva der Geschäfts- und Notenbanken drohen, das Eigenkapital und die Vermögenswerte der Unternehmen und der Haushalte zu zersetzen. Die Finanzeinlagen des Publikums stellen letztendlich Forderungen gegenüber dem Finanzsektor dar, die so gut sind, wie die sie absichernden Vermögenswerte.

Es stellt sich nun die bekannte Frage: Was tun? Deutschland steht hier als der beste Gläubiger in dem Währungsraum unter besonderem Druck. Bis dato hat die deutsche Regierung Lösungsvorschläge wie Eurobonds oder Bankenunion zurückgewiesen bzw. skeptisch verfolgt; zu Recht. Die Lösung muss in der Stärkung des Haftungspotentials aller Euro-Wirtschaftsräume liegen und nicht in seiner Verwässerung. Hierfür könnte Deutschland basierend auf eigenen Erfahrungen einen zielführenden Lösungsvorschlag unterbreiten. Anstatt sich auf unhaltbare Sparprogramme oder Sonderzonen für ausländische Investoren zu

¹² http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Statistiken/Euroraum_Aggregate/Geldmengenaggregat/i406.pdf?__blob=publicationFile, abgerufen 6. November 2012.

fokussieren, könnte sich Deutschland für die Erhöhung des Haftungspotentials der EU-Bürger einsetzen. Hierfür braucht man gute privatrechtliche Wertpapiere, die die Kreditkontrakte der Bürger absichern und damit ihr Investitionspotential schaffen könnten. Das einfachste und altgediente Mittel hierfür wäre der Handelswechsel; ein Instrument mit dem das deutsche „Wirtschaftswunder“ und die Prosperitätsjahre danach finanziert wurden. Die entwicklungsökonomische Schlüsselrolle des Handelswechsels ist übrigens nicht nur auf Deutschland beschränkt. Wie der englische Ökonomie-Publizist, Walter Bagehot, betonte, hat dieses Instrument auch dem britischen Wirtschaftswunder des 19. Jahrhunderts zugrunde gelegen. Seine Stärke liege in seinem demokratischen Charakter. Er sei ein Finanzierungsinstrument von „the dirty crowd of little men“.¹³ Der Handelswechsel ist leicht zugänglich, kostengünstig und vermögenssichernd, eine funktionsfähige Legislative vorausgesetzt. Der letzte Punkt ist besonders kritisch. Die Finanzierung mit Handelswechseln bezieht sich zwar auf realwirtschaftliche Prozesse, seine Funktionsweise wird durch Absicherung mit Vermögenswerten der Unterzeichner gewährleistet. Von besonderer Bedeutung ist hier eine kurzfristige und problemlose Vollstreckbarkeit unabhängig von der Person.

Es ist schwer nachvollziehbar, warum der Handelswechsel, der als Stütze der kleinen und mittelständischen Unternehmen in Deutschland galt und bei der Bundesbank refinanzierbar war, mit der Einführung des Euro aus den Refinanzierungsgeschäften verdrängt wurde. Die Verbreitung von Handelswechseln im Euro-Raum würde nicht nur auf das Problem der fehlenden Sicherheiten in der Realwirtschaft antworten, es würde auch helfen, nicht zuletzt in den postkommunistischen Ländern, Unternehmen aufzubauen, die endogen Investitionsprozesse initiieren könnten. Dies wäre ein großer Beitrag zum Aufbau eines Europas, in dem Bürger unter vergleichbaren Konditionen den Zugang zu Geldschöpfungskontrakten genießen und ihre Rechte als Wirtschaftssubjekte wahrnehmen könnten.

Und was tun mit den verschuldeten Euro-Staaten? Es bleibt offensichtlich nichts anderes übrig, als den Staaten mit Steuergeldern zu helfen, ihre Haushalte in den Griff zu bekommen, bevor der Wert der Euro-Währung vernichtet wird. Denn in einer Währungsunion herrschen Haftungsprinzipien vergleichbar denen in einer Personengesellschaft. Darum ist es illusorisch anzunehmen, dass man für Schuldscheine, die den Firmennamen – in diesem Falle Euro – tragen, und von anderen Gesellschaftern – in diesem Falle Notenbanken der Euro-Länder – emittiert wurden, nicht haftet. In dieser Lage ist es opportuner, den in Schwierigkeiten geratenen Ländern intern und gezielt zu helfen, anstatt ihnen zu erlauben, nicht gedeckte Schuldscheine im Namen aller zu emittieren. Sie dürfen zu Emissionsgeschäften erst zugelassen werden, wenn sie Sicherheiten vorlegen, die den Qualitätsanforderungen entsprechen. Darüber soll der Markt und nicht der politische Wille entscheiden.

¹³ Vgl. W. Bagehot: Lombard Street. A Description of the Money Market, John Wiley & Sons, Inc. New York etc., (1873), 1999, S. 9.