

Der TARGET Mechanismus: Wird er eine Krise in Phase III verbreiten oder unterdrücken?

Peter M. Garber*

Brown University

Deutsche Bank, 1 Great Winchester St. London EC2 N2DB

(Dr. Siegfried von Hohenhau: Übersetzung 02/2012 samt Anmerkungen**)

Übersicht

Skeptiker haben schon lange geglaubt, dass der EMU (*European Market Union*) in Phase III eine schwere Zeit bevorsteht, wenn die „vererbten“ Währungen noch immer im Umlauf sind. Die Beantwortung der Streitfrage, ob die EMU zusammenbrechen könnte, hängt davon ab, ob ein Land sich aus dem Vertrag herauswinden kann. Ich werde kurz einige juristische Fragen in Verbindung mit der Auflösung der Union behandeln und mein Augenmerk im Besonderen auf die damit verbundenen Kosten richten. Dies Papier wird sich hauptsächlich mit dem technischen Mechanismus befassen, durch welchen eine Krise im Finanzsystem der Union verbreitet würde - sollte denn eine Krise ausbrechen. Die Krise könnte sich als direkte Bankenkrise verwirklichen und nicht als Angriff gegen den Bestand der EMU als solche. Sie könnte den fehlenden Glauben an die Beständigkeit der Union widerspiegeln; auch wenn dieser Glaube irrig wäre, ist es sinnvoll zu untersuchen, wie Gelder über die Grenzen fließen werden und wie das System verteidigt werden kann.. Schließlich besteht die Möglichkeit einer Krise die den Zusammenbruch der Union selbst zur Folge hat. Ich verwende auch Teile früherer Arbeiten über die Ausbreitung der Krise in Phase III und untersuche die Faktoren von Zeit und Dynamik eines Angriffs

1 *Einleitung*

Ökonomen, besonders in den Vereinigten Staaten, haben oft ihre Zweifel über die Wahrscheinlichkeit des Zustandekommens der Europäischen Währungsunion geäußert. Vielleicht rührt diese Skepsis aus der bemerkenswerten „eins-zu-eins“ Beziehung zwischen den einzelnen souveränen Staaten und der Anzahl der separaten Währungen (unter Berücksichtigung restlicher kolonialer Sonderregelungen [z.B. *CFA Franc*, *Westafrika*]).

*Korrespondenz an: Professor Peter M. Gaber, Deutsche Bank, 1 Great Winchester St., London EC2 N2DB

** Das englische Original der hier vorliegenden deutschen Übersetzung des Papiers von Prof. Peter Garber stammt aus dem Jahr 1998. Eine deutsche Veröffentlichung bzw. Übersetzung ist bislang nicht ersichtlich. Die Übersetzung erfolgte im Dezember/Januar 2011 Hinweise zur Verbesserung bzw. Korrektur der Übersetzung sind erwünscht. Die in den Klammern kursiv gesetzten Anmerkungen stammen von den Übersetzern, ebenso die Hervorhebungen durch Unterstreichen oder Fettdruck und die mit * gekennzeichnete Anmerkungen.

Nun, da die EMU im Entstehen ist, gibt es auch Skepsis darüber, ob sie bestehen bleiben wird.¹ Insbesondere: Werden die 11 Staaten der EMU den Verhaltensregeln folgen, die für den Erfolg der Union erforderlich erscheinen? Und wenn sie darin scheitern, wird die Währungsunion aufgrund fortwährender, übereinstimmender Bemühungen überleben?

Von Skeptikern wurde schon lange geglaubt, dass die EMU in Phase III schweren Zeiten entgegenblickt, wenn die „ererbten“ Währungen immer noch im Umlauf sind. Das Verschwinden der nationalen Papier-Währungen im Jahr 2002 wird eine Auflösung technisch schwieriger machen; aber ein Auseinanderbrechen könnte sich immer noch entwickeln; so besteht im Prinzip nur ein geringer Unterschied in der Dynamik eines Zusammenbruchs in Phase III oder der Zeit danach, sollte es dazu überhaupt kommen.²

Europäische Ökonomen sind zuversichtlicher, obwohl sie einige Bedenken darüber äußern, ob der Stabilitätspakt oder die Unabhängigkeit der ECB (*European Central Bank*) bewahrt werden können. Besonders nach dem EU-Gipfel am 22. Oktober 1998 in Wien, auf welchem finanzpolitische Anreize und eine Runde von Zinssatzsenkungen gefordert wurden, hat die politische Führung Spannungen zwischen der ECB und den nun mehr keynesianischen, sozialistischen Regierungen der wichtigen „In“ Staaten signalisiert. Europäische Politiker beharren hartnäckig auf ihrem Glauben, dass die EMU nicht zerfallen kann. Sie beziehen sich auf die „unwiderrufliche“ Fixierung der Wechselkurse in Phase III, die „Unumkehrbarkeit“ der EMU und das Verschwinden selbstständiger Währungen nach 2002.³ Die Frage, ob die EMU zusammenbrechen könnte, hängt davon ab, ob sich ein Land aus dem Vertrag herauswinden kann, entweder auf einem im Vertrag vorbestimmten Weg oder durch einen Vorwand, der den Vertrag einfach auflöst. Gerade wenn ein Staat über die geldpolitischen Ergebnisse frustriert wäre, muss man Umstände in Betracht ziehen, unter denen er sich möglicherweise aus dem Vertrag zurückziehen würde.

Ist man für Analysen aufgeschlossener, dann gilt: Selbst wenn ein Staat die Union verlassen möchte, könnte dies sehr teuer werden und Unsicherheiten hervorrufen, was ihn vom Austreten abschrecken könnte. Natürlich, dies ist kein Argument dafür, dass ein Land nie austreten wird. Tatsächlich ist es aber geradezu eine Einladung zur Kosten-Nutzen-Abwägung, die sich aus einem spekulativen Angriff nach einem Modell der zweiten Generation ergibt.

¹ Zum Beispiel ist Feldstein (1997) in seiner Argumentation sogar so weit gegangen, der Kollaps der Union könne zu einem Krieg führen. In seinem jüngsten Überblick der Bedingungen der Unionsländer hat Obstfeld (1998) die Gefahr aufgezeigt, dass sie kollabieren könnte, obwohl er dies nur als mögliches Ergebnis behandelt.

² Währungsunionen mit derselben zirkulierenden Währung in allen Regionen, sind in der Vergangenheit zerbrochen, wenn sie sich in verschiedene, unabhängige Staaten geteilt haben, z.B. das Kaiserreich Österreich-Ungarn 1919 oder die Teilung Ost- und Westdeutschlands 1948, obwohl, Feldstein beiseitelassend, die In-Staaten der EMU heute weniger Feindlichkeit an den Tag legen als früher. Wenn eine einzelne Papierwährung zirkuliert, liegt das weitere technische Problem in der schnellen Schaffung einer gesonderten Geldversorgung und dem Fernhalten von Fremdwährungen während des Umtausches. Dies wird erreicht durch Grenzschließung (Berlin Blockade) und schnellen Druck der lokalen Papierwährung. Es ist ganz offensichtlich: Wenn es nur eine einzige Papierwährung gibt, sind diese Schritte den Kosten einer Auflösung hinzuzurechnen.

³ Nun ist es ein Standardargument, der Kollaps der EMU sei eine lächerliche Vorstellung, denn die Währungen seien jetzt gesetzlich nur noch „unterschiedliche Bezeichnungen ein und desselben Währungsstandards“. Es macht viel mehr Sinn die Auflösung eines *solchen* Systems in Betracht zu ziehen, als die Auflösung des Dollar in 10-\$-Schein-Zonen und 5-\$-Schein-Zonen, etc. Dies nur rein rhetorisch, denn eine Untersuchung macht auf jeden Fall Sinn, schreit geradezu nach juristischer Interpretation des Vertrages, doch nicht einer, die zugesteht, dass der Vertrag aus *vorherrschend* politischen oder ökonomischen Gründen auseinanderbrechen könnte.

Dieses Papier wird keine Stellung dazu nehmen, ob die Union in Phase III oder später zusammenbrechen wird oder nicht. Es wird sich einfach mit dem technischen Mechanismus befassen, der die Krise im Finanzsystem der Union verbreiten wird, sofern es überhaupt zur Krise kommt. Die Krise könnte sich als einfache Bankenkrise entwickeln und in keiner Weise den Bestand der EMU angreifen. Sie mag den Zweifel am Bestand der Union widerspiegeln; selbst wenn dieser Glaube fehlerhaft ist, ist es sinnvoll den grenzüberschreitenden Geldfluss zu untersuchen und wie das System geschützt werden wird. Und schließlich könnte es eine Krise geben, die den Zusammenbruch der Union selbst vorbereitet.

Zuerst werde ich eine Kontroverse aus dem Herbst 1997 betrachten, in der Eltis und andere argumentierten, die Union könne zusammenbrechen. Und dies nicht deshalb, weil ich etwa glaube, die Kontroverse konzentriere sich besonders gut auf das Thema. Tatsächlich denke ich sogar, dass den Argumenten beider Seiten die Basis fehlt. Sie öffnet jedoch eine Tür zum sorgfältigeren Studium über die technischen Mechanismen der Operationen der Union und wie diese angegriffen werden können.

Danach beschäftige ich mich kurz mit juristischen Fragen betreffend die Auflösung der Union und richte mein Augenmerk besonders auf einige Kosten, die dabei auftreten würden.

Schließlich füge ich Teile meiner früheren Arbeiten über eine Ausbreitung der Krise in Phase III bei und untersuche anschließend die Faktoren von Timing und Dynamik eines Angriffs. Sollte ein solcher stattfinden, wird sich die Krise durch TARGET selbst im Europäischen Zentralbanksystem (ESCB=*European System of Central Banks*) verbreiten. TARGET und die umgebenden Buchungsverfahren sind die Mittel, durch welche sich die Nationalen Zentral Banken (NCBs) gegenseitig Kredite erteilen, sollte es zu Zahlungungleichgewichten zwischen den Staaten kommen. Es könnte sein, dass die einzelnen Staaten ihren NBCs - entsprechend den Verpflichtungen des Maastricht-Vertrages - immer erlauben werden, sich gegenseitig beliebig viel Kredit zu gewähren. In diesem Falle wird es keinen Kollaps des Systems geben. Andererseits könnten sie die Bewilligung fortlaufenden Kredits verweigern - vor allem dann, wenn sie schon die Zahlungseinstellung erwägen - und das wird die Parameter für den dynamischen Kollaps setzen.

Es gibt nun eine Standardliste von Gründen warum Meinungsverschiedenheiten und Verstimmungen in Bezug auf das ESCB auftreten könnten.

Erstens, es könnte ein Konflikt über die von der EZB festgesetzte Geldpolitik selbst geben – sei diese nun zu streng oder zu locker. Eine übermäßige Inflation könnte eine Gruppe von Ländern, die weniger Inflation wollen, hinaustreiben, vorausgesetzt, die Kosten der hohen Inflation übersteigen die des Ausstiegs aus der Währungsunion. Diese Spannung könnte durch asynchrone Wirtschaftszyklen in den verschiedenen Regionen Europas auftreten - der gewöhnliche Grund warum Währungsregionen auseinanderfallen. Alternativ könnte sie gerade aus unterschiedlichen Auffassungen gegenüber dem Niveau der Inflation herrühren.

Zweitens, ein oder mehrere Länder könnten auf Basis übermäßig lockerer Fiskalpolitik operieren um dadurch Ressourcen von einer Region der Union in eine andere zu kanalisieren. Dies wäre ein Problem im Hinblick auf „Moral Hazard“ Fragen: andere Mitglieder der Union könnten gezwungen sein Hilfe zu leisten oder Druck auf die ECB auszuüben, damit diese ihre Geldpolitik lockert um damit den Ausfall der Schulden eines Mitgliedstaates zu verhindern.⁴

⁴ Alternativ könnte es sein, dass sich der Marktpreis der Schulden eines Mitgliedstaates nicht im Kreditrisiko widerspiegelt, weil die Schulden möglicherweise bei ESCB abgeladen wurden - als Sicherheiten für Tages- und Übernachtskredite mit zu niedrigem Risikoabschlag.

Und tatsächlich war es so, dass die Kohlregierung als Vorbedingung für ihre Einbindung in die Union ihren Partnern den Stabilitätspakt aufgezwungen hat.⁵

Drittens, weil die Bankenaufsicht in der Hand nationaler Zuständigkeiten bleibt, kann sie benutzt werden um die strikte Geldpolitik der ECB zu umgehen, etwa durch simple Einführung einer laxen Bankaufsichtspolitik.

Dies würde die Geldbasis (*monetary base*) in die Hände eines Landes treiben, das strenge Währungspolitik zu vermeiden versucht. Zum Beispiel: in der Einheitswährungsunion der Vereinigten Staaten wurden vor kurzem die lockeren Bankenregelungssysteme einzelner Staaten dafür benutzt, um Kredite von einer Region im Land zu einer anderen zu kanalisieren. Natürlich wurde dies Ziel im Rahmen des (US-)nationalen (*Banken-*)Einlagensicherungsplans erreicht, während in der EMU die Einlagensicherungen weiterhin durch die (*einzelnen*) nationalen Behörden finanziert würden (*etwa: BRD-Einlagensicherung bei Bankeninsolvenz: € 100.000*). Deshalb müssten (*in der EMU*) die (*jeweiligen*) nationalen Steuerzahler die Endkosten tragen. Nichtsdestoweniger haben die nationalen Behörden damit ein gutes Mittel in der Hand, um antizyklische Politik umzusetzen, ohne dass gleichzeitig übermäßige Defizite auflaufen.

Viertens könnte es eine einfache Bankenkrise in einem Land mit laxer Bankenaufsicht geben, während die ESCB immer weiter Liquidität bereitstellt um die Banken am Laufen zu halten. Sollte der Staat die Kapitalbereitstellung an solche Banken bremsen, kann sie die Verluste komplett bei dem ESCB für unbestimmte Zeit anschreiben lassen. Dies letzte Szenarium muss nicht immanent sein.

Momentan gelten die europäischen Bankensysteme als kerngesund. Jedoch wird die Währungsunion den Wettbewerb zwischen den lokalen oligopolistischen Bankensystemen in

⁵ Der Stabilitätspakt konkretisierte die Anforderungen des Maastricht-Vertrages (Artikel 104c) zur Vermeidung übermäßiger Schulden der Mitgliedstaaten. Weitverbreitete Skepsis über die Durchsetzbarkeit des Stabilitätspaktes existierte schon vor dem jüngsten Wechsel der deutschen Regierung, siehe z.B. Salomon Brothers (1997).

Unter dem Stabilitätspakt muss jedes EMU-Mitglied jährliche eine Erläuterung des Budgetplans und der mittelfristigen Finanzziele vorlegen. Sofern das Finanzdefizit mehr als 3 Prozent des Bruttoinlandsproduktes überschreitet, dürfen Sanktionen verhängt werden. Das beinhaltet eine zinsfreie Hinterlegung von bis zu 0.5 Prozent des BIP, die schließlich in eine endgültige Strafe umgewandelt werden kann, sofern das übermäßige Defizit nicht binnen zwei Jahren berichtigt wird. Jedoch, da gibt es Fluchtklauseln: Befindet sich das Land in einer schweren Abschwungphase, könnte es freigestellt werden. Ein 2 %-iger Verlust des BIP wird automatisch als schwerwiegend eingestuft; anderenfalls haben die Mitglieder des Paktes das Ermessen, zu beurteilen, was „schwerwiegend“ ist. Des Weiteren könnte ein übermäßiges Defizit entschuldigt sein, wenn ECOFIN entscheidet, dass „eine temporäre Ausnahme“ vorliegt. „Eine Ausnahme“ wäre ein Vorfall ungewöhnlicher Umstände außerhalb der Kontrolle des Mitgliedstaates, z.B. eine weltweite Krise. Jedoch können Sanktionen nur verhängt werden, nachdem der Europäische Rat entschieden hat, dass ein exzessives Defizit vorhanden ist und seine Empfehlungen nicht befolgt worden sind. Eine Entscheidung über eine Regelverletzung erfolgt ex post; so kann ein Staat ein korrektes Budget vorlegen, aber erst nachdem Folgen sichtbar werden, können Maßnahmen ergriffen werden. So kann es über mehrere Jahre Verfehlungen geben, bevor Sanktionen verhängt werden. Auch werden die wichtigen Länder in jedem Fall in ECOFIN einen großen Block eigener Stimmen haben, die darüber entscheiden, ob ein ungewöhnliches Defizit vorliegt. Ein großer Staat mit einem Defizit müsste daher nur eine Allianz mit einem oder zwei kleinen Staaten zusammenbringen um ein unliebsames Votum zu seinen Lasten zu verhindern.

Zahnlos wie er ist, ist es eher unwahrscheinlich, dass der Stabilitätspakt im jetzigen Umfeld durchgesetzt wird. Sollte es eine konzertierte Aktion zur Lockerung der Geldpolitik geben, werden die (*strengen*) Stabilitätsregelungen des Vertrages an der (*abweichenden*) Mehrheit der Ratsmitglieder scheitern. Die einzige Kraft, die auf einen durchsetzbaren (*strengen*) Stabilitätspakt gedrängt hat, die konservative deutsche Regierung, wurde nun durch eine rot-grüne Koalition ersetzt, welche die anderen Regierungen im Wege des Leap-Frogging (*hier etwa: schnelles Hüpfen zu neuen Ideen*) dazu brachte, eine rücksichtslose keynesianische Geldpolitik zu betreiben. Der Ruf nach steuerlichen Anreizen auf dem Wiener Gipfel, auch der der neuen deutschen Regierung, macht klar, dass der Stabilitätspakt ein leeres Stück Papier ist.

den Mitgliedsstaaten verändern.⁶ Deshalb steht ein recht rapides Gesundshrumpfen kurz bevor; manche Banken, um des Überlebens Willen wachsend, werden anfangen ihre Wetteinsätze in üblicher Manier zu verdoppeln. Bei Abwesenheit strikter Kontrolle wird dies in manchen Staaten zu Bankproblemen führen.

All diese Schwierigkeiten *zusammen* mögen vielleicht unzureichend sein, um ein einzelnes Land aus der Union hinauszudrängen oder aber *jede Einzelne* mag dazu ausreichen. Wenn die Öffentlichkeit glaubt, es bestünde die Möglichkeit, dass eine nationale Regierung die Union verlassen will, werden wir das Ausbrechen einer Krise im System erleben. Die Frage ist, wie das System damit umgehen wird. Wenn der Glaube eine objektive Grundlage hat, werden wir schließlich beobachten wie das System auf die gleiche Weise kollabiert, wie bei den zahlreichen Angriffen auf festgelegte Wechselkurse. Wenn (*hingegen*) der Glaube keine objektive Grundlage hat, werden wir eine Krise in einzelnen nationalen *Finanzsektoren* einer einzelnen Währungszone sehen, wo sich aber die Frage über die fortdauernde Beibehaltung *der Währung* durch die Regionen nicht stellt.

Dieses Papier wird nur einen eng begrenzten Aspekt des Auseinanderbrechens (*breakup*) betrachten: den zusätzlichen Impetus (*Anschub*) durch die Operationen des Zahlungssystems (*Target-2*).

2 Die Eltis Kontroverse

Eine Kontroverse über die Überlebensfähigkeit der EMU in Phase III, brach im September 1997 mit der Verbreitung des Papiers von Eltis (1997) aus. Eltis argumentierte, dass die Währungsunion aufgrund besonderer institutioneller Regelungen für Stadium III unter großen Druck geraten und möglicherweise in Stadium III zusammenbrechen könnte.

Das Papier an sich war eine Polemik, die die Überlebensfähigkeit des Euro angreift, und eine wiederholende Analyse, die detaillierter anderswo erfolgte.⁷ Das grundlegende Argument (*von Eltis*) ist, dass es unausweichlich zu Spannungen kommen werde, Spannungen der Sorte, wie sie in allen Währungsregionen auftauchen, wenn sich die einzelnen Regionen in unterschiedlichen Wirtschaftszyklen befinden. Des Weiteren könnten manche Regionen gegenüber scharfen Zinsschwankungen - welche unternommen werden um die Preisstabilität zu erhalten - empfindlicher sein als andere. Dies alles war natürlich gut bekannt.

Zusätzlich zeigte Eltis auf, dass die Währungsunion so organisiert war, dass grenzüberschreitende Zahlungsungleichgewichte durch die nationalen Zentral Banken (*NCBs*) finanziert würden. Die Union könnte dann zusammenbrechen, wenn eine Zentralbank zur Feststellung käme, dass ihre Position als übermäßig wachsender Kreditgeber intolerabel sei. Die kreditgebende Bank könnte den Anforderungen der Europäischen Zentral Bank nicht nachkommen, kontinuierlich Kredite und Geld bereitzustellen, um die Cross-Border (*Auslands-*)Nachfrage zu decken.⁸ Eltis argumentiert, dass nach den Regeln des Spieles in Phase III im Extremfall die gesamte Bilanz des Finanzsystems eines schwachen Landes durch die Währung eines anderen Landes redenominiert (*umgestellt*) werden könnte, vorausgesetzt,

⁶ Banken tendieren dazu ihre Ungleichgewichte in einer gegebenen Währung mit der Hilfe des lokalen Interbankenmarktes zu finanzieren. Die Einheitswährung wird den Vorteil einiger Banken auslöschen, der sich durch die Bereitstellung lokaler Interbanken-Liquidität ergibt, weil sie dort einen Vorteil im lokalen Depositengeschäft (*Einlagengeschäft*) haben. Geschäfte aus dem Devisenhandel werden reduziert, das Geschäft mit fremden Währungen wird enden. In der Tat: Die erklärten finanziellen Vorteile und Kostenersparnisse der EMU resultieren hauptsächlich aus der Reduzierung der Nachfrage nach Bankdienstleistungen. Siehe Prati und Schinasi (1998).

⁷ Siehe, e.g. Garber (1997 a, b)

⁸ Eltis sah das Problem in den speziellen Anforderungen bei einer Währungsumstellung und der Unmöglichkeit starke Zentralbanken zu zwingen mehr Geld zu drucken; dabei ignorierte er das drängendere Problem der Großhandels-Zahlungstransfers.

die ererbten (*bisherigen/alten*) Währungen würden - als potentielle Abrechnungseinheit bis zum Ende von Phase III - weiterhin als Papiergeld existieren. Um den Bedarf zu decken, könnte die ECB z.B. die Bundesbank beauftragen unbeschränkte DM-Mengen zu drucken. Durch etwas Rückendeckung der deutschen Gerichte könnte die Bundesbank dies ablehnen.

In Folge könnten ein oder mehrere Länder aus der Währungsunion aussteigen und diese Möglichkeit könnte eine Welle von Spekulationen gegen die Währung auslösen.

Diese denkbaren Folgen waren auch ganz genau bekannt - das ESCB und sein verbundenes TARGET Zahlungssystem, wurden tatsächlich speziell entworfen um unbegrenzten Kredit (*aber nur gegen werthaltige Sicherheiten!*) zwischen den NCBs bereitzustellen. Diese Absicht wurde in einer Kolumne von Samuel Britain dargelegt und führte zu einem heftigen Sturm der Kritik in den Briefkolumnen der *Financial Times*. Vor allem Richard Portes konterte mit dem Argument, ein erfolgreicher Ansturm auf die Währung eines In-Landes in Phase III käme nicht in Frage: Nach Beginn von Phase III gäbe es nicht länger ein Regime von festen Wechselkursen sondern nur noch eine einzelne Währung, während die nationalen Währungen nur mehr aus technischen Gründen fortbestehen würden. Die Prüfung eines Zusammenbruchs in einer Krise sei irrelevant. Er argumentierte richtigerweise, sofern die Bundesbank gewillt sei (*unbegrenzt*) DM bereitzustellen, könne das System nicht zusammenbrechen. Portes argumentiert auch, dass Eltis' Grundannahme inkorrekt sei: gäbe es einen Ansturm auf eine schwache Währung, würden die Forderungen der kreditgebenden NCB in Euro umgestellt und es gäbe eine klare Wechselkursgarantie der Regierungen, die den Maastricht-Vertrag unterzeichnet haben. Diese Garantie nicht anzuerkennen, würde das Abkommen unter hohen politischen und juristischen Kosten außer Kraft setzen; und in jedem Fall sei dies alleine keine Option für eine Zentralbank.

Dieser letzte Punkt ist richtig: Eine Zentralbank ist eine Finanzinstitution, die in einem rechtlichen Umfeld mit spezifischen Beschränkungen operiert, die durch den Staat, der ihre Satzung festgelegt hat, gesetzt wurden. Es ist ganz klar: Eine Zentralbank kann nicht von den Regeln, die durch den Staat festgesetzt sind, abweichen und nach eigener Jurisdiktion (*Zuständigkeit*) illegal handeln. Portes argumentiert deshalb, jeglicher Vergleich mit dem Kollaps des ERM (*Exchange Rate Mechanism*) im Jahre 1992 sei deplatziert.

Portes' Kritik verfolgte diese Linie, weil Eltis den besonderen Fehler machte zu behaupten, die kreditgebende NCB würde eher aus dem Abkommen ausbrechen als der Staat, und er (*Portes*) sich einfach auf diesen Fehler warf. Grundsätzlich: Indem Portes die Sache als nebensächlich abtut, geht er an der eigentlichen Sache vorbei: Vorausgesetzt, der Zusammenbruch der EMU sei undenkbar, dann folgt daraus, dass die Analyse technischer Kleinigkeiten im Umfeld eines gedachten Zusammenbruchs der Währungsunion Nonsens ist. Natürlich werden die nationalen Zentralbanken (NCBs) anbieten, die offizielle Landeswährung zu offiziellen Wechselkursen gegen Banknoten anderer Mitgliedstaaten zu tauschen. Wenn man den streng legalen Weg verfolgt, anzunehmen, dass dies so bleiben wird, dann kann man daraus schließen, dass die Analyse der Dynamiken eines Zusammenbruchs deplatziert ist. In der Tat, dies ist die Erklärung der heftigen Attacken gegen Eltis' Diskussion über einen Zusammenbruch.

Ich präsentiere diese Kontroverse nicht, weil sie das Problem, das sie berührt, besonders gut ausleuchtet. Tatsächlich enthält sie wenig Neues. Vielmehr: Ich beziehe sie deshalb ein, weil sie mehrere Aspekte berührt, die ich in späterer Analyse der technischen Mechanismen einer Krise in Phase III behandeln werde. (1) Wie wird sich die Krise durch das System in einem Land ausbreiten? (2) Was für eine Rolle werden schwache Finanzinstitute in einer Krise spielen müssen? (3) Wird ein Ansturm auf eine schwache Währung die Form des „Gelddrucks“ der starken Währung durch ihre NCB annehmen oder einfach die Form des Cross-Border-Euro-Kredits? (4) Ist die Möglichkeit einer Krise auf Phase III beschränkt, oder kann sie auch auftreten nachdem die nationalen Währungen verschwunden sind und der Euro das einzig Zahlungsmittel wird? (5) Entspricht eine Krise der EMU in Phase III einer

Währungskrise der ERM? (6) Steht mehr als leere Rhetorik hinter der Aussage, dass es nach dem 1^{ten} Januar 1999 nur noch eine Währung mit bloß unterschiedlicher nationaler Denomination geben wird.

Die Antworten können in zwei Richtungen schwingen. Wenn es für die Währungsunion unmöglich ist zu zerbrechen - wenn also die Einrichtungen arbeiten wie geplant - dann wird in Phase III keine Krise wie die der ERM 1992-93 auftreten, bei der die institutionellen Einrichtungen nicht wie versprochen arbeiteten. Falls es aber einem Land möglich ist aus der EMU auszutreten, dann entspricht dies genau der Währungskrise der ERM und exakt jeder Krise in der ein spekulativer Angriff auf die festen Wechselkurse stattfindet. Die Währungen können dann divergieren (*voneinander abweichen*) und bleibt nur festzustellen wer schuldet wem und was hinsichtlich der offenen finanziellen Verpflichtungen.

3 Die Gesetzmäßigkeit des Ausstiegs

Die Diskussion über die Gesetzmäßigkeit eines Ausstiegs aus einem Vertrag zwischen souveränen Staaten mag etwas zu feine Haarspalterei sein – ein souveräner Staat wird immer einen Grund zur Erfüllungsverweigerung eines Vertrages finden, selbst wenn der Ausstieg explizit (*ausdrücklich*) ausgeschlossen oder nicht vorgesehen ist.

Der naheliegende Grund an einem Vertrag festzuhalten oder diesen zu brechen, hängt von einer Vorteilsbetrachtung ab und die Bereitschaft zur Kostenumgehung des Vertrages ist nur ein zu beachtender Kostenpunkt, aber nicht letzter, vorbereitender Auslöser des Zusammenbruchs. Ein Grund, warum Analysten meinen, dass ein Ausstieg gar nicht in Frage kommt ist, dass sie die Vorteile eines Verbleibs in der EMU als weit größer ansehen als deren Kosten und selbst, wenn das nicht so sei, die fixen Kosten des Ausstiegs seien (*jedenfalls*) groß. Es stimmt: Es hat keinen Ausstieg aus der bestehenden Wirtschaftsunion gegeben (*Stand 1998*), die Beziehungen sind vielmehr fortlaufend enger geworden. Aus dem dauernden Wunsch der Mitglieder heraus, die Umkehr des Prozesses zu verhindern, wurden immer alle Risse gekittet.

Außerdem wurden, wie unvollkommen auch immer, wegen der Eingangskriterien der Währungsunion im Hinblick auf strenge Haushaltsregeln und hohe Arbeitslosigkeit, bereits große Investitionen getätigt. Es ist nicht wahrscheinlich, dass die Länder mit potentiell schwachen Währungen diese Vorteile durch Austritt leichtfertig aufgeben werden.⁹ Der Maastricht-Vertrag sagt, die zum Start der Phase III fixierten Wechselkurse sind „unwiderruflich“ (Protokoll Nr. 3) und der Weg der Gemeinschaft zu Phase III ist „unumkehrbar“ (Protokoll Nr. 10).¹⁰ Diese Worte werden in speziellen Zusammenhängen verwendet, die man gebraucht oder nicht gebraucht um den Austritt auszuschließen.

Was diese Worte bei einem Auseinanderfallen in neue Währungen, z.B. eine neue DM, bedeuten würden, ist nicht klar. Ferner: in seinem 1993er Maastricht-Urteil hat das Deutsche Verfassungsgericht festgestellt, dass Deutschland dann austreten kann, wenn die Währungsunion die grundlegenden Stabilitätskriterien des Vertrages nicht eingehalten hat.

In der Tat, der Vertrag selbst legt nicht die Bedingungen eines Austritts oder eines Ausschlusses (*eines Mitglieds*) fest; insbesondere sind keine Strafen für einen Austritt

⁹ Nun scheint es, sie wollen die Früchte dieser Investitionen ernten – die in jedem Fall durch konservativere Regierungen als die heutigen getätigt wurden.

¹⁰ Dies bedeutet nicht, dass die EMU selbst unauflöslich ist.

vorgeschrieben. Herdegen (1998) argumentiert, dass es zu juristische Schritten kommen könnte, die in unsicherem Gesamtumfeld zum Austritt und weiteren potentiellen Kosten führen könnten. Insbesondere zeigt er verschiedene Probleme auf, die sich hauptsächlich um die Möglichkeiten des Austritts eines Landes zwecks Neufestsetzung (*Redominierung*) seiner Euroforderungen drehen. Wie üblich gibt es da einen Unterschied, ob Forderungen (z.B. *aus Staatsanleihen*) aus Offshore- oder Onshore-Jurisdiktionen herrühren, z.B. von welchen Gerichten wird die Durchsetzbarkeit der Forderungen bestimmt. Herdegen nimmt an, Offshore - Streitfragen würden in ähnlich Weise behandelt werden, wie heute offshore Streitigkeiten in fremder Währung behandelt werden; diese können nicht willkürlich redenominiert werden, und so werden die Forderungen weiterhin auf Euro lauten wie von der „Nachfolge-“ ECB festgelegt. Der Ausstieg (*aus der gemeinsamen Währung*) würde ein Wiederaufleben souveräner Macht über die Festlegung des Geldstandards bedeuten, weshalb inländische Gerichte voraussichtlich einer Redenomination zustimmen werden. Doch kann die Redenomination die Feindschaft der Behörden und Gerichte jener Länder auslösen, die im Euro bleiben, was davon abhängt, wie einschneidend der Umrechnungskurs ist.

4 *Unlimitierter vs. limitierter Inter-NCB-Kredit in dem ERM und dem ESCB*¹¹

Geführt von der ECB wird das ESCB (*European System of Central Banks*) betriebsfähig, wenn Phase III der EMU am 1^{ten} Januar 1999 beginnt. Mitgliedstaaten werden unumkehrbar Wechselkurse festlegen und Interbankenzahlungen in Euro werden beginnen.

Wegen der in Abschnitt 1 aufgeführten Gründe kann es sein, dass Zentrifugalkräfte an dem Bestand der Währungsunion zerren. Diese Kräfte könnten stark genug sein (1) um ein Land zu bewegen die Kosten eines Ausstiegs auf sich nehmen oder (2) zumindest die Öffentlichkeit veranlassen zu glauben, eine solche Handlung sei möglich.

In diesem Falle würden die Finanzmärkte beginnen, in dem sie auf die Auflösung des Systems setzen, Gelder von Regionen mit höherer zu niedrigerer Inflationstoleranz zu bewegen. Wie werden dann die infrastrukturellen Regelungen - die entworfen wurden um die Union zu festigen - in einer Krise die Kapitalflussdynamiken bestimmen und den potentiellen Cross-Border-Geldfluss verstärken? Die Antwort auf diese Frage liegt in den Details des TARGET-Systems, welches der Inter-Zentralbank (*NCB*) den nötigen Kredit zur Abwehr einer Attacke zu Verfügung stellen kann. Diese Art und Weise der Finanzierung ist der Very Short Term Financing Facility (*VSTFF*) ähnlich, welche die laufenden Operationen des Exchange Rate Mechanismus (*ERM*) absichert.

4.1 *Wie die VSTFF arbeitet*

Die VSTFF ist eine Einrichtung, die benützt wird, wenn Intervention notwendig ist um offiziell und bilateral festgelegte Wechselkursbandbreiten abzusichern.

Nach dem Basle-Nyborg Abkommen muss die Zentralbank mit schwacher Währung in den Markt eingreifen um zu verhindern, dass die Wechselkurse das Band durchbrechen. Die Zentralbank mit starker Währung ist dafür zuständig, der Zentralbank mit schwacher Währung Kredite durch die VSTFF zu Verfügung zu stellen - theoretisch in unbegrenzten Mengen, aber tatsächlich begrenzt durch die Auswirkungen auf die Geldpolitik der Zentralbank mit starker Währung.

Abbildung 1 (*als Anlage 1 am Ende angefügt*) zeigt eine solche Kreditvergabe und unterstellt, dass Italien das Land mit schwacher und Deutschland das Land mit starker Währung ist (wie im Jahre 1992). Abbildung 1 wurde unter der Annahme erstellt, dass der

¹¹ Zur Diskussion über diesen Teil, siehe Garber (1997a, 1997b)

Tauschkurs zwischen DM und ECU bei $DM\ 2 = 1\ ECU$ liegt. Des Weiteren sind Vermögen und Verbindlichkeiten der VSTFF in ECU dargestellt. Anfänglich ist die Bilanz der VSTFF leer, aber nach Beginn der Krise in der ERM, schreitet Italien ein und verkauft DM 10 Milliarden zu Lasten Lira. Um die DM 10 Milliarden zu beschaffen, die sie nun liefern muss, wendet sich die Banca d'Italia an die VSTFF und leiht sich ECU 5 Milliarden. Die VSTFF leiht sich ECU 5 Milliarden von der Bundesbank, die im Gegenzug ein Deposit von DM 10 Milliarden für die VSTFF bereitstellt. Die VSTFF tauscht die DM 10 Milliarden gegen die ECU 5 Milliarden und leiht diese der BANCA d'Italia. Dieses Vorgehen bringt die Bilanzveränderung hervor, welche in **Abbildung 1** dargestellt ist.

Erstens, beachten Sie, dass diese Operation bei der Bundesbank die auf ECU lautenden Guthaben und die DM Verbindlichkeiten erhöht. Jede Abwertung von ECU im Vergleich zur DM führt sofort zum Verlust für die Bundesbank. **Zweitens**, wenn die Banca d'Italia die aus ihrer Marktintervention geschuldeten DM 10 Milliarden liefert, wächst die deutsche Geldbasis, was entweder eine große Sterilisationsmaßnahme erfordert (*zur Meidung von Inflation muss das zusätzliche Geld „operativ sterilisiert“, also dem Markt wieder entzogen werden*) oder zum Verlust über die Geldkontrolle führt. Wegen beider Gründe war das Kreditengagement der Bundesbank durch die VSTFF während der Krise von 1992 begrenzt: Die Bundesbank war entschlossen nicht die Kontrolle über die monetäre Basis zu verlieren und keine großen Verluste einzufahren. Obwohl sie durch die Regelung des Basle-Nyborg Abkommens dazu verpflichtet war, stellte sie den anderen Mitgliedern des Wechselkurs-Mechanismus nicht unbegrenzt Kredit zu Verfügung um deren Währungen zu schützen.¹² Tatsächlich war die fehlende Bereitschaft zur unlimitierten Kreditbereitstellung - und dass der Markt dies realisiert hat - eine notwendige Voraussetzung für den Angriff.

Wenn, im Gegensatz zu den Ereignissen, die Bundesbank bereitgewesen wäre über den VSTFF unlimitierten Kredit zu geben, wäre die Lira nicht unter das (*aus dem*) Wechselkursband gefallen und die Geldpolitik in Deutschland wäre gelockert worden um den ERM zu unterstützen.

4.2 *Wie wird sich eine erwartete Krise im ESCB abspielen?*

Von der EMU wird erwartet, dass sie die Möglichkeit eines spekulativen Angriffs, von der Sorte, welche die ERM lahmlegte, ausschließt. Am 1^{ten} Januar 1999, dem Anfang von Phase III, werden die Währungen der Beitrittsländer weiterhin existieren und tatsächlich die einzigen zirkulierenden Papierwährungen darstellen. Kommerzielle Bankeinzahlungen können immer noch in den alten, nationalen Währungen oder in Euro gemacht werden. Bis zum Jahre 2002 werden individuelle Währungen – der Französische Francs, die Deutsche Mark, etc. – verschwinden und durch den zirkulierenden Papier-Euro ersetzt.¹³ TARGET, das Euro-Zahlungssystem für grenzüberschreitende Großbeträge, wird am 1^{ten} Januar 1999 den Betrieb aufnehmen und konkurrierende Zahlungssysteme werden auf dies System umgestellt. Am Anfang von Phase III werden Staatspapiere in Euro umgewechselt, jedoch haben private Emittenten (*Herausgeber von Wertpapieren*) die Option bis 2002 nicht umzutauschen. Von 1999 bis Ende 2001 können Konten in Euro oder nationalen Währungen gehalten werden. Danach müssen sie in Euro gehalten werden.

¹² Bei der Kreditversorgung durch Zentralbanken mit starker Währung war immer Grundbedingung, dass die Bereitstellung von Kredit in einer Krise nicht die Geldpolitik der Zentralbank einer starken Währung unterminieren durfte.

¹³ Der Druck des Euro wird im ersten Quartal 1999 beginnen. Bis 2002 werden über 13 Milliarden Euroscheine hergestellt.

4.3 Die Struktur des ESCB

Das ESCB wird - unter der Koordination der ECB - eine Verbindung nationaler Zentralbanken sein, wie etwa der Banque de France und der Bundesbank, jedoch werden Schlüsselfunktionen und Operationen des Systems weiterhin von den beteiligten Nationalbanken wahrgenommen. Die Geldpolitik wird von der ECB kontrolliert – dies umfasst etwa Festlegungen betreffend Mindestreserven, Diskontrate (*Zins für Kredit an NCBs*), Fremdwährungspolitik, Offen-Markt-Interventionen (*Kauf und Verkauf von Wertpapieren zwecks Beeinflussung des Geldmarktes*), etc. Die ECB wird ihre eigene Bilanz und eigenes Kapital besitzen.

Nichtsdestotrotz werden die nationalen Zentralbanken ihre Identität behalten. Insbesondere wird jede nationale Zentralbank ihr eigenes nationales Großsummenzahlungssystem betreiben, ihre eigene Bilanz und eigenes Kapital haben. Ihre Konten werden in Euro gehalten und alle NCB-betriebenen Zahlungssysteme werden auch Euro liefern. Die Gewinne (und Verluste) aus Geldoperationen des ESCB werden auf die nationalen Zentralbanken verteilt, entsprechend ihrem Anteils an der ECB. Die nationalen Zentralbanken wiederum können diese Gewinne, wie auch jetzt üblich, an ihre jeweilige nationale Regierung weiterreichen. Eigentum an und Kontrolle über die NCBs richten sich weiterhin nach den nationalen Regelungen.

4.4 Details über TARGET-Operationen

Unter dem TARGET-Zahlungssystem werden in einem Land entstandene Euro-Zahlungen sofort ein-zu-eins als Euros in ein anderes Land geschickt.¹⁴ Ein Verständnis einiger wichtiger operativer Details von TARGET ist wichtig, weil es dies System ist, das Kredit für den Privatsektor und Cross-Border (*grenzüberschreitend*) bereitstellt und welches, sollte das System zusammenbrechen, die Dynamiken der Krise anheizen kann.

Andererseits, wenn das System zusammenhält, bietet das Zahlungssystem (*Target*) die Mittel unbegrenzten Inter-Zentralbank-Kredit bereitzustellen, was der Ansicht Leben einhaucht, wonach die nationalen Währungen lediglich denominationale Ausprägungen einer einzigen, vereinigten Währung sind.

TARGET wird die Verrechnung großer Euro-Cross-Border-Zahlungen zwischen Privatbanken ausführen. TARGET ist als Echtzeit-Brutto-Verrechnungssystem entworfen: Die endgültige Auszahlung einer Zahlung wird simultan mit der Übersendung der Zahlungsnachricht während des Tages ausgeführt. Deshalb muss der Sender der Zahlung währenddessen Zentralbankgeld zur Verfügung halten – anderenfalls die Zahlung nicht ausgeführt wird.

Cross-Border-Euro-Zahlungen sind nicht auf TARGET beschränkt. Es wird einen Kostenwettbewerb zwischen TARGET, den bereits existierenden nationalen Zahlungssystemen und privaten Zahlungssystemen geben. Zum Beispiel betreibt die ECU Bankers Association mit 56 Clearingmitgliedern seit langem ein grenzübergreifendes Abrechnungssystem für ECU-Zahlungen, das nun auf Euro-Denomination umgestellt und zu Beginn der Phase III als Euro Clearing System (ECS = *Euro I*) bezeichnet wird. Da es ein Verrechnungssystem ist, gibt es ein „daytime credit element“ (*Tageskreditelement*) und so können Banken Überziehungskredit in Anspruch nehmen (*nur bis 24 Uhr!*) ohne qualifizierte Sicherungspapiere vorzulegen. Doch wird das Risiko durch die Einhaltung der Lamfalussy Standards kontrolliert. Letzte Abrechnung der Nettopositionen erfolgt natürlich über das nationale RTGS-System und TARGET oder über die Bücher von einer der NCBs. Die natio-

¹⁴ Dies soll innerhalb von 30 Sekunden geschehen, könnte jedoch in Wirklichkeit länger dauern.

nen Abrechnungssysteme, welche sich an TARGET anschließen, werden unter der Kontrolle der NCBS bestehen bleiben: TBF in Frankreich, ELS in Deutschland und BRIEL in Italien. Sollte eines dieser Systeme hinreichend günstige Preise anbieten, könnten Zahlungen durch dies System kanalisiert werden. Wenn sich zum Beispiel die Bundesbank das Zahlungsgeschäft schnappen will, könnte sie auf ELS niedrige Preise verlangen. Zweigstellen von Banken in Deutschland können dazu verwendet werden, Zahlungen der Euroregionen durch das ELS zu leiten (gegen Sicherheiten für Überziehungskredite, die in Deutschland unterhalten oder grenzüberschreitend angewiesen werden). Das UK ist ein „out“-Land, wird aber durch die Nutzung der CHAPS-Euro* Präsenz im Eurozahlungnetzwerk haben.¹⁵ (* „Clearing House Automated Payment System“, engl. Abrechnungssystem, mit Target verbunden).

Das Standard European RTGS-System erlaubt einer Bank für Zahlungen während des Tages (*bis 24 Uhr*) ihr Zentralbankkonto zu überziehen, vorausgesetzt die Überziehungen sind durch akzeptierte Wertpapiere hinterlegt, wie etwa durch Sicherheiten der nationalen Regierung. Das akzeptierbare Papier für Tagesüberziehungen ist dasselbe, wie das für Übernachtkredit von der ESCB aus der Spitzenrefinanzierungsfazilität (Lombard).¹⁶ Dieses Papier ist in zwei Arten unterteilt. Das **Tier1** Papier, ist eine marktfähige Schuldverschreibung mit unionsweiter Eignung wie auch die meisten Wertpapiere der Regierungen.¹⁷ **Tier 2** ist eine zusätzliche Klasse von Assets (*Vermögenswerten*), welche traditionell an manchen NCBS gültig gewesen sind und in manchen Ländern wichtige Liquiditätsquellen darstellen. Für diese erfolgt die Qualifizierung durch die individuellen NCBS mit Zustimmung der ECB.¹⁸ Es gibt, im Hinblick auf die Qualität oder Gültigkeit der Assets für geldpolitische Operationen, keinen Unterschied zwischen den beiden Tiers-Typen - z.B. können beide für Tageskredite und Übernachtkredite verwendet werden. Des Weiteren können beide benützt werden, um grenzübergreifend auf NCB-Gelder zuzugreifen. Ein Finanzinstitut kann von einem anderen Mitgliedsland stammende Tier 1 und Tier 2 Assets benutzen, um auf Zentralbankkredit seiner eigenen Nationalbank zuzugreifen.¹⁹

Das TARGET-System wird wie folgt arbeiten: Erstes Beispiel: Angenommen, es erfolgt eine Zahlung in Euro oder französischen Francs von einer Bank zu einer anderen Bank in Frankreich. Beide Banken werden ein Konto bei der Banque de France haben und ihre Zahlungen über das nationale System (TBF) tätigen. Die Zahlungen werden durch sofortige Transfers über die (*Einlage*) Deposit-Konten bei der Banque de France beglichen. Die Konten an der Banque de France werden in Euro geführt, jedoch könnte der Empfänger seine Bank auffordern das Geld auf ein Franc-denominiertes (*für Franceinzahlungen bestimmtes*) Konto zu überweisen.

Zweites Beispiel: Gesetzt den Fall, es wird eine Eurozahlung von einer Bank in Frankreich an eine (*Geschäfts-*)Bank in Deutschland getätigt. Die französische Bank wird eine Zahlungsnachricht über das nationale französische System schicken. Der

¹⁵ Es wird erlaubt sein Tagesüberziehungen als Euro-Zahlungen von UK Adressen zu finanzieren, wenn die Bank von England bei der ECB einen entsprechenden Betrag als Einlage zum Einlagezinssatz deponiert (bis zu 3 Milliarden Euro). Da dies die Bank von England den Spread (*hier: Zinsaufschlag*) zwischen alternativen Instrumenten zur Haltung von Euro-Reserven und dem ECB-Einlagezinssatz kostet, ist dies ein ziemlich teurer Weg um sich Zugang auf Euro-Überziehungskredit zu verschaffen.

¹⁶ Details siehe: European Central Bank (1998) und European Monetary Institute (1997)

¹⁷ Dabei muss es sich um liquide Euro-denominierte Schuldinstrumente mit hohem Kreditstandard aus der Eurozone handeln, die an einem regulierten Markt gelistet sind.

¹⁸ Dies können nichtmarktfähige Schuldinstrumente oder Equities (*Dividendenpapiere*) sein, die an einem regulierten Markt mit finanzkräftigen Einheiten/Gebilden (entities) gehandelt werden.

¹⁹ Die Initial Margin (*Einschussgebühr*) auf solche Ausleihungen beträgt 1 % bis 2 %. Je nach Verfalldatum des Sicherungspapiers erfolgt ein zusätzlicher Haircut (Sicherheitsabschlag) von 0 % bis 5 %.

Zahlungsauftrag wird automatisch durch die Software der Banque de France geleitet, die den Betrag vom Konto der französischen (*Geschäfts-*)Bank bei der Banque de France abziehen wird. Dann wird der Zahlungsauftrag durch das Target-System an die Bundesbank weitergeleitet. Im Gegenzug, nachdem die Bestätigung eingegangen ist, dass Euro-Guthaben der sendenden Bank in der Banque de France verfügbar sind, wird die Bundesbank dem Konto der deutschen (*Geschäfts-*)Bank bei der Bundesbank die Euro eins-zu-eins gutschreiben (*überweisen/gutschreiben*).²⁰

Auf diese Weise wird eine Euro-Zahlung grenzüberschreitend praktisch ohne jede Zeitverzögerung sofort abgewickelt. Durch die heutige Verwendung zweier nicht mit einander verbundener nationaler Zahlungssysteme, erfordern solche Zahlungen von der eigenen Währung eines Landes in ein anderes Land durch den Devisenmarkt üblicherweise 2 Tage.

Die Konten gleichen sich nach dieser Cross-Border-Transaktion aus, weil die Bundesbank durch Erledigung (= *die Auszahlung an die deutsche Geschäftsbank*) des Zahlungsauftrags der Banque de France (*im Ergebnis*) Kredit gewährt hat. Die Mittelbereitstellung an die (*Geschäfts-*)Bank in Deutschland erfolgt unmittelbar und unwiderruflich; die Gelder, die von der französischen (*Geschäfts-*)Bank abgehen, sind Gelder von deren Konto bei der Banque de France; so entsteht zwangsläufig bei der Banque de France eine „Schuld an“ die Bundesbank. Diese wird verbucht durch „zubuchen“ auf dem bilateralen (oder durch interlink verbundenen) Korrespondenzkonto der Bundesbank bei der Banque de France und durch „abbuchen“ desselben Betrages vom Korrespondenzkonto der Banque de France bei der Bundesbank, z.B. in diesem Fall durch Buchung einer „Schuld von“ der Banque de France.

In dem Beispiel auf Tafel 2 (*als Anlage 2 am Ende angefügt*) macht Parisbas eine Zahlung von 100 Euro an die Deutsche Bank. Das ändert die Bilanzpositionen der Banque de France und der Bundesbank wie zwischen Tafel 1 und Tafel 2 aufgezeigt. Die Einlagen von Geschäftsbanken in der Banque de France fallen um 100 Euro und steigen um 100 Euro bei der Bundesbank. Die gesamte Geldmenge in Euro bleibt unverändert aber ein Teil davon ist nach Deutschland ausgewandert. Dies wird augenblicklich durch automatischen Kredit der Bundesbank an die Banque de France über 100 Euro erreicht.²¹ Wenn die Banque de France andauernd Zahlungen nach Deutschland leistet, kumulieren sich die Forderungen der Bundesbank; für die Abwicklung der Forderung fällt keine Provision an.

In dieser Hinsicht sind die TARGET-Operationen nicht bemerkenswert und unterscheiden sich beispielsweise allenfalls geringfügig von dem US Federal Reserve Fedwire System.²² Im Federal-Reserve-System treten Ungleichgewichte auf, wenn Zahlungen zwischen den Distrikt-FEDs (*den Zentralbanken der einzelnen Bundesstaaten*) die Distriktsgrenzen überschreiten. Dann erfolgt das Clearing (*i.w.S: der gegenseitiger Rechnungsab- u. Ausgleich*) der täglichen Ungleichgewichte zwischen den Distrikt-FEDs durch Verbuchung (Aufbuchung) ihrer Forderungen aus Netto-Zahlungs-Eingängen gegen das Inter-Distrikt-Abrechnungskonto. Die Forderungen der Distrikt-FEDs gegen dieses Konto aus Netto-Zahlungs-Ausgängen werden reduziert. Dieser Prozess wird an jedem folgenden Geschäftstag wiederholt. Die kumulierten Forderungen gegen oder Verbindlichkeiten an das Interdistrikt-

²⁰ Zu Details, siehe: Working Group on EU Payment Systems (1996a, 1996,b 1997)

²¹ Es ist wichtig festzuhalten, dass die Inter-NCB-Zahlung nicht über die Bücher der ECB läuft. Die ECB ist nicht die Spitze der Zahlungspyramide. Ihre Rolle als eine Bank mit Bilanz – im Gegensatz zu ihrer Rolle bei Festlegung der Geldpolitik – unterscheidet sich in ihrer Art nicht von der der NCBs [*im Text versehentlich „ECB“*] mit Ausnahme des Haltens von Devisenreserven.

²² Basierend auf „Notes on Federal Reserve Accounting Structure, Juni 10, 1994“ erstellt von Bruce Summers.

Abrechnungskonto werden einmal im Jahr im April durch Umverteilung von Goldzertifikaten von Distrikt-FEDs mit negativ kumulierter Netto-Zahlungsposition an solche mit positiver Position ausgeglichen. Abrechnungen im Federal-Reserve-System erfordern kein Konto einer Drittpartei-Bank. Insbesondere ist der Vorstand in Washington nicht eine Bank an sich und hat keine separate Bilanz; dennoch, er ist ein Kontrollorgan für alle bundesstaatlichen (*Distrikt*) Federal-Reserve-Banken. Nichtsdestoweniger ist das Inter-Distrikt-Abrechnungskonto ein multilaterales (*mehrseitiges*) – kein bilaterales (*zweiseitiges*) – Konto; Forderungen gegen das Konto sind Forderungen gegen das System. Auch ist Fedwire ein integriertes (*eingebundenes*) System und wird komplett im Auftrag des Board of Governors (*Direktorium des Federal Reserve Systems*) betrieben. Es gibt kein separat gegliedertes „Intra-Distrikt-Elektronisches-Großbetrag-Zahlungs-System“ und dies macht es den Regionen unmöglich, aus dem System auszubrechen und trotzdem Intra-Distrikt-Großbetragszahlungen durchzuführen.

4.5 Ein nicht zu knackendes System

Wenn die nationalen Notenbanken anderen nationalen Notenbanken frei Kredit gewähren, wird TARGET wie geplant funktionieren und wie der Herzschlag der einheitlichen Währung dienen. In diesem Szenario werden Spekulanten keine Chance haben, die durch unlimitierten Interbanken-Kredit abgesicherten Wechselkursraten des Systems mit Erfolg anzugreifen. Dies unterscheidet sich vom derzeitigen Exchange Rate Mechanismus (*ERM*), in dem unlimitierter Zentralbankkredit nicht zur Verfügung steht.

Eine große Cross-Border-Kapitalbewegung mag auftreten wegen (1.) unangebrachtem Zweifel über das Verbleiben eines Landes im Euro, (2.) der Angst vor Zahlungsverzug seiner Staatspapiere oder (3.) einem Ansturm auf die Banken wegen Problemen in seinem Finanzsystem. Angenommen, das Problem taucht wegen eines Bankensturms auf, weswegen Anleger und andere Kreditgeber ihre Vermögenswerte aus dem schwachen Bankensystem herausziehen und in das starke System verlagern. Angenommen, die NCB (*heute: ECB*) übernimmt die Rolle Kreditgebers letzter Instanz, sie erhält werthaltige Sicherheiten und die NCB-Intervention wird zum Null Zins (*heute: ReFi-Satz*) durch die Zentralbanken der Empfängerländer finanziert.²³ Zinsen für Großüberweisungen werden im schwachen Bankensystem bis zur Mindestzinsrate (*Lombardsatz = Kurzfristzins für Kredite der lokalen Banken bei der NCB*) **ansteigen** und in den anderen Ländern möglicherweise bis auf den Einlagezinssatz (*Deposit rate = Niedrigzinssatz für Kurzfristeinlagen*) **fallen**, was irgendwie diejenigen bestraft, die ihr Geld herausgezogen haben. Wenn das kranke Bankensystem

²³ Es gibt es einige Diskussionen darüber, ob das ESCB darauf vorbereitet ist, die Rolle des „Lender of last resort“ zu spielen, siehe Folkerts-Landau und Garber (1992, 1994) und Prati und Schinasi (1997). Wenn das ESCB und andere NCBs nicht gut vorbereitet sind um die Papiere zu bewerten, die als Sicherheiten präsentiert werden, und nicht schnell genug den Haircut (*die Herabstufung der Sicherheiten*) fordern, dann kann es durch das Geldsystem (Target-2) zu großen Transfers an die Verkäufer minderwertiger Staatsicherheiten kommen. Im Speziellen: Stellen Sie sich vor, es kommt heraus, dass eine einzige Bad Bank in Papiere investiert um diese anschließend zu weit übertriebenen Preisen als Sicherheiten einzusetzen – die Zahlungsrisiken des Papiers unterstellt –, und präsentiert diese (*als „Sicherheit“*) bei dem ESCB für einen Überziehungskredit oder ein Diskontgeschäft (*Diskontkredit ist der Ankauf von noch nicht fälligen Wechseln*) zu Marktpreisen und ermöglicht dadurch dem ursprünglichen Verkäufer aus dem Papier Gewinn zu ziehen. Dann gerät die Bad Bank in Zahlungsverzug und der nationalen Regierung wird die Rechnung über den Bailout (*Schuld + Tilgungsübernahme durch Dritte*) aufgezwungen.

wirklich insolvent ist und wenn die für die NCB-Kredite gelieferten Sicherheiten minderwertig sind, dann wird es möglicherweise so sein, dass die nationale Regierung gegenüber dem ESCB die Verluste decken muss. Ist der Bankenkollaps schwer genug, wird dies Zeit in Anspruch nehmen und die Spannungen des Systems anwachsen lassen, und zwar wegen der indirekten **Subventionierung** (a) des Bankensektors des schwachen Landes und (b) der Emittenten (*Aussteller*) der (*eingesetzten, minderwertigen*) Sicherheiten. Unterstellt jedoch, dass alle NCBs nach den Regeln des Vertrages spielen, dann gibt es keine direkte Bedrohung einer einzelnen Währung.

Wenn es per se keinen Bankenansturm gibt, sondern nur den irrtümlichen Glauben, das Land werde in Zahlungsverzug oder Inflation geraten, wird es wiederum Geldbewegungen aus dem schwachen Land in andere Länder geben. In diesem Falle jedoch könnte es eine so hohe Interbankenrate (*Zinssatz zu welchem sich Banken bei anderen Banken refinanzieren*) geben, dass die Empfängerbanken ihrerseits bereit sind, den Banken der schwachen Länder Kredit zu geben. Wenn die Mindestzinsrate (*für Interbankenkredite*) des ESCB deutlich über den Marktzinsen liegt, kann - sobald die „Cross-Border-Zinsdifferenzen“ steigen - dieser Interbankenzins hoch genug sein, um den „Netto-Cross-Border-Geldfluss“ zu eliminieren. Dies ist im eigentlichen eine Verteidigung über Zinsraten.

4.6 Das Szenario eines Angriffs

Eine Vorbedingung einer Attacke liegt im Zweifel darüber, ob die NCB einer starken Währung an die im System verbliebenen schwachen NCBs über TARGET weiterhin unlimitiert Euro-Kredit gewähren wird, wenn Gerüchte umlaufen, dass diese den Austritt vorbereitet. Alternativ: Wenn eine NCB mit schwacher Währung ihren Austritt vorbereitet, wird sie sich nicht unbegrenzte Summen von den in der Union verbleibenden NCBs mit starken Währungen ausleihen (*wg. Anstieg der Schulden nach der Separierung!*). In einer Attacke im Stadium III, werden die TARGET-Operationsverfahren und die Finanzoperationspolitik des ESCB die Menge des im Spiel befindlichen Inter-NCB-Kredits und die Magnitude (*Ausmaß/Erdbebenstärke*) der von Spekulanten bewegten Geldmittel bestimmen.

4.7 Cross-Border-Geldflüsse bei einem Zusammenbruch

Das Wesen eines Angriffs-Szenariums in Stadium III ist eine abgedroschene Geschichte.²⁴ Ein Währungsgebiet bricht in einer Flut vorhandener Währung und Bankguthaben in der Region zusammen, wo diese weniger Wert haben wird. Der Cross-Border-Ansturm ist die Art und Weise, wie die plötzlich ansteigende Geldmengennachfrage in den Regionen mit starker Währung und die fallende Nachfrage in den Regionen mit schwacher Währung befriedigt wird, und zwar in dem Moment der monetären Desintegration (hier: *der Auflösung der grenzüberschreitenden Geldbeziehungen*). Dieser ausgleichende Geldzufluss ergibt sich, selbst wenn keine regelmäßigen Kapitalgewinne erwartet werden, aus einer vorteilhaften Umtauschrate. Wenn, zusätzlich, im Moment der Auflösung günstige Wechselkurse das Potential für außergewöhnliche Kapitalgewinne schaffen, kann der temporäre Zufluss weit größer sein, als die reale Geldnachfrage das statistische Gleichgewicht verändert, aber nach der Krise wird ein Rückfluss stattfinden.

²⁴ Siehe z.B. Garber und Spencer's Studie (1994) der monetären Auflösung des Austro-Ungarischen Reiches.

Um einen exzessiven Geldzufluss zu verhindern, wird die empfangende Region die Grenzen schließen, bis das Gleichgewicht durch Drucken eigenen Papiergeldes wieder hergestellt werden kann, nachdem die neue Währung eingeführt ist.

Anderenfalls wird sie ihre Seigniorage (*vereinfacht: Geldoberhoheit*) verlieren und Schwachzonen-Inflation in Form eines einmaligen Preissprungs importieren. Obendrein könnte sie übermäßig große Mengen von Währung zu extrem aufgewerteten Wechselkursen einkaufen und dann einen Nachkonvertierungsverlust (*Verlust nach Währungssumstellung*) erleiden.

In der Umgebung von Stadium III wird das Abschalten von TARGET denselben Beweggrund haben, wie die altmodische Grenzschießung: Verhinderung von Zufluss schwachen Zentralbankgeldes.

4.8 Eine geographische Analyse der Cross-Border-Geldflüsse

Figur 1 stellt die Bewegungen dar, die bei einem Zusammenbruch der Währungsunion auftreten werden, z.B. in ein inflationäres Frankreich und ein inflationsfreies Deutschland.²⁵ Kurz vor dem Zusammenbruch, ist die nominale (*Nennwert*) Geldversorgung in Deutschland und Frankreich OO' . Für dieses statische Beispiel unterstelle ich, dass es während der Auflösung der Union keinen Sprung in der Gesamtgeldversorgung gibt. Dies ist realistisch, wenn der grenzübergreifende Geldfluss nicht unterbunden und der Zusammenbruch nicht mit Unstetigkeit in Preisen auftritt.

Die Nachfrage nach wirklichem Geld in Frankreich ist $M_F/P_F = f(i_F)$ und die Nachfrage nach wirklichem Geld in Deutschland beträgt $M_G/P_G = f(i_G)$, worin i_F und i_G jeweils die französischen und deutschen Zinssätze darstellen. M_F und M_G stellt die nominale französische und deutsche Geldversorgung dar und P_F sowie P_G sind die zugehörigen Preisniveaus. Die Summe der beiden Nachfragen beläuft sich auf $M_G/P + M_F/P = f(i_F) + f(i_G)$. Bevor die Auflösung der Währungsunion erwartet wird, ist das Preisniveau in beiden Ländern gleich und entspricht P . Auch die Zinssätze gleichen sich: $i_F = i_G$.

In Graphik 1 (*als Anlage 3 am Ende angefügt*) sind die Kurven rechteckige Hyperbeln $M \times 1/P$, deren Position von den Zinssätzen während einer gegebenen Zeit in jedem Land abhängen. Anfänglich beträgt die Geldversorgung ON in Frankreich und $O'N$ in Deutschland und das Preisniveau P gleicht Angebot und Nachfrage gemäß dem Zinssatz aus.

Wenn die Öffentlichkeit erkennt, dass es eine Auflösung der Währungsunion geben wird, werden die Zinssätze in Deutschland auf i'_G abfallen, weil von Deutschland geringe Inflation erwartet wird. In Frankreich springen Zinssätze hoch auf i'_F . Die Nachfrage nach realem Geld springt in Deutschland hoch auf $f(i_G)$ und fällt in Frankreich auf $f(i_F)$, wie abgebildet in Graphik 1. Wenn es freien, grenzüberschreitenden Geldfluss während der Auflösung gibt, wird das Gleichgewicht in den Geldmärkten im Augenblick der Trennung dadurch hergestellt, dass sich wegen Nettozahlungen von Deutschland nach Frankreich $N'N$ bewegt und das Preisniveau auf P' steigt. Mit diesen Geldbewegungen wird das Preisniveau anfänglich in beiden Ländern das gleiche sein. Ferner wird sich der Wechselkurs zwischen deutscher und französischer Währung zum Zeitpunkt der Trennung nicht sprunghaft steigen: Die Nachfolgewährungszonen werden in das neue Regime mit den ursprünglichen, festgeschriebenen Wechselkursen starten, d.h., der Umrechnungskurs zwischen dem Euro und der neuen deutschen Währung kann 1 : 1 sein. Die französische Währung (der Euro) würde dann vis à vis gegenüber der deutschen Währung abwerten.

²⁵ Dies war ein übliches Szenario bis zum jüngsten Wechsel der deutschen Regierung (*Rot-Grün ab 1998*). Die Namen der Länder könnte man jetzt möglicherweise umdrehen.

Alternativ: Wenn die Trennung antizipiert (*vorhergesehen*) wird, wird sich P' nicht als Preissprung entwickeln, wie es in dieser statischen Analyse angezeigt scheint. Vielmehr wird das Preisniveau stetig von P nach P' steigen.²⁶ Kurzfristzinsraten werden dann vor dem Kollaps steigen und dabei die Geldnachfrage in beiden Ländern nach unten treiben. Der Kollaps kommt dann, wenn das Preisniveau P' erreicht ist, was den ununterbrochenen Geldfluss und die gegenläufigen Bewegungen der Zinsraten auslöst, während P konstant bleibt.

Wenn es dem Cross-Border-Geldfluss erlaubt wird sich voll zu entwickeln, ist er der Mechanismus, der das neue anfängliche Gleichgewicht herstellt, ohne anfängliche Bewegungen im Preisniveau oder bei den Wechselkursen. Einmal in separate Geldwerte aufgeteilt, werden sich natürlich die Preisniveaus getrennt entwickeln und die Wechselkursrate wird sich von ihrer alten, „abgeriegelten“ Parität wegbewegen.

Diese Kontinuitätsargumente sind die Basis zur Bestimmung des Timings für das Angriffsmodell einer Standardspekulation. Das Publikum kann den Zeitpunkt der Krediteinstellung voraussagen, wenn es genau weiß, wie weit die Regierung ihre Kreditgewährung ausweiten wird bevor sie diese eingestellt und die Summe der anderen Kosten für den Systemverbleib steigend ist. In diesem Zusammenhang: Der maximale Betrag von Cross-Border-Kredit entspricht dem Minimum-Betrag der Netto-Reserven, die eine Zentralbank - nach der Literatur über Standard-Angriffsspekulationen – tolerieren wird.

Durch Duldung der gesamten Geldbewegungen über seine Grenzen zum Zeitpunkt der Auflösung, bietet Deutschland Frankreich die Möglichkeit, die Seigniorage auf einmaliger Basis entsprechend dem wirklichen Wert von $N'N$ zu übernehmen. Zusätzlich muss es (*Deutschland*) einen Preissprung nach oben verkraften – und all das, weil es nicht rechtzeitig die Schnittstelle seiner TARGET Internetverbindung gekappt hat.

4.9 Der Exodus einer starker Währung

Angenommen, die ECB-Politik erzeugt einen ausreichend schwachen Euro, so dass einige Länder der Währungsunion den Exodus überlegen. Ganz konkret: Deutschland wird bei den Befürwortern eines starken Euro sein, Frankreich bei den Befürwortern des schwachen Euro und diese (*Länder des schwachen Euro*) haben bei der ECB die Vormachtstellung. Wenn es (*Deutschland*) sich für einen Ausstieg positioniert, wird das Finanzsystem Euro-denominierte Gelder von Frankreich nach Deutschland bewegen, zuerst langsam, dann in einer Flut - wie in einer Währungskrise.

Wie wird der europäische Zahlungsmechanismus (*Target-2*) die Zahlungsbewegungen erleichtern/ermöglichen? Wenn die Krise ausbricht, wird die globale Finanzgemeinschaft auf Euro lautende und in Frankreich zahlbare Bankeinlagen verkaufen und deren Überweisung an deutsche (Finanz-)Institute – die Einlagekonten bei Geschäftsbanken bereitstellen – in Auftrag geben. In Stadium III können diese immer noch auf DM lauten, aber selbst ohne diese Besonderheit wäre die Geschichte die gleiche, denn alle (*neuen FR-*) Einlagen könnten in die neue Währung (*die neue DM*) konvertiert (*umgetauscht/umgewertet*) werden.²⁷

Da Abschlussbuchung zeitgleich mit der Übermittlung einer Zahlungsnachricht erfolgt, muss die das Geld sendende Bank bei Auslösung des Zahlungsauftrags Zentralbankgeld verfügbar haben. Da TARGET Überziehungskredit auf Tagesbasis (*bis 24 Uhr des gleichen*

²⁶ Natürlich kann das Preisniveau bei der Trennung sogar fallen, wenn in Deutschland die steigende Geldnachfrage größer ist, als die sinkende in Frankreich.

²⁷ Weil die DM in diesem Beispiel aufwerten wird, würden die Kontoinhaber sicherlich nicht einer Redenomination (*Geldumstellung*) von Euros in die „Neue DM“ widersprechen, es sei denn, sie brauchen die Euro wegen plötzlicher Liquiditätsknappheit.

Tages) bereitstellt, kann das französische Bankensystem ausgehende Zahlungen tätigen, die seine Euro-Einlagen übersteigen, sofern es (*für die Konto-Überziehung*) geeignete Wertpapiere als Sicherheit vorweisen kann. Alternativ kann es (*das FR-Bankensystem*), gegen Sicherheit an die Bundesbank, den Zahlungsauftrag direkt durch das deutsche EAF (*Euro Access Frankfurt*) erteilen und so die Banque de France (*FR-Zentralbank*) umgehen.

Beispiel: **Tafel 3 von Tabelle 2** zeigt die Buchungsveränderungen in der Banque de France und der Bundesbank, die mit einem plötzlichen Zahlungsfluss von 400 Euro von französischen Banken zu deutschen Banken verbunden ist. Ausgehend von Tafel 2 fallen die Deposits/Einlagen französischer Geschäftsbanken in der Banque de France vom 300 Euro auf 0 Euro und die Banque de France bucht ein „Schuld von“ 100 Euro von Geschäftsbanken, was eine abgesicherten Kontenüberziehung ausweist. Die Verbindlichkeiten der Banque de France gegenüber der Bundesbank erhöhen sich auf 500 Euro und die Einlagen der deutschen Geschäftsbanken bei der Bundesbank springen auf 900 Euro.

So benützen die Halter von französischen Sicherheiten diese, um Kredit von der Banque de France herauszuberechnen, der sich im Gegenzug durch Kredit von der Bundesbank selbst finanziert. Am Ende des Geschäftstages werden die französischen Banken nicht in der Lage sein, ihre Überziehungsposition bei der Banque de France glattzustellen und dann müssen die (*bestehenden*) Sicherheiten als Übernachtsicherheiten (*overnight*) zum geltenden Mindestzinssatz (Lombard) (*rollierend/Tag für Tag*) immer wieder verlängert werden – festgesetzt nicht von der Banque de France, sondern, einheitlich für alle Zentralbanken, von der ECB.

Dieser einheitlich bestimmte Mindestzinssatz scheint eines der üblichen Werkzeuge zur Verteidigung gegen spekulative Währungsangriffe auszuschalten: die Zinsanhebung im Schwachwährungsland.²⁸ Jedoch würde eine höhere Mindestzinsrate tatsächlich nur in Frankreich wehtun, nicht in Deutschland, denn die deutschen Banken würden mit (*überschüssiger*) Liquidität überschwemmt.

Die nach Deutschland fließende Geldmengen können potentiell so groß sein, wie (a) alle liquiden französischen Euro-Sicherheiten, die durch Ablieferung an das französische Bankensystem verwertet und von der ECB als qualifizierte Sicherheiten bei der Banque de France angesehen werden und (b) zuzüglich alle anfänglichen Einlagen bei der Banque de France. Verkäufer können französische Euro leihen und als Kreditsicherheit französische Sicherheiten (*auf Eurobasis*) verwenden oder in Bausch und Bogen verkaufen; im Gegenzug werden die Sicherheiten an die Banque de France weitergeleitet um dort als Kreditsicherheit für Überziehungskredite zu dienen. Umgekehrt werden deutsche Banken ihre deutschen Euro-Verbindlichkeiten ausweiten, die durch ihre Euro-Forderungen gegen die Bundesbank ausgeglichen werden.* (**d.h.: Hereinnahme von Kundengeldern [mit Rückzahlungsverbindlichkeit] und deren Ausleihung an die BuBa [ergibt Forderung]*).

Wenn die deutsche Regierung nicht möchte, dass die Bundesbank Gläubiger der Banque de France wird, was tatsächlich Redenomination* französischer Sicherheiten und Einlagen in deutsche Euros wäre (gegen bei der Banque de France hinterlegte, [*und dort*] zugelassene

²⁸ Die ECB wird die Macht haben, unterschiedlichen Haircut auf Diskontoperationen (*Ankauf von Forderungen, Wechsel*) zu erzwingen, wenn diese unter Einbezug von Sicherheiten bestimmter Länder erfolgen oder kann es sogar abzulehnen, diese Sicherheiten weiterhin für Überziehungskredite oder Diskontierung anzuerkennen. Solch unterschiedliches Vorgehen gegen die Sicherheiten eines einzelnen Staates ist von Natur aus eine politische Entscheidung, die nicht plötzlich auferlegt werden kann, und schon die Vorahnung der möglichen Maßnahme kann aus sich selbst heraus einen Angriff auslösen. Ferner: wird die Verwendung der von einem Land ausgegebenen Sicherheit als Sicherungsmittel für Überziehungskredit beendet, würde dies sein nationales Zahlungssystem von dem der anderen Unionsmitglieder abschneiden und dadurch eine Flut von Euro aus diesem Land (*heraus*) auslösen.

französische-Euro-Sicherheiten [=notenbankfähige Wertpapiere etc.]), dann wird das System kollabieren. (*in der Übergangsphase vom 1. Januar 1999 bis 31. Dezember 2001 wurden die jeweiligen nationalen Währungen als „Denominationen“ [Untereinheiten] des Euro bezeichnet; hier: Umwechslung in die alte/neue DM-Währung)

4.10 Abschalten des Zahlungssystems trennt die Währungen

Über sein ursprüngliches Entsetzen über die Kosten einer schwachen Euro-Geldpolitik hinaus, welches die Spekulation zuerst ausgelöst hat, muss Deutschland in einer Krisis auch die wachsenden Euro-Forderungen der Bundesbank gegen die Banque de France verkraften. Wenn es einen Bruch gibt, müssen diese Forderungen abgerechnet werden, aber mit schwachem Euro, wie durch die ECB festgelegt. Vermutlich werden die korrespondierenden Bundesbank-Euro-Verbindlichkeiten gegen die stärkere Nachfolgewährung umgetauscht werden – den deutschen Euro oder die wiederauflebende DM – eine Quelle potentiell großer Verluste für die Bundesbank, wenn der Tauschwert der Nachfolgewährung - inklusive der Bundesbank Verbindlichkeiten – schleichend aufwertet. Darüber hinaus: möglicherweise richten sich die Forderungen der Bundesbank nicht einmal gegen die Banque de France sondern gegen die französischen Geschäftsbanken direkt, wenn diese Überziehungskredite über EAF Zahlungen aufgenommen und qualifizierte französische Papiere übergeben haben. Alle Verluste, die bei der Bundesbank im Falle des Systemzusammenbruchs auflaufen könnten, werden der deutschen Staatskasse präsentiert werden.

Wenn die deutsche Regierung die Darlehensvergaben an die Banque de France beschränkt um Verluste zu vermeiden, muss sie letztendlich weiteren Kredit dadurch abschneiden, dass das nationale Zahlungssystem vom TARGET System getrennt wird. Diese Trennung des deutschen Euro vom Euro beseitigt den par (*Nennwert*) Umtausch zwischen ihnen. Das ist dann die Rückkehr zu verschiedenen Währungen, wo Euros nicht mehr deutschen Euros entsprechen.

4.11 Exodus einer schwachen Währung

Nehmen wir nun an, die ECB-Politik produziert eine so übermäßig starke Währung, dass die Regierungen eines Blocks von Ländern mit schwacher Währung, von Frankreich repräsentiert, die Union verlassen wollen. Das Szenario spielt sich nahezu wie vorher ab. Spürend, dass die Banque de France auf eine Geldentwertung des Euro hinarbeitet während der „Starke-Währung-Governing-Council“ (*EZB-Rat*) noch die ECB kontrolliert, werden Spekulanten Vermögenswerte von französischen Banken via TARGET zu den Banken der Länder transferieren, die in der Währungsunion verbleiben. Verbindlichkeiten gegenüber der Bundesbank, die in starken Euro bewertet sind, werden in der Bilanz der Banque de France explodieren, während ihre (*BdF*) Vermögenswerte in schwachen (*Nachfolge-*) Lokalwährungen ruhen. Jetzt werden potentiell große Kursverluste die Banque de France bedrohen, außer sie kann ihr Zahlungssystem abschalten bevor ihre Überziehungsposition bei der Bundesbank in starken Euro exzessiv steigt. Dies bringt die französische Regierung in die gleiche Position wie die britische in der Krise 1992 – angesichts der Verluste einer etwaigen Kreditsperre beendete sie ihre Intervention, verließ die ERM und wertete schleichend ab.

4.12 Der unerwartete Zeitpunkt der Abschaltung des Zahlungssystems bewirkt den Zusammenbruch der Wechselraten

Diese abrupte Trennung der Nachfolge-Euros durch Abschalten von TARGET, bevor Geldflussbewegungen das System ausgleichen, eliminiert den 1 : 1 Umtausch zwischen ihnen. Der einzige Weg um einen Umtausch zwischen den Nachfolge-Euros zu ermöglichen, besteht dann darin, das TARGET-System aufzugeben und, in Kombination mit der Wiedergeburt des geordneten Devisenmarktes, zum noch existierenden nationalen Zahlungssystem zurückzukehren. Was den Angriff so verlockend macht, ist die große „Short Position“* gegen die schwache Euro-Region, die ermöglicht wird durch (a) „Kredit via Zahlungssystem“ und (b) die unvermeidlichen „Overnight Rollovers“ (*Übernacht-Kreditverlängerungen*) über die von der ESCB vorgehaltenen Einrichtungen. Die Spieleinsätze können viel höher werden als in bisherigen Währungskrisen und der potentielle Profit eines erfolgreichen Angriffs umso größer. Die politischen Entscheidungsträger werden nicht den Luxus einer geruhsamen Währungstrennung zu unbestimmter Zeit haben. Ihre Hände werden gebunden sein und das Timing (*die Zeitvorgabe*) der Trennung wird durch die spekulative Attacke bestimmt werden.

(*Short-Position-Operation: heute Verkauf, vertraglicher Lieferzeitpunkt später, dazwischen Warendeckung zum – erwartungsgemäß - niedrigeren Preis)

5. Ergebnis

Das TARGET-Zahlungssystem ist das Instrument um entweder die für Stadium III unwiderruflich versprochenen Wechselkurse oder aber den Zusammenbruch des Systems herbeiführen. Die zweischneidige Natur dieser Feststellung hängt von dem unlimitierten Inter-NCB-Kredit ab, den TARGET potentiell liefern kann. Wenn die nationalen Regierungen solch einen Kredit (oder Schulden) nicht als Problem ansehen, dann ist eine das System zerschmetternde Attacke nicht möglich. Ihre Kreditmechanismen können, wenn erfolgreich, den Cross-Border-Ansturm bewältigen. Solange einige berechtigte Zweifel über die Dauer der Mitgliedschaft in der Währungsunion verbleiben, wird die Existenz dieses Glaubens zusätzliche Mitgliedschaftskosten verursachen, die durch beschleunigten Ausstieg vermieden werden können. TARGET liefert den perfekten Mechanismus zur Finanzierung einer explosiven Attacke auf das (*Euro-*)System.

Anlagen

- Anlagen 1 – 3 (je 1 Seite)
- Literaturverzeichnis (2 Seiten)

Table 1:
Balance Sheet Effects of VSTFF Operations
Assume DM10 bn. = ECU5 bn.

<u>Bundesbank</u>		
	<u>Assets</u>	<u>Liabilities</u>
Claim on VSTFF	+ECU5 bn. (=DM10 bn.)	+DM10 bn. Deposit of Banca d'Italia

<u>VSTFF</u>		
	<u>Assets</u>	<u>Liabilities</u>
Claim on Banca d'Italia	+ECU5 bn.	+ECU5bn. Due to Buba

<u>Banca d'Italia</u>		
	<u>Assets</u>	<u>Liabilities</u>
Deposit in Buba	+DM10 bn. (=DM10 bn.)	+ECU5 bn. Due to of Banca VSTFF

Table 2:
Cross-Border Payment on TARGET

1. Initial Central Bank Balance Sheets (in Euros)

<u>Banque de France</u>				<u>Bundesbank</u>			
<u>Assets</u>		<u>Liabilities</u>		<u>Assets</u>		<u>Liabilities</u>	
French Govt. Securities	400	0	Due to Buba	Loans to German Banks	400	0	Due to Bank of France
		400	French Bank Deposits			400	German Bank Deposits

2. National Central Bank-Balance Sheets
after Paribas pays 100 Euros to Deutschebank

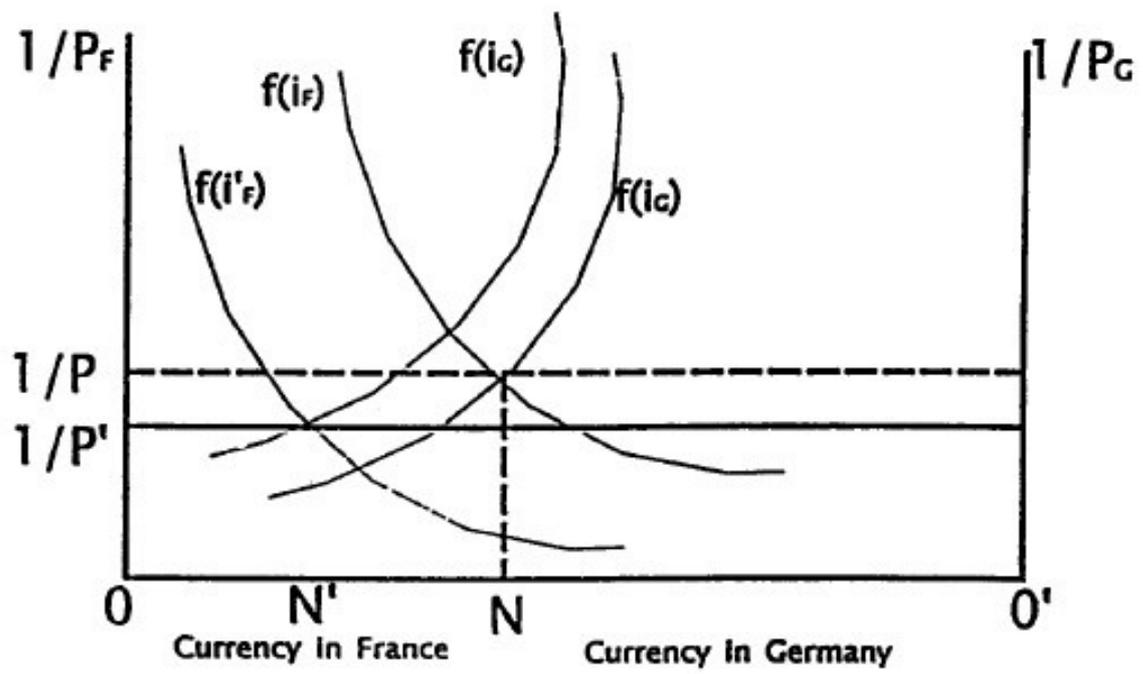
<u>Banque de France</u>				<u>Bundesbank</u>			
<u>Assets</u>		<u>Liabilities</u>		<u>Assets</u>		<u>Liabilities</u>	
French Govt. Securities	400	100	Due to Buba	Loans to German Banks	400	0	Due to Bank of France
		300	French Bank Deposits			500	German Bank Deposits
				Due from Banque de France	100		

3. NCB Balance Sheets after French Banks Send 400 Euros to German Banks, Deposit 100 in Securities as Collateral for Overdrafts

<u>Banque de France</u>				<u>Bundesbank</u>			
<u>Assets</u>		<u>Liabilities</u>		<u>Assets</u>		<u>Liabilities</u>	
French Govt. Securities	400	500	Due to Buba	Loans to German Banks	400	0	Due to Bank of France
		0	French Bank Deposits			900	German Bank Deposits
Due from French Banks	100			Due from Banque de France	500		
Note:							
French Govt. Securities for Collateral	100						

Figure 1.

Currency and Price Level Shifts in Monetary Separation



References

Adams, C., et al., (1998). Selected Issues in Mature Financial Systems: EMU, Banking System Performance, and Supervision and Regulation, International Capital Markets, *International Monetary Fund*, September, 104-110.

Begg, D., De Grauwe, P., Giavazzi, F., Uhlig, H., and Wyplosz, C., (1998). The ECB: Safe at Any Speed?, CEPR.

Dooley, M., (1997). Profitable Speculation and Monetary Union. Conference on Monetary and Financial Implications of Monetary Union, European University Institute, June.

Eltis, W., (1997). The Creation and Destruction of the Euro, Center for Policy Studies, No. 155, August.

European Central Bank, (1998). The Single Monetary Policy in Stage Three, September.

European Monetary Institute, (1997). The Single Monetary Policy in Stage Three, January.

Feldstein, M., (1997). EMU and International Conflict, *Foreign Affairs*.

Folkerts-Landau, D. and Garber, P., (1992). The European Central Bank: A Bank or a Monetary Policy Rule, in Canzoneri, Matthew, Grilli, Vittorio, and Masson, Paul, (eds.), *Designing a Central Bank for Europe*, Cambridge University Press.

Folkerts-Landau, D. and Garber, P., (1994). What Role for the ECB in Europe's Financial Markets?, Alfred Steinherr (ed.), *30 Years of European Monetary Integration from the Werner Plan to EMU*, Longman, London.

Garber, P.M., (1997a). Notes on the Role of TARGET in a Stage III Crisis, May. Forthcoming in Festschrift for Robert Mundell.

Garber, P.M., (1997b). Is Stage III Attackable? *Euromoney*, August 1.

Garber, P.M. and Spencer, M.G., (1994). The Dissolution of the Austro-Hungarian Empire: Lessons for Currency Reform, Princeton Essays in International Finance, No. 191, February.

Herdegen, M., (1998). Monetary Union as a Permanent Community Based on the Rule of Law, Deutsche Bank Research, EMU Watch, No. 52, July 23.

Mundell, R., (1961). A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, 51, September, 657-665.

Obstfeld, M., (1998). EMU: Ready or Not?, *Essays in International Finance*, No. 209, July.

Portes, R., (1997). Letter, *Financial Times*, September 15.

Prati, A. and Schinasi, G., (1998). Financial Stability in EMU, Conference on Monetary Policy of the ESCB. Università Bocconi, Milan, July.

Prati, A. and Schinasi, G., (1997). European Union and International Capital Market, IMF Working Paper WP/97/62-EA.

Salomon Brothers, (1997). Stability Pact Primer, January 24.

Summers, B., (1994). Notes on Federal Reserve Accounting Structure, June 10.

Working Group on EU Payment Systems, (1996a). First Progress Report on the TARGET Project, European Monetary Institute, August.

Working Group on EU Payment Systems, (1996b). Technical Annexes to the First Progress Report on the Target Project, August.

Working Group on EU Payment Systems, (1997). The Second Progress Report on the TARGET Project, European Monetary Institute, September.