

Yves Mersch

## Rückkehr zur Stabilität

Das vorrangige Ziel der EZB ist die Gewährleistung der Preisstabilität. Dies ist auch der beste Beitrag, den sie zur Erreichung eines nachhaltigen Wachstums leisten kann.<sup>1)</sup> Seit der Einführung des Euro kommt die EZB dieser Verpflichtung nach und setzt das Ziel der Preisstabilität um, indem sie die durchschnittliche Inflationsrate bei unter, aber nahe 2 Prozent hält. Das ist der Grund dafür, dass die Mehrheit der Bürgerinnen und Bürger des Euro-Raums dem Wert des Euro vertraut.<sup>2)</sup>

### Unabhängigkeit als Grundlage für Vertrauen

Dieses Vertrauen ist an die Unabhängigkeit der Zentralbank geknüpft. Durch die Unabhängigkeit der Zentralbanken soll verhindert werden, dass Politiker versuchen, sich die Wählergunst durch Maßnahmen zu sichern, die kurzfristig die Konjunktur beleben, auf lange Sicht aber der Wirtschaft und dem Land schaden. Anerkannt ist auch, dass die Ausgabe eines gesetzlichen Zahlungsmittels durch eine öffentliche Stelle erfolgen muss. Im Fall der EU obliegt es der EZB, den Euro auszugeben und über die Stückelung der Banknoten zu entscheiden. Nicht akzeptabel wäre eine Situation, in der dann bestimmte Euro-Stückelungen in einigen Teilen der EU aus antieuropäischen oder populistischen Motiven nicht verwendet werden dürften.

Dieser bestehende Konsens wird nun aber durch Initiativen des privaten Sektors, die von technologischen Innovationen ausgelöst werden, infrage gestellt. Es gibt derzeit immer mehr Lösungen auf der Suche nach einem Problem.

Bitcoin und andere Krypto-Assets nehmen für sich in Anspruch, weder Vertrauen noch den Rückhalt einer souveränen Instanz zu benötigen. Das Paradigma staatlich gestützter Währungen, die von Zentralbanken geregelt werden, und die Rolle der Finanzinstitute als vertrauenswürdige Intermediäre lehnen sie ab. Es hat sich herausgestellt, dass diese selbsternannten Währungen, die genauer als Krypto-Assets bezeichnet werden, ihren Zweck nicht erfüllen und gut umgesetzte Zentralbankmaßnahmen nach wie vor die einzige solide Grundlage für Stabilität sind.

### Transaktionen ohne vertrauenswürdigen Dritten

In der ursprünglichen Bitcoin-Vision wird das Vertrauen in einen bestimmten Intermediär durch den kryptografischen Beweis ersetzt. Das bedeutet mit anderen Worten, dass zwei Parteien unmittelbar miteinander Transaktionen abschließen können, ohne dass ein vertrauenswürdiger Dritter erforderlich ist. Grundlage dieser Transaktionen ist die Distributed-Ledger-Technologie (DLT), die mitunter bildhaft als „Trust Engine“ der Krypto-Assets bezeichnet wird.

Mithilfe der Kryptografie und Mechanismen zur Konsensfindung zwischen gleichberechtigten Teilnehmern in einem verteilten System gewährleistet DLT die Integrität und die Sicherheit von Datensätzen, die in einem zentralisierten System in den Händen einer verantwortlichen Drittpartei lägen. Nutzer von Krypto-Assets können sich darum darauf verlassen, dass die zugrunde liegenden

Blockchains doppelte Ausgaben (Double Spending) verhindern und Eigentumsrechte validieren.

### Asset und Technik

Doch ganz ohne Vertrauen geht es nicht. Die Nutzer setzen auf die Intransparenz der Mechanismen, mit denen auf die gesamte Blockchain Einfluss genommen wird. Öffentliche Blockchains sind nach wie vor darauf angewiesen, dass zentrale Akteure bestimmte Aufgaben übernehmen, wobei diese aber häufig unbekannt und nicht rechenschaftspflichtig sind. Ein Protokoll muss angelegt, geführt und betrieben werden und die Transaktionen, die es unterstützt, müssen validiert werden. Entwickler und Rechnerbetreiber (Miner) nehmen Handlungen vor, die das Ergebnis öffentlicher Blockchains beeinflussen.

Darüber hinaus hängt die praktische Nutzbarkeit der Krypto-Assets stark von identifizierbaren Intermediären ab, die als Vermittler zwischen dem Krypto-Asset-Ökosystem auf der einen Seite und den Finanzmärkten und der Wirtschaft auf der anderen Seite fungieren.

Es ist zu differenzieren zwischen den „Assets“, wie beispielsweise Bitcoin, und der Technik dahinter, wie beispielsweise Blockchain. Dabei lohnt es sich durchaus, den einen oder anderen Aspekt dieser Technik näher zu untersuchen, der auch für die Zentralbanken von Interesse sein könnte. Aufgabe der EZB ist es aber nicht, die Einführung der Technologie in der Branche und in der breiten Öffentlichkeit voranzutreiben, sondern dafür



zu sorgen, dass sich ändernde Präferenzen auf sicherem Wege umgesetzt werden können.

DLT ist zwar ein notwendiger Bestandteil von Krypto-Assets, für sich allein genommen aber nicht ihr definierendes Merkmal.<sup>3)</sup> Das einzige Differenzierungsmerkmal von Krypto-Assets wie Bitcoin ist, dass ihnen keine Forderung zugrunde liegt. Darum ist es für sie schwierig, Preisstabilität zu gewährleisten. Ganz entscheidend aber ist, dass hinter Krypto-Assets keine souveräne Instanz steht und dass diese anders als bei Finanzinstrumenten den Inhabern keine Eigentumsrechte oder vertraglichen Rechte verleihen. Zentralbanken schaffen Vertrauen in das Geld – als Wertspeicher, Recheneinheit und Zahlungsmittel – indem sie für die Stabilität der Währung sorgen.

Doch im Gegensatz zu traditionellen Währungen verzeichnete Bitcoin in den letzten beiden Jahren starke Schwankungen. Die durchschnittliche Volatilität von Bitcoin lag in dieser Zeit bei fast 80 Prozent und die Volatilität anderer Krypto-Assets war sogar noch höher. Sie eignen sich daher schlichtweg nur zu Spekulationszwecken.

Seit Kurzem gibt es einige Krypto-Assets, die möglichst geringe Wertschwankungen gegenüber einer Referenzwährung anstreben. Doch auch sie sind keine Alternative zum Euro. Diese sogenannten Stablecoins lassen sich weitgehend zwei Kategorien zuordnen: Die einen sind mit einem zugrunde liegenden Vermögenswert besichert, den anderen liegt ein Algorithmus zugrunde, der kontinuierlich Angebot und Nachfrage der sich im Umlauf befindlichen Einheiten abgleicht. Erwartungsgemäß verzeichnen diejenigen Stablecoins die geringste Volatilität, die jede ausgegebene Einheit mit einem gleich hohen Betrag an Fiat-Währung besichern.

Aber welchen Grund gibt es dann noch, eine Ersatzlösung anstatt des Originals zu verwenden? Eigentlich nur den, dass die Herausgeber dieser Ersatzlösung in die Kontrolle von vertrauenswürdigen Ver-

mögenswerten eingreifen wollen, die in der Wirtschaft im Umlauf sind.

### Förderung einer reibungslosen Funktion der Zahlungssysteme

Die schwache Leistungsfähigkeit der Krypto-Assets sollte allerdings kein Anlass zur Selbstzufriedenheit sein. Sie sollte vielmehr wieder vor Augen führen, wie wichtig das Ziel der Zentralbank ist, Preisstabilität zu wahren. Voraussetzung für das Erreichen dieses Ziels ist die Unabhängigkeit der Zentralbank, wie sie im Rahmen eines eng gefassten aber eindeutig definierten Mandats gewährleistet wird. Die Zentralbanken dürfen nicht mit zahlreichen Zielen überlastet werden, ohne dass sie über die geeigneten Instrumente verfügen, um diese zu erreichen. Dies führt zur Rolle der EZB bei der Überwachung von Marktinfrastrukturen.

Die EZB hat die im EU-Vertrag verankerte Aufgabe, das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern. Daher ist der Regulierungsrahmen für Marktinfrastrukturen, über die das Clearing und die Abwicklung von Wertpapieren und Derivaten in Euro erfolgen, insbesondere im Zusammenhang mit zentralen Gegenparteien (Central Counterparties – CCPs), für sie von besonderem Interesse. Dies spiegelt die systemischen Auswirkungen wider, die von CCPs in extremen Stresssituationen durch Störungen der Repo-Märkte oder die Kanalisierung von Liquiditätseingüssen in Richtung Banken – die auch geldpolitische Gegenparteien sind – ausgehen können. Dies wirkt sich wiederum auf den Liquiditätskreislauf in den Zahlungssystemen aus. Schließlich müssen sich CCPs unter Umständen auf Zentralbanken als Kreditgeber der letzten Instanz stützen. Den Zentralbanken kommt daher bei der Regulierung des zentralen Clearings – ein Begriff, der weitgehend anerkannt, aber häufig missverstanden wird – eine wichtige Rolle zu.

### Zum Aufsichtsrahmen für CCPs

In diesem Zusammenhang sind einige Worte zu den jüngsten Entwicklungen



Yves Mersch



Mitglied des Direktoriums, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main

Vertrauen ist für den Autor der wichtigste Trumpf der Zentralbanken. Indem sie für die Stabilität der Währung sorgen, sieht er Vertrauen in das Geld – als Wertspeicher, Recheneinheit und Zahlungsmittel – geschaffen. All diese Funktionen spricht er den Krypto-Assets ab und hält deren Funktion allein auf Spekulationszwecke beschränkt. Auch Varianten, die möglichst geringe Wertschwankungen gegenüber einer Referenzwährung anstreben, spricht er eine Alternative zum Euro ab und warnt davor, dass die Herausgeber solcher Ersatzlösungen in die Kontrolle von vertrauenswürdigen Vermögenswerten eingreifen wollen und könnten, die in der Wirtschaft im Umlauf sind. Den Zentralbanken rät er gleichwohl an, sich mit neuen technischen Entwicklungen wie der Distributed-Ledger-Technologie zu beschäftigen, um auch bei Veränderungen und in Krisen in der Lage bleiben, sich auf neue Erfordernisse einzustellen und die erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen. (Red.)

auf dem Gebiet der Regulierung von CCPs zu sagen und insbesondere über das Ergebnis des Gesetzgebungsverfahrens hinsichtlich der Überarbeitung des Aufsichtsrahmens für CCPs, die Verordnung über europäische Marktinfrastrukturen (EMIR II), und die Empfehlung zur Änderung des Artikels 22 der Satzung des ESZB und der EZB. Die EZB hatte den EU-Gesetzgebern die Änderung ihrer Satzung empfohlen, um klar festzulegen, dass die EZB über rechtliche Befugnisse in Bezug auf zentrale Gegenparteien ver-

fügt. Dies hätte es ihr ermöglicht, ihre gesetzlichen geldpolitischen Aufgaben im Sinne der EMIR II wahrzunehmen. Die EZB hatte darauf hingewiesen, dass sie eine ausdrückliche allgemeine Befugnis zur Überwachung und Bekämpfung von Risiken im Zusammenhang mit ihrem Mandat haben muss, einschließlich eines breiten Ermessensspielraums, um in Ausnahmesituationen, in denen die Stabilität des Euro auf dem Spiel steht, die erforderlichen Maßnahmen ergreifen zu können.

Ferner hatte die EZB wiederholt vor den Standpunkten einiger Mitgliedsstaaten gewarnt – vor allem aus einem Land, das traditionell die Unabhängigkeit der Geldpolitik hochhält –, die schließlich im Entwurf des geänderten Wortlauts von Artikel 22 wiedergegeben waren, über den die EU-Gesetzgeber beraten hatten. Nach diesem Ansatz hätte die EZB keine Befugnis über CCPs in der EU gehabt, was im Widerspruch zu ihrem Mandat als Euro ausgebende Zentralbank steht. Dieses erfordert Befugnisse über das gesamte Euro-Clearing unabhängig vom Standort. Die EZB hätte in Bezug auf einige systemrelevante CCPs in Drittländern, die von der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) benannt wurden, eine abschließende Liste spezifischer und beschränkter Befugnisse erhalten, welche die derzeitigen und künftigen Bestimmungen der EMIR II nachgebildet hätten.

Dies wäre untypisch und zu detailliert für die ESZB-Satzung, die Primärrecht darstellt und der EZB bei der Ausübung ihres geldpolitischen Mandats einen weiten

Ermessensspielraum einräumt. Außerdem hätte es die funktionale Unabhängigkeit der EZB verletzt. Dies wurde durch die Anforderung verschärft, dass die Maßnahmen der EZB „im Einklang mit“ Rechtsakten und mit den Maßnahmen stehen müssten, die im Rahmen dieser Rechtsakte ergriffen wurden. Angesichts dieser schwerwiegenden rechtlichen Bedenken kam der EZB-Rat zu dem Schluss, dass der endgültige Wortlaut seine Empfehlung erheblich verzerrte und gegen die wesentlichen Grundsätze des EU-Vertrags verstieß, einschließlich der unabhängigen Ausübung der Geldpolitik durch die EZB.

### Geschlossenheit in Europa

Die Empfehlung zur Änderung der Satzung wurde daher zurückgezogen, was bedauerlich ist. Der EZB-Rat hat jedoch klar hervorgehoben, dass die EZB die Ziele der EMIR II weiterhin unterstützt und sich voll und ganz dazu verpflichtet, zu ihrer Umsetzung beizutragen, soweit dies rechtlich möglich ist und im Einklang mit ihrem Mandat steht. Die EZB sieht einer konstruktiven Zusammenarbeit mit der ESMA und den anderen Behörden erwartungsvoll entgegen.<sup>4)</sup>

Dass Europa seine Reihen geschlossen hält, ist umso wichtiger in Zeiten, in denen die globalen Zahlungsverkehrsmärkte im Umbruch sind. In den USA kam es im laufenden Jahr bereits zu zwei Zusammenschlüssen zweier gewichtiger Zahlungsabwickler. Die beiden Mega-Merger hatten einen Marktwert von 55 Milliarden Dollar – und weitere könnten hin-

zukommen. In derart dynamischen Märkten, in denen Skaleneffekte eine entscheidende Rolle spielen, darf sich Europa nicht im nationalen Klein-Klein verlieren, sondern muss selbstbewusst die Rahmenbedingungen des europäischen Binnenmarktes und die Wettbewerbsfähigkeit seiner Akteure stärken, ohne jedoch protektionistische Wagenburgen zu errichten.

Zentralbanken müssen ihrem Kernmandat treu bleiben. Sie müssen auch bei Veränderungen und in Krisen in der Lage bleiben, sich auf verändernde Erfordernisse einzustellen und die erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen. Dies sollte jedoch nicht zulasten der Unabhängigkeit oder der Rechenschaftspflicht gehen. Letzten Endes werden sie danach beurteilt, wie sie Preisstabilität gewährleisten. Vertrauen ist der wertvollste Trumpf der Zentralbank.<sup>5)</sup>

#### Fußnoten

- 1) Europäische Zentralbank, Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB), 2011.
- 2) Eurobarometer, Europäische Kommission.
- 3) Y. Mersch, Virtual currencies ante portas, Rede beim 39. Meeting of the Governors' Club in Bodrum, Türkei, 14. Mai 2018.
- 4) Y. Mersch, Euro-Clearing – das offene Rennen, Grundsatzrede beim Frankfurt Finance Summit, Frankfurt, 29. Mai 2018.
- 5) D. Bursian und E. Faia (2018), Trust in the monetary authority, Journal of Monetary Economics, Vol. 98, S. 66–79.

Der Beitrag basiert auf einer Rede des Autors anlässlich des Bundesbank-Symposiums „Zahlungsverkehr und Wertpapierabwicklung in Deutschland im Jahr 2019“ am 29. Mai 2019 in Frankfurt am Main.

Die Zwischenüberschriften sind teilweise von der Redaktion eingefügt.

## Ihr Anspruch ist Expertenwissen. Unserer auch!

Bleiben Sie mit aktuellen Studien zu spannenden Themen immer nah am Markt.

[WWW.KREDITWESEN.DE/RESEARCH](http://WWW.KREDITWESEN.DE/RESEARCH)

Finden Sie jetzt bei uns online aktuelle Studien  
rund um das Kreditwesen.