

**Stellungnahme anlässlich der
öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages
zu den Anträgen der Fraktion der FDP und AfD
zum Thema "Target" (BT-Drs. 19/6416 und 19/9232)
am Mittwoch, den 5. Juni 2019**

Inhalt

0. Vorbemerkungen.....	2
1. Entwicklung der Target-Salden und ihre Ursachen	2
2. Verursachen Target-Salden Risiken für die Steuerzahler?	8
2.1 Rechtliche und betriebswirtschaftliche Einordnung	8
2.2 Gibt es Target-Risiken ohne Euro-Austritte?.....	12
2.3 Austrittsrisiken	14
2.4 Die Reformvorschläge der Fraktionen von FDP und AfD für das Target-System	18
3. Volkswirtschaftliche Zusammenhänge: Geldschöpfung, Target-Salden, Leistungsbilanzsalden, Banken und Kapitalmärkte	23
3.1 Zum Narrativ der EZB-Kritiker	23
3.2 Geldschöpfung in der Krise – Inflationspolitik oder Systemstabilisierung?.....	27
3.3 Asymmetrie der Geldschöpfung – Selbstbedienung mit der Notenpresse?	30
3.4 Die Rahmenbedingungen der Geldpolitik – Reformbedarf bei der Banken- und Kapitalmarktunion	32
4. Fazit.....	36

¹ Martin Hellwig ist emeritierter Direktor am Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern in Bonn.

² Isabel Schnabel ist Professorin für Finanzmarktökonomie an der Universität Bonn und Mitglied des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

0. Vorbemerkungen

In der öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestags am 5. Juni 2019 stehen die Anträge der Fraktion der FDP „Kapitalmarktunion vertiefen, Staatsschulden entprivilegieren, TARGET2-Salden verringern“ (BT-Drucksache 19/6416) und der Fraktion der AfD „Target-Forderungen unabhängig vom Fortbestand des Euros besichern“ (BT-Drucksache 19/9232) zur Diskussion. Beide Anträge enthalten sowohl Tatsachenbehauptungen als auch Politikempfehlungen zur Entwicklung des Eurosystems, insbesondere zu den Hintergründen der sogenannten Target-Salden und zum angemessenen Umgang mit ihnen. Im Folgenden gehen wir zunächst auf die Tatsachenbehauptungen und dann auf die Politikempfehlungen ein.

Unsere Stellungnahme gründet sich u.a. auf Arbeiten, die wir im Rahmen des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses (Advisory Scientific Committee – ASC) des Europäischen Systemrisikoausschusses (European Systemic Risk Board – ESRB) geleistet haben. Martin Hellwig war 2011 – 2015 Vorsitzender und Stellvertretender Vorsitzender, Isabel Schnabel ist seit 2015 Mitglied dieses Gremiums. Die Verfassung des europäischen Bankensystems, Bankenunion und Kapitalmarktunion sowie die angemessene aufsichtsrechtliche Behandlung der mit Schuldtiteln von Mitgliedstaaten verbundenen Risiken gehörten bzw. gehören dort zu den Schwerpunkten unserer Arbeit.

Wir halten es für problematisch, dass die vorliegenden Anträge nicht nur Politikempfehlungen, sondern auch Tatsachenbehauptungen zum Gegenstand der Beschlussfassung des Bundestags machen. Einige dieser Behauptungen sind sachlich falsch. Ein Parlament, das sie bejaht, läuft Gefahr, in eine Reihe mit der ersten Kammer des US-Bundesstaats Indiana gestellt zu werden, die 1897 beschloss, der Wert der mathematischen Konstanten für das Verhältnis von Kreisumfang zu Kreisdurchmesser sei $\pi = 3$ und nicht $\pi = 3,14159\dots$

1. Entwicklung der Target-Salden und ihre Ursachen

Die im AfD-Antrag enthaltenen Tatsachenbehauptungen zu den Target-Salden sind überwiegend sachlich falsch. Das gilt sowohl für die Aussagen zu den Ursachen der Entwicklungen dieser Salden als auch für die Aussagen zu den Risiken dieser Entwicklung für den deutschen Steuerzahler.

Im Folgenden begründen wir diese Einschätzung. Wir stützen uns dabei auf die ausführliche Analyse in Martin Hellwigs Artikel „Target-Falle oder Empörungsfalle? Zur deutschen Diskussion um die Europäische Währungsunion“, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 19 (2018/4), 345 – 382, <https://doi.org/10.1515/pwp-2019-0002>.

Der FDP-Antrag sieht die Ursachen der Entwicklung der Target-Salden in der Fragmentierung des Bankensystems im Euroraum. Der AfD-Antrag lehnt diese Erklärung ausdrücklich ab und behauptet, die Ursachen lägen in den anhaltenden Leistungsbilanzüberschüssen einiger Mitgliedstaaten gegenüber der restlichen Eurozone. Beiden Anträgen gemeinsam ist der Versuch, eine einheitliche Erklärung für die Entwicklung im gesamten Zeitraum auszumachen. Dieser Versuch kann nicht gelingen, denn die Wirkungsmechanismen waren in verschiedenen Phasen sehr unterschiedlich.

Abbildung 1 gibt einen Überblick über die zeitliche Entwicklung der Target-Forderungen und -Verbindlichkeiten enthalten sind. Die Abbildung macht Folgendes deutlich:

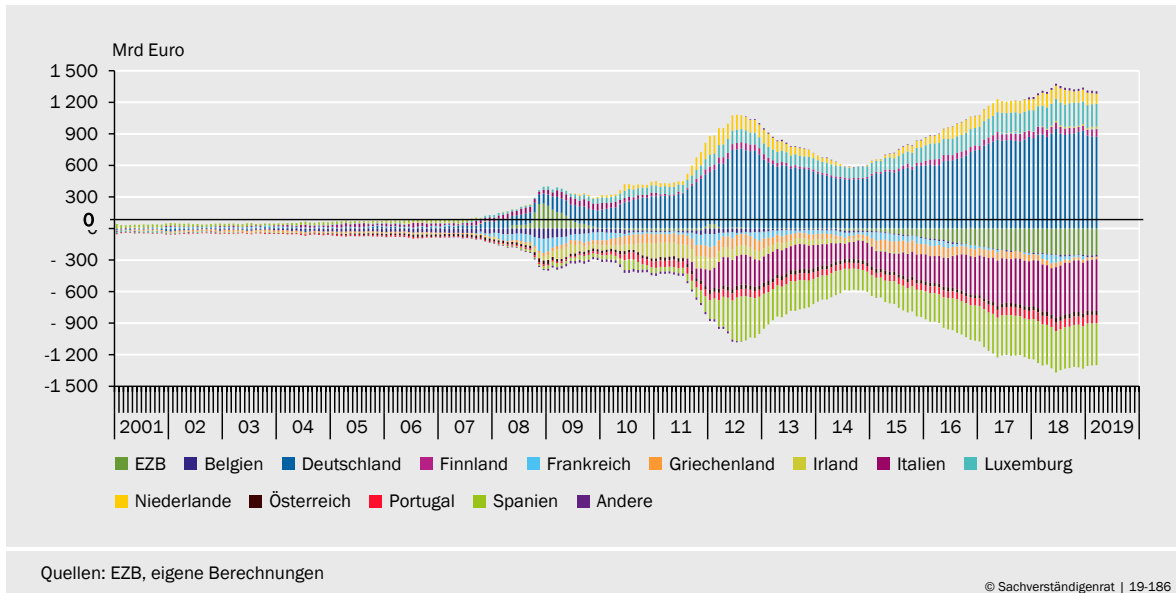
- Von 2000 bis 2007 waren die Intra-Eurosystem-Forderungen und -Verbindlichkeiten relativ klein, obwohl die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse ab 2004 stark anwuchsen.
- Die Positionen erreichten einen ersten Höhepunkt in der Finanzkrise 2008.
- Nach einem Rückgang 2009 kam es im Zuge der Euro-Krise ab 2010 zu einem erneuten Anstieg, der sich 2011 beschleunigte und bis zum Herbst 2012 anhielt. Danach gingen die Target-Positionen wieder deutlich zurück.
- Seit dem Frühjahr 2015 sind die Target-Positionen wieder stark angestiegen, so dass sie heute sogar deutlich über dem Höhepunkt von 2012 liegen.

Die Entwicklung der Target-Positionen der nationalen Zentralbanken spiegelt die grenzüberschreitenden bargeldlosen Zahlungen. Wenn der Inhaber eines Kontos bei einer Geschäftsbank in Italien eine Überweisung auf ein Konto bei einer Geschäftsbank in Deutschland tätigt, wird die Überweisung durchgeführt, indem die Geschäftsbank das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) beauftragt, den Betrag der Überweisung von ihrem Konto auf das Konto der Geschäftsbank in Deutschland zu übertragen. Da das ESZB dezentral organisiert ist, hat die italienische Geschäftsbank ihr Konto bei der Banca d'Italia, die deutsche Geschäftsbank bei der Deutschen Bundesbank, und die nationalen Zentralbanken haben wiederum Konten bei der EZB. Die genannte Überweisung bewirkt dementsprechend auch einen Rückgang des Kontos der Banca d'Italia und einen Anstieg des Kontos der Bundesbank bei der EZB.

Veränderungen dieser Kontostände im Zeitverlauf ergeben sich aus der Differenz zwischen den eingehenden und den ausgehenden grenzüberschreitenden bargeldlosen Zahlungen in dieser Zeit. So spiegeln die Target-Forderungen der Deutschen Bundesbank den kumulierten Überschuss der Zahlungen an Empfänger in Deutschland über die Zahlungen an Empfänger im Ausland, die Target-Verbindlichkeiten der Banca d'Italia den kumulierten Überschuss der Zahlungen an Empfänger im Ausland über die Zahlungen an Empfänger in Italien. Für diese Differenzen kann es viele Gründe geben. Tatsächlich kamen in den verschiedenen Phasen der Entwicklung jeweils unterschiedliche Effekte zum Tragen.

Abbildung 1

TARGET2-Salden im Euro-Raum



Im Einzelnen sind folgende Mechanismen zu nennen:

- In den Jahren vor der Finanzkrise haben Finanzinstitute und andere Investoren mit Standort Deutschland in hohem Maße Kapital in die Peripherieländer exportiert. In dieser Zeit wurden die Leistungsbilanzsalden der verschiedenen Länder weitgehend durch gegenläufige Kapitalverkehrssalden kompensiert. Allerdings kann man nicht sagen, dass eine habe das andere verursacht. Wenn eine deutsche Bank zu Baufinanzierungen in Griechenland, Irland oder Spanien beitrug, war sie an der „Verursachung“ der Leistungsbilanzdefizite dieser Länder beteiligt, während umgekehrt die Bauunternehmer, die die Kredite nachfragten, an der „Verursachung“ der deutschen Kapitalexporte beteiligt waren.
- Als in der Lehman-Krise brachen die Interbankenmärkte zusammenbrachen, stellten die Zentralbanken des ESZB – wie andere Zentralbanken auch – den Geschäftsbanken Liquiditätshilfen als Ersatz für die wegbrechende Refinanzierung zur Verfügung. Der Zusammenbruch der Interbankmärkte bedeutete u. a., dass deutsche Banken kurzfristige Kredite an Banken der Peripherieländer zurückzogen. Die Rückzahlung dieser Kredite blähte die Target-Salden auf. Der Effekt wäre noch stärker als in Abbildung 1 gezeigt, wenn wir nicht allein die Target-Salden betrachteten, sondern die Position „Sonstige Intra-Eurosystem-Forderungen“ bzw. „-Verbindlichkeiten“, die neben den Target-Salden auch die Positionen aus Swap-Geschäften enthält. In der Lehman-Krise stellte die US-amerikanische

Notenbank der EZB über Währungsswaps erhebliche Dollarliquidität zur Verfügung, die das ESZB an die Geschäftsbanken weitergab, die Dollars angewiesen waren, die sie in der Krise nicht mehr auf dem Markt bekommen konnten. Im Zuge dieser Operationen entstanden hohe Forderungspositionen der EZB gegenüber den nationalen Zentralbanken, insbesondere der Deutschen Bundesbank. In der deutschen Diskussion wird dieser Höhepunkt zumeist unterschlagen, da man allein die Target-Positionen betrachtet und die anderen Intra-Eurosystem-Positionen ausblendet.

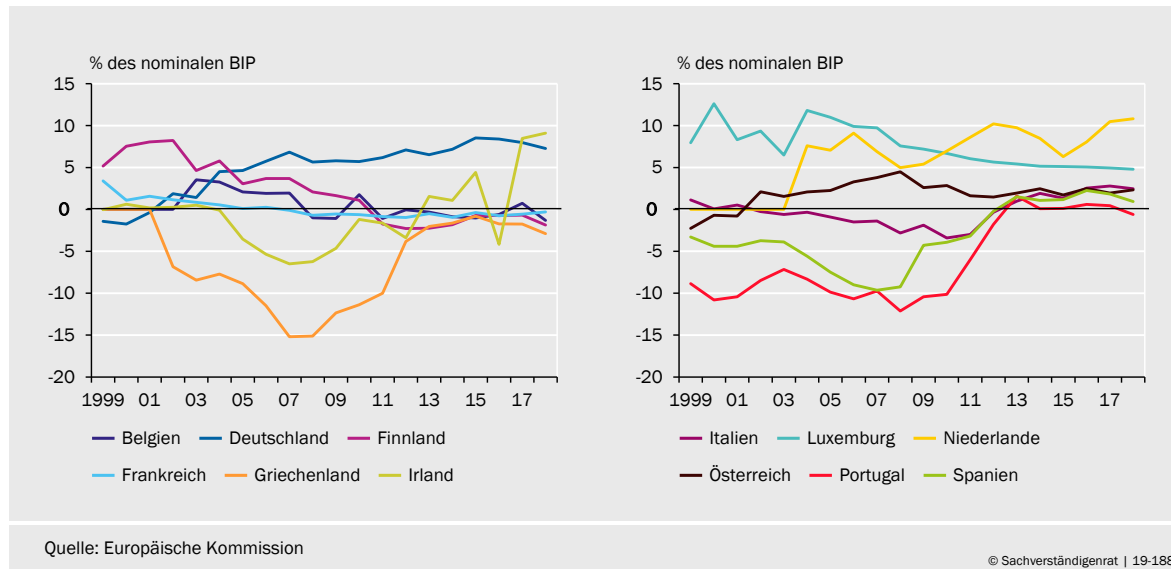
- In der Euro-Krise beschleunigte sich der Rückzug deutscher Banken aus den Märkten für Kredite an Banken in den Peripherieländern. Als der griechische Schuldenschnitt angekündigt wurde und im Laufe des Jahres 2011 dann deutlich wurde, wie hoch dieser ausfallen würde, zogen Banken und andere Investoren in Deutschland sich auch aus Wertpapieren der Peripherieländer zurück. So verkündete die Deutsche Bank Ende Juli 2011, kurz nach einem Treffen der Finanzminister der Eurozone, man habe 88 Prozent der zu Beginn des Jahres gehaltenen italienischen Staatsanleihen verkauft. Insoweit die Titel von Investoren in den Peripheriestaaten gekauft wurden, gingen solche Transaktionen in die Target-Salden ein. Ab Herbst 2012 kam es dann zu erheblichen Rückflüssen von Mitteln in die Peripherieländer.
- Der erneute Anstieg der Target-Positionen seit Frühjahr 2015 ist im Wesentlichen durch die massiven Wertpapierankäufe des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) bedingt – und einer von Bundesbankpräsident Weidmann durchgesetzten Sonderregel für die Durchführung der Ankaufspolitik. Diese Sonderregel sieht vor, dass die nationalen Zentralbanken jeweils die Titel ihres eigenen Staats kaufen und dass dies jeweils auf Rechnung der betreffenden Zentralbank geschieht. Wenn nun z. B. die Banca d'Italia italienische Staatstitel von in Deutschland ansässigen Investoren kauft, so erfolgt eine Überweisung aus Italien nach Deutschland; diese erhöht sowohl die Target-Verbindlichkeit der Banca d'Italia als auch die Target-Forderung der Bundesbank gegenüber der EZB. Dieser Effekt erklärt den größten Teil des Anstiegs seit 2015. Der Effekt ist für Deutschland, die Niederlande, Finnland und Luxemburg besonders ausgeprägt, da diese Länder von institutionellen Investoren außerhalb des Euroraums bevorzugt als Standorte für Tochtergesellschaften zur Abwicklung von Aktivitäten im Euroraum benutzt werden; daher waren die in diesen Ländern gehaltenen Bestände an italienischen oder spanischen Staatsanleihen besonders hoch gewesen.

Andere Effekte spielen zumindest für die Entwicklung seit 2015 keine große Rolle. Abbildung 2 zeigt die Entwicklung der Leistungsbilanzsalden, die im Antrag der AfD-Fraktion hervorgehoben werden. Man sieht, dass Italien, Spanien und Portugal seit 2013 nahezu durchweg Leistungsbilanzüberschüsse aufwiesen, desgleichen Irland (die Ausnahme 2016 ist auf Änderungen in der Erfassung der Aktivitäten multinationaler Unternehmen zurückzuführen). Griechenland hatte in dieser Zeit weiterhin Leistungsbilanzdefizite, diese lagen aber im einstelligen Milliardenbereich.

Die Erhöhung der Target-Salden um mehrere 100 Milliarden seit 2015 lässt sich nicht mit den Leistungsbilanzsalden erklären.

Abbildung 2

Leistungsbilanzsalden ausgewählter Mitgliedstaaten des Euro-Raums



Auch verschiedene im AfD-Antrag genannte Maßnahmen der „unkonventionellen“ Geldpolitik, nämlich die Vollzuteilungspolitik, die Reduzierung der Qualitätsanforderungen an notenbankfähige Sicherheiten und die ELA-Kredite, haben mit der Entwicklung seit 2015 kaum etwas zu tun. Diese Maßnahmen, die schon in der Lehman-Krise 2008, d. h. vor der Euro-Krise, eingeführt wurden und damals auch deutschen Banken zugutekamen, spielten 2008 und 2011/12 eine Rolle. Seit 2015 jedoch sind die ELA-Kredite der nationalen Notenbanken zurückgegangen,³ und die Refinanzierungskredite an Geschäftsbanken haben weitgehend stagniert.⁴

Die im FDP-Antrag erwähnte Fragmentierung der Finanzsektoren im Euroraum spielt für die Entwicklung seit 2008 eine größere Rolle als die Leistungsbilanzsalden. In den Jahren vor der Finanzkrise war es zu einer stärkeren Integration der Finanzsysteme gekommen. Beispielsweise hatten die Geschäftsbanken aller Mitgliedstaaten ihre Portefeuilles an Staatsanleihen zunehmend diversifiziert, den Anteil des eigenen Staats im Portefeuille reduziert und den Anteil anderer Mitgliedstaaten erhöht.⁵ Diese Entwicklung kehrte sich mit der Finanzkrise 2008 und noch stärker

³ Dasselbe gilt für die sogenannten NFA-Positionen, Aktiva der nationalen Zentralbanken, die diese im Rahmen des Agreement on Net Financial Assets (ANFA) in eigener Verantwortung und auf eigene Rechnung erwerben und halten.

⁴ Die Ausnahme ist ein Anstieg um 200 Milliarden Euro in einer Woche im Frühjahr 2017, als die Banca d'Italia nach einer Gesetzesänderung italienische Banken mit zusätzlichen Krediten stützte.

⁵ Die Entwicklung wird dokumentiert im ESRB-Bericht „Regulatory Treatment of Sovereign Exposures“ von 2015. Martin Hellwig war Co-Chair der Expertengruppe, die diesen Bericht ausarbeitete.

mit der Euro-Krise ab 2010 um. Für die Phase seit 2015 spielt die Fragmentierung insofern eine Rolle, als z. B. die Investoren in Deutschland, von denen die Banca d'Italia im Zuge des Wertpapierankaufprogramms des ESZB italienische Staatsanleihen gekauft hat, ihrerseits die Erlöse nicht wieder zum Kauf von Schuldtiteln in Italien genutzt haben.

Allerdings ist die im FDP-Antrag enthaltene Interpretation der Target-Positionen als „Fieberthermometer“, als „Symptom einer starken wirtschaftlichen Unwucht“, zu hinterfragen. Die Entwicklung dieser Positionen ist ein Substrat verschiedener Effekte. Daher kann man nicht ohne weiteres davon ausgehen, dass starke Veränderungen in den Target-Positionen ein schlechtes Zeichen sind. Ungleichgewichtige Target-Positionen können eine normale Folge der interregionalen Spezialisierung sein, so etwa, wenn ein Land wie Luxemburg oder die Niederlande als Finanzzentrum fungiert, das Mittel von überallher anzieht und nicht in denselben Ländern wieder anlegt. In Relation zum Bruttoinlandsprodukt des Landes ist übrigens die Target-Forderung der luxemburgischen Zentralbank deutlich größer als die der Deutschen Bundesbank; dort sieht man das als Zeichen für den Wettbewerbserfolg des Finanzplatzes Luxemburg. Man kann auch vermuten, dass in früheren Zeiten die entsprechenden Positionen bei den Landeszentralbanken Hessen und Niedersachsen deutliche „Ungleichgewichte“ auswiesen, da Geld aus Niedersachsen über den Finanzplatz Frankfurt angelegt wurde und das nicht in Niedersachsen.

Umgekehrt ist auch das Fehlen starker Veränderungen in den Target-Positionen kein verlässliches Signal. In den Jahren vor 2008 signalisierte das „Fieberthermometer“ der Target-Salden „keine Gefahr“, aber gerade in dieser Zeit trugen die hohen deutschen Kapitalexporte zum Aufbau der Immobilienblasen in den Peripherieländern bei, die später in die Krise führten. Solche Kapitalexporte sind allerdings auch nicht ohne weiteres als „Fieberthermometer“ anzusehen, denn für ein Land mit einer alternden Bevölkerung und einer hohen Sparneigung kann es sinnvoll sein, Mittel im Ausland anzulegen, so dass zu einem späteren Zeitpunkt die Erträge auf diese Anlagen zur Versorgung der Ruheständler beitragen.

Zur Identifikation von Fehlentwicklungen darf man nicht allein auf die Target-Salden oder die Kapitalverkehrssalden achten, sondern muss die zugrundeliegenden Mechanismen im Auge haben. In den Jahren vor 2008 wäre dies vor allem die Aufgabe der Bankenaufsicht gewesen. Eine makroprudenzielle Aufsicht gab es damals allerdings noch nicht, und die mikroprudenzielle Aufsicht versäumte es, den Risiken angemessen Rechnung zu tragen. Zu nennen sind insbesondere die Risiken aus Anlagen über Zweckgesellschaften ohne Eigenkapitalunterlegung abseits der Bilanz, aus extremer Fristentransformation bei der Refinanzierung langfristiger Anlagen, auch aus der Verflechtung über die Interbankenmärkte. Die Verflechtung über die Interbankenmärkte – und der Zusammenbruch dieser Märkte – in der Euro-Krise trug erheblich zum dramatischen Anstieg der Target-Positionen 2011–12 bei. Dieser Ausschlag des „Fieberthermometers“ signalisierte dann die Realisierung der Risiken – zur Vorbeugung war das allerdings zu spät.

2. Verursachen Target-Salden Risiken für die Steuerzahler?

2.1 Rechtliche und betriebswirtschaftliche Einordnung

Der AfD-Antrag warnt vor den Risiken der Target-Salden für die deutschen Steuerzahler. Er stützt sich dabei auf Analysen von Hans-Werner Sinn und Clemens Fuest.⁶ Nach diesen Analysen stehen mit den fast 1000 Milliarden Euro Target-Forderungen der Deutschen Bundesbank mehr als 50 Prozent des deutschen Nettoauslandsvermögens im Risiko. Die Risiken, so Fuest und Sinn (2018), betreffen nicht nur die Möglichkeit, dass ein Land aus der Währungsunion austritt und dabei seine Schulden nicht bezahlt; vielmehr könnten sich einige Risiken selbst dann realisieren, wenn es keinen Austritt aus der Währungsunion gibt.

Diese Analysen sind fehlerhaft. Die im AfD-Antrag zitierten Ausführungen von Fuest und Sinn zu Target-Risiken ohne Euro-Austritte beruhen auf einer unvollständigen Lektüre der relevanten Rechtsnormen, die Ausführungen zu Target-Risiken bei Euro-Austritten auf einer ungenauen Analyse der rechtlichen und wirtschaftlichen Zusammenhänge. So weist die Aussage, mit den fast 1000 Milliarden Euro Target-Forderungen der Deutschen Bundesbank ständen mehr als 50 Prozent des deutschen Nettoauslandsvermögens im Risiko, folgende Probleme auf:

- Zum einen werden Brutto- und Nettogrößen verglichen. Für das Verhältnis zur EZB weist die Bilanz der Deutschen Bundesbank nicht nur Target-Forderungen von über 900 Milliarden Euro, sondern auch Verbindlichkeiten aus „übermäßiger“ Bargeldausgabe von über 300 Milliarden Euro aus; die Nettoposition kommt auf weniger als 600 Milliarden Euro.
- Zum anderen ist das „deutsche Nettoauslandsvermögen“ ein statistisches Artefakt, dessen ökonomische Bedeutung unklar ist. Das Nettovermögen einer Person ist ein Maß für die Handlungsspielräume dieser Person in den Märkten. Es gibt kein „Wir“, dessen Handlungsspielräume durch das statistische Artefakt Nettoauslandsvermögen gemessen würden. Es gibt allenfalls eine Betroffenheit des deutschen Steuerzahlers durch die betriebswirtschaftliche Entwicklung der Deutschen Bundesbank.
- Die Target-Forderungen in der Bilanz der Deutschen Bundesbank sind Teil einer Rechnungslegung, die auf Konventionen beruht und die wirtschaftlichen Zusammenhänge nicht angemessen widerspiegelt. Die in der Bilanz der Deutschen Bundesbank für verschiedene Positionen angegebenen Zahlen entsprechen nicht dem jeweiligen Zeitwert der aufgrund dieser Positionen zu erwartenden Erträge oder Zahlungsverpflichtungen.

⁶ Insbesondere C. Fuest und H.-W. Sinn, „Target-Risiken ohne Euro-Austritte“, ifo-Schnelldienst 71/24, Dezember 2018. Siehe auch H.-W. Sinn, „The Euro Trap: On Bursting Bubbles, Budgets, and Beliefs“, Oxford University Press, Oxford 2014, sowie H.-W. Sinn, „Fast 1000 Milliarden Target-Forderungen der Bundesbank: Was steckt dahinter?“, ifo-Schnelldienst 71/14, Juli 2018.

- Die Deutsche Bundesbank ist keine rein deutsche Institution. In Art. 14 Abs. 3 der Satzung des ESZB und der EZB (im folgenden „Satzung“), die als Protokollnotiz Nr. 4 integraler Bestandteil des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union ist, heißt es ausdrücklich: „Die nationalen Zentralbanken sind integraler Bestandteil des ESZB und handeln gemäß den Leitlinien und Weisungen der EZB.“

Die Unterwerfung der nationalen Zentralbanken unter die Leitlinien der EZB beschränkt sich auf ihre Tätigkeit im Rahmen der Geldpolitik. Nach Art. 14 Abs. 4 der Satzung können sie darüber hinaus „in eigener Verantwortung und auf eigene Rechnung“ weitere Aktivitäten durchführen. Im Übrigen sind ihre Präsidenten jeweils *ad personam* an der Beschlussfassung des EZB-Rats beteiligt, und sind die nationalen Zentralbanken nach Art. 32 und 33 der Satzung an den Einkünften des ESZB und den Gewinnen der EZB beteiligt.

Die Bilanzen der nationalen Zentralbanken führen geldpolitisch begründete Positionen und Positionen „in eigener Verantwortung und auf eigene Rechnung“ unvermittelt nebeneinander auf. So ist es auch möglich, dass Aktivgeschäfte wie der Kauf von Wertpapieren „in eigener Verantwortung und auf eigene Rechnung“ durch Geschäftsbankeneinlagen oder durch Notenausgabe finanziert werden, d. h. durch geldpolitisch relevante Passivgeschäfte. Aufgrund der Vermengung von Aktivitäten in Ausführung der Leitlinien und Weisungen der EZB und von Aktivitäten in eigener Verantwortung und auf eigene Rechnung ist es praktisch unmöglich, aus der Bilanz einer nationalen Zentralbank auf deren wirtschaftliche Lage zurückzuschließen. Das wäre anders, wenn die nationalen Zentralbanken ihre geldpolitischen Aktivitäten in Tochtergesellschaften ausgliederten und in ihren eigenen Bilanzen nur die Eigentumspositionen an diesen Tochtergesellschaften aufführten.

In diesem Fall würden die Target-Positionen gar nicht in der Bilanz der nationalen Zentralbanken erscheinen, denn diese Positionen ergeben sich aus der im EU-Vertrag festgelegten Verantwortung des ESZB für die Funktionsfähigkeit der Zahlungssysteme. Es handelt sich nicht um Kredite bzw. Schulden auf einzelvertraglicher Grundlage, sondern um Positionen in einem Kontensystem, das die ESZB-internen Vorgänge widerspiegelt, so wie etwa das Kontensystem der Zentrale und der Filialen der Commerzbank die konzerninternen Vorgänge widerspiegelt. Die mit solchen Positionen in einem systeminternen Kontensystem verbundenen Rechte und Pflichten hängen von den Regeln des Systems ab, im Fall der Target-Positionen von der Satzung des ESZB und der EZB und den Beschlüssen des EZB-Rats über die Verteilung der monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, zuletzt Beschluss EZB/2016/36.

Die Satzung des ESZB und der EZB behandelt Geldpolitik als gemeinsame Tätigkeit aller Zentralbanken und sieht eine Vergemeinschaftung der Einkünfte vor. Nach Art. 32 der Satzung werden die monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken zusammengezogen und das Ergebnis

entsprechend den eingezahlten Anteilen an der EZB verteilt. Nach Art. 33 der Satzung werden auch die Gewinne der EZB entsprechend den eingezahlten Anteilen verteilt.

Als *monetäre Einkünfte* werden die Einkünfte auf diejenigen Vermögenswerte bezeichnet, die über die Ausgabe von Zentralbankgeld finanziert werden, in erster Linie in Form von Geschäftsbankeneinlagen und Banknoten. Bei der Refinanzierung anfallende Zinskosten können abgezogen werden (Art. 32 Abs. 4 Satz 1).

Nach den Beschlüssen des EZB-Rats sind hier auch die Target-Positionen zu berücksichtigen: Wenn die Banca d'Italia einer italienischen Geschäftsbank einen Refinanzierungskredit gewährt und diese den Betrag für eine Überweisung nach Deutschland verwendet, so steht dem Kredit an die Geschäftsbank in der Bilanz der Banca d'Italia nicht mehr die Einlage der Geschäftsbank gegenüber, sondern eine zusätzliche Target-Verbindlichkeit gegenüber der EZB. Bei der Deutschen Bundesbank bewirkt die Transaktion eine zusätzliche Target-Forderung an die EZB sowie eine zusätzliche Einlage der deutschen Bank, an die die Überweisung ging. Die zusätzliche Target-Verbindlichkeit der Banca d'Italia wird als Zentralbankgeldfinanzierung behandelt, die zusätzliche Target-Forderung der Deutschen Bundesbank als Vermögenswert, der mit Zentralbankgeld finanziert wird. Dieses Vorgehen hat zur Folge, dass die Einkünfte aus dem Kredit der Banca d'Italia an die italienische Geschäftsbank nach wie vor den monetären Einkünften der Banca d'Italia zugerechnet werden und dass die Deutsche Bundesbank nicht zusätzliche eigene Vermögenswerte in die Berechnung der monetären Einkünfte einbeziehen muss.

Bei der Berechnung der monetären Einkünfte des ESZB und der EZB insgesamt fallen die Target-Positionen heraus. Nach den Beschlüssen des EZB-Rats ist für Target-Forderungen wie für Target-Verbindlichkeiten jeweils eine Verzinsung zum Hauptrefinanzierungszinssatz zu veranschlagen. Da jeder Target-Forderung einer nationalen Zentralbank gegenüber der EZB eine Target-Verbindlichkeit der EZB gegenüber der betreffenden Zentralbank gegenübersteht, saldieren sich die so veranschlagten Verzinsungen zu null. So hat die genannte Überweisung der italienischen Geschäftsbank nach Deutschland keinen Einfluss auf die Höhe oder auf die Verteilung der monetären Einkünfte im Eurosystem. Dieses Ergebnis ist genau der Sinn der EZB-Ratsbeschlüsse zum Umgang mit den Target-Positionen bei der Berechnung und Verteilung der monetären Einkünfte im ESZB.

In der deutschen Diskussion, die auch im Antrag der FDP-Fraktion anklingt, wird über die Verzinsung der Target-Positionen so gesprochen, als gehe es um eine Zahlung, die den „Gläubigern“ zufließen bzw. von den „Schuldnern“ zu leisten sind. Dabei wird gerne moniert, dass die Verzinsung zu niedrig ist, zumal der Hauptrefinanzierungszinssatz derzeit bei null liegt.

Diese Vorstellung von „Verzinsung“ ist falsch. Die „Verzinsung“ der Target-Positionen hat nichts mit Zahlungen von Schuldnern an Gläubiger zu tun. Sie betrifft lediglich die Zurechnung

von Einkommen bzw. Kosten der nationalen Zentralbanken im Rahmen der Ermittlung der monetären Einkünfte, die in die Verteilung im Eurosystem eingehen. Da die Target-Positionen in der Summierung über alle Beteiligten null ergeben, ist der für sie angesetzte Zinssatz für die Ertragsanteile der nationalen Zentralbanken letztlich irrelevant.⁷

Die Erträge, die die Deutsche Bundesbank aus ihrer Beteiligung am Eurosystem zu bekommen hat, sind also unabhängig von der Höhe ihrer Target-Forderungen. Anders formuliert: Der Zeitwert der auf die Target-Forderungen gegründeten zukünftigen Erträge ist null. Die den Target-Forderungen entsprechende Bilanzposition spiegelt ESZB-interne Vorgänge, aus denen sich kein Ertragsanspruch ergibt. Hätte man die geldpolitischen Aktivitäten in eine getrennt bilanzierende Tochtergesellschaft ausgelagert, so wäre der Wert der Beteiligung an dieser Tochtergesellschaft völlig unabhängig von deren Target-Positionen.

Einer vollständigen Trennung von monetären und nicht-monetären Aktivitäten steht allerdings entgegen, dass bestimmte Anlagen als nicht-monetäre Aktivitäten behandelt werden, obwohl sie mit Zentralbankgeld finanziert werden. Zu nennen sind vor allem die sogenannten Nettofinanzanlagen, definiert als Überschuss der nicht geldpolitisch begründeten Anlagen über die nicht geldpolitisch begründeten Verbindlichkeiten (Net Financial Assets – NFA), und die Notfall-Liquiditätshilfen an Geschäftsbanken (Emergency Liquidity Assistance – ELA), die beide als Aktivitäten „in eigener Verantwortung und auf eigene Rechnung“ nach Art. 14 Abs. 4 der Satzung behandelt werden. Ersteres ist historisch bedingt: Als man bei Gründung der EZB die Steuerung der Geschäftsbankenliquidität als zentrales geldpolitisches Instrument wählte, diente die Zulassung von NFA dazu, dass die Zentralbanken, die ihre Geldpolitik zuvor über Offenmarktinterventionen betrieben hatten, nicht gezwungen wurden, ihre Wertpapiere alsbald zu verkaufen. Letzteres soll dazu dienen, die Zentralbanken anderer Mitgliedstaaten gegenüber den Risiken von Krediten an Geschäftsbanken zu immunisieren, die sich ihre Liquidität nicht mehr am Markt beschaffen können.

Man kann Zweifel haben, ob der Umgang mit NFA und ELA vertragskonform ist. Bei NFA hätte es nahegelegen, eine Übergangsregelung vorzusehen. Stattdessen hat man die für NFA vorgesehene Regelung auf die im Rahmen des Ankaufprogramms seit 2015 erworbenen Wertpapiere ausgeweitet. Aufgrund der bereits erwähnten Initiative von Bundesbankpräsident Weidmann werden diese Wertpapiere im Hinblick auf die monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken so behandelt, als wären dies Anlagen, die die nationalen Zentralbanken gemäß Art. 14 Abs.

⁷ Soweit die Target-Forderungen und Verbindlichkeiten der EZB selbst sich nicht zu null saldieren, hat dieser Zinssatz allerdings Einfluss darauf, in welchem Maße monetäre Einkünfte den nationalen Notenbanken zugerechnet und nach Art. 32 der Satzung unmittelbar unter diesen verteilt werden und in welchem Maße sie der EZB zugerechnet werden und den Regeln für die Verteilung der Gewinne der EZB nach Art. 33 der Satzung unterliegen. Für die Summe der Ertragsansprüche einer nationalen Zentralbank spielt diese Unterscheidung letztlich keine Rolle, da der Verteilungsschlüssel in beiden Fällen derselbe ist.

4 der Satzung „in eigener Verantwortung und auf eigene Rechnung“ tätigen. Dieses Vorgehen soll, wie schon das Vorgehen bei ELA-Krediten, dafür sorgen, dass die Risiken dieser Titel bei den zuständigen nationalen Zentralbanken verbleiben und nicht dem ESZB insgesamt zur Last fallen.

2.2 Gibt es Target-Risiken ohne Euro-Austritte?

Fuest und Sinn (2018) behaupten, die Immunisierung des ESZB gegenüber den Risiken nationaler Aktivitäten und nationaler Schuldtitel funktioniere nicht, die Target-Salden brächten Risiken für die Deutsche Bundesbank mit sich, auch wenn es nicht zum Euro-Austritt eines Landes käme. Der AfD-Antrag beruft sich auf diese These von Fuest und Sinn. Die These von Fuest und Sinn ist jedoch weitgehend haltlos. Die Autoren haben übersehen, dass bei der Ermittlung der monetären Einkünfte einer nationalen Zentralbank die Zinskosten dieser Zentralbank abzuziehen sind (Art. 32 Abs. 4 Satz 1 der Satzung).

Für Nettofinanzanlagen (NFA), ELA-Kredite und Wertpapierkäufe im Rahmen des Ankaufsprogramms gilt folgendes:

- Die tatsächlich erzielten Einkünfte auf diese Anlagen werden nicht als monetäre Einkünfte angesehen. Sie gehen nicht in die Vergemeinschaftung der Einkünfte ein; auch etwaige Verluste werden nicht vergemeinschaftet.
- Wenn diese Anlagen mit monetären Verbindlichkeiten finanziert werden und daher die monetären Verbindlichkeiten insgesamt höher sind als die monetären Vermögenswerte, wird den monetären Vermögenswerten ein fiktiver Vermögenswert in Höhe des Saldo zugerechnet. Für diesen fiktiven Vermögenswert wird eine Verzinsung zum Hauptrefinanzierungszinssatz veranschlagt.

Nach Fuest und Sinn bedeutet diese Regelung, dass die Deutsche Bundesbank gegenüber den Risiken von ELA-Krediten für griechische Geschäftsbanken nur unvollkommen immunisiert ist. Die fiktive Verzinsung zum Hauptrefinanzierungszinssatz bedingt eine Verpflichtung der griechischen Zentralbank gegenüber dem Eurosystem, die diese möglicherweise nicht erfüllen kann. Der Hauptrefinanzierungszinssatz liegt heute zwar bei null, so dass das Problem entfällt, aber bei positivem Hauptrefinanzierungszinssatz könnte es auftreten. 2015 etwa lag der Hauptrefinanzierungszinssatz bei 0,05 Prozent pro Jahr, so dass die 90 Milliarden Euro Notkredite an griechischen Banken eine Verpflichtung der griechischen Zentralbank gegenüber dem Eurosystem in Höhe von 45 Millionen Euro (auf das Jahr hochgerechnet, der tatsächliche Jahresdurchschnitt war niedriger) begründete. Wenn eine nationale Zentralbank eine solche Verpflichtung nicht erfüllen kann, z. B. weil alle ihre Vermögenswerte ausfallen, so erleiden auch die anderen Zentralbanken einen Schaden. Daher, so Fuest und Sinn, gibt es Target-Risiken auch ohne Euro-Austritte.

Der Fehler dieser Argumentation liegt darin, dass die Refinanzierungskosten nicht berücksichtigt werden. Im Fall von Griechenland 2015 ging ein erheblicher Teil der bei den Geschäftsbanken abgezogenen Mittel ins Ausland. Die ELA-Kredite ersetzen diese Mittel. Die Target-Verbindlichkeiten der griechischen Zentralbank lagen über 100 Milliarden Euro. Rechnen wir 90 Milliarden davon den Notkrediten zu, so kommen wir bei einem Hauptrefinanzierungszinssatz von 0,05 Prozent auf Refinanzierungskosten der ELA-Kredite in Höhe von 45 Millionen Euro. Zieht man diesen Betrag entsprechend Art. 32 Abs. 4 Satz 1 der Satzung von den monetären Einkünften der griechischen Zentralbank ab, so belief sich der Beitrag der ELA-Kreditvergabe zu den in das ESZB einzubringenden monetären Einkünfte der griechischen Zentralbank auf null.

Ganz allgemein gilt: Wenn eine Akquisition von Vermögenswerten durch eine nationale Zentralbank „in eigener Verantwortung und auf eigene Rechnung“ mit einer Erhöhung der Target-Verbindlichkeiten dieser Zentralbank einhergeht, wie von Fuest und Sinn unterstellt, so hat die Transaktion *keinen* Einfluss auf die monetären Einkünfte dieser Zentralbank und damit des ESZB. Diese Aussage gilt auch für die Akquisition italienischer Staatsanleihen durch die Banca d’Italia seit 2015 und die damit einhergehende Erhöhung von deren Target-Verbindlichkeiten. Die von Fuest und Sinn behauptete Verpflichtung, auf die sie – und die AfD-Fraktion – die Warnung vor Target-Risiken ohne Euro-Austritte begründen, besteht in diesem Fall nicht.

Man kann sich auch vorstellen, dass z. B. ELA-Kredite zur Abwehr eines Bank Run, eines Schaltersturms dienen, und dementsprechend mit einer Erhöhung der Notenausgabe einhergehen. Für einen Teil dieser Erhöhung, im Fall Griechenlands 2,3 Prozent, wäre der zu veranschlagende Refinanzierungszinssatz null, für den Rest wiederum der Hauptrefinanzierungszinssatz. Bei einer Finanzierung durch Notenausgabe hätten die ELA-Kredite von 2015 den Beitrag der griechischen Zentralbank um ungefähr 1 Million Euro erhöht (0,05 % mal 90 Milliarden minus 0,05% mal 97,7% von 90 Milliarden).⁸

Zur Einordnung dieser Zahl ist anzumerken, dass die für 2015 insgesamt ausgewiesenen (und ausgeschütteten) Einkünfte der griechischen Zentralbank bei 1,9 Milliarden Euro lagen, der Gewinn bei über 1,1 Milliarden. Maßgeblich für dieses Ergebnis waren u.a. die hohen Zinsen, die die griechischen Geschäftsbanken auf die ELA-Kredite zahlten.

Von diesen Zinsen hatten das ESZB, die Deutsche Bundesbank und der deutsche Steuerzahler allerdings nichts. Die Abwälzung der Risiken der ELA-Kredite ist zwar, entgegen den Aussagen von Fuest und Sinn und der AfD-Fraktion, wirksam, bedingt aber gleichzeitig einen Verzicht des

⁸ Für Einzelheiten siehe Hellwig (2018). Bei einer Finanzierung durch Geschäftsbankeneinlagen wären die Einlagenzinsen abzuziehen. Bei negativen Einlagenzinsen ergäbe sich eine zusätzliche Verpflichtung gegenüber dem ESZB. Im Fall von Griechenland 2015 hätte diese Verpflichtung 180 Millionen Euro ausgemacht, bei einem Einlagenzins von -0,20%. Die Gesamtverpflichtung hätte also bei 225 Millionen Euro gelegen (und wäre auch bei höheren Zinssätzen nicht größer gewesen, solange die Spanne zwischen dem Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte und für Geschäftsbankeneinlagen bei 0,25% lag, wie dies in der Vergangenheit üblich war).

Eurosystems auf die hohen Zinsen auf diese Kredite und hat insofern auch Kosten für die Deutsche Bundesbank und den deutschen Steuerzahler.

2.3 Austrittsrisiken

Beide Anträge warnen vor den Risiken, die der Austritt eines Mitgliedstaats aus der Währungsunion oder gar der Zerfall der Währungsunion für den deutschen Steuerzahler mit sich bringen würde. Im Raum steht die Befürchtung, dass die Target-Forderungen der Deutschen Bundesbank teilweise oder ganz verloren gehen.

Wir halten diese Befürchtung für verfehlt. Die Fokussierung auf die Target-Positionen lenkt ab von den eigentlichen Risiken, die mit dem Austritt eines Mitgliedstaats aus der Währungsunion verbunden sind. Die aufgrund der Furcht vor Target-Risiken empfohlenen Maßnahmen sind teilweise geeignet, diese eigentlichen Risiken noch zu vergrößern.

Die rechtlichen Wirkungen des Austritts eines Mitgliedstaats aus der Währungsunion sind unklar. Der EU-Vertrag sagt dazu bewusst nichts, nach diesem Vertrag ist ein Austritt nicht vorgesehen. Es würde also darauf ankommen, was die Austrittsverhandlungen ergeben.

In solchen Verhandlungen werden die EU-Institutionen, EZB und Kommission, und die verbleibenden Mitglieder der Währungsunion vermutlich geltend machen, etwaige Target-Verbindlichkeiten der Zentralbank des austretenden Landes seien als Schuldtitel zu behandeln und nach dem völkerrechtlichen Prinzip *pacta sunt servanda* zu bedienen. Das austretende Land würde hingegen geltend machen, es handle sich nicht um echte Schuldtitel, sondern um Positionen in einem Kontensystem, das die ESZB-internen Vorgänge widerspiegelt, die der Erfüllung der vertraglichen und satzungsmäßigen Pflichten dienen. Da die nationale Zentralbank hier gemäß Art. 14 Abs. 3 der Satzung auf Weisung der EZB tätig gewesen sei, seien die Target-Positionen nicht durch Verträge entstanden, und das Prinzip *pacta sunt servanda* sei nicht anzuwenden.

Es ist müßig, über diese Rechtsfragen zu spekulieren. Das Verhandlungsergebnis dürfte ohnehin von den dann vorliegenden Machtverhältnissen abhängen. Unterstellen wir aber, die Warnungen vor dem Verlust der Target-Forderungen seien berechtigt, beispielsweise im Fall eines Austritts Italiens aus der Währungsunion, dass im Zuge der Verhandlungen die Target-Verbindlichkeit der Banca d'Italia gegenüber der EZB in Höhe von rund 500 Milliarden Euro gestrichen wird. Was wären die Folgen?

An dieser Stelle ist zwischen den Folgen für die Rechnungslegung und den wirtschaftlichen Folgen zu unterscheiden. Wir hatten schon oben darauf hingewiesen, dass der Ausweis der Target-

Positionen in den Bilanzen der Zentralbanken nichts mit dem Zeitwert der an die Target-Positionen geknüpften Ertragsströme zu tun hat, denn letzterer ist null, da die Ertragsansprüche der Zentralbanken im Ergebnis nicht von den Target-Positionen abhängen.

Wenn Target-Verbindlichkeiten einer nationalen Zentralbank gegenüber der EZB ersatzlos gestrichen werden, muss diese die entsprechende Target-Forderung abschreiben. Die EZB würde vermutlich einen Verlust verbuchen, so dass ihr eigenes Eigenkapital sich entsprechend verringerte.⁹ Möglicherweise würde die EZB darauf dringen, dass die verbleibenden nationalen Zentralbanken ihre Target-Forderungen gegenüber der EZB reduzieren oder der EZB zusätzliches Eigenkapital zuführen. Im ersten Fall ergäbe sich eine Reduktion der Target-Forderungen der Deutschen Bundesbank um ca. 150 Milliarden Euro.

Was würde das für die Deutsche Bundesbank bedeuten? Wir reden hier über den „Ausfall“ einer „Forderung“, die die Deutsche Bundesbank zu nichts berechtigt. Da die „Forderung“ die Deutsche Bundesbank zu nichts berechtigt, hätte dieser Ausfall selbst keine betriebswirtschaftlichen Folgen.

Betriebswirtschaftliche Folgen des Austritts eines Landes aus der Währungsunion ergeben sich nur daraus, dass zum einen die monetären Einkünfte der Zentralbank dieses Landes nicht mehr im ESZB vergemeinschaftet werden, zum anderen die Zentralbank dieses Landes ihren Anspruch auf Beteiligung an den monetären Einkünften des ESZB und an den Gewinnen der EZB verliert. Ist der Anteil der Zentralbank an den monetären Einkünften des ESZB und den Gewinnen der EZB größer als ihr Beitrag zu den monetären Einkünften des ESZB, so wäre der Austritt des Landes für die verbleibenden Mitglieder des ESZB betriebswirtschaftlich sogar von Vorteil – und für das betreffende Land von Nachteil, deshalb dürfte ein Austritt bei dieser Konstellation kaum vorkommen. Im umgekehrten Fall, wo der Anteil der Zentralbank an den monetären Einkünften des ESZB und den Gewinnen der EZB kleiner ist als ihr Beitrag zu den monetären Einkünften des ESZB, wäre ein Austritt für das betreffende Land betriebswirtschaftlich von Vorteil – und für die übrigen Mitgliedstaaten von Nachteil. Die Abwägung hat aber in keinem Fall mit der Höhe der Target-Salden zu tun.

Unterstellen wir, dass die monetären Einkünfte der Zentralbank des austretenden Landes und ihr Anteil an den monetären Einkünften des ESZB und den Gewinnen der EZB sich gerade ausgleichen, so hat der Austritt keine Wirkungen auf die von der Bundesbank zu erwartenden Ertragsströme aus ihrer Beteiligung an der Währungsunion. Die Target-Forderungen gegenüber der EZB würden teilweise abgeschrieben, aber diese Abschreibung einer „Forderung“, deren Zeitwert schon vorher null war, wäre eine reine buchhalterische Operation.

⁹ Sie könnte auch entsprechend dem Vorgehen der Bundesbank bei Verlusten auf Devisenreserven im Zuge von Wechselkursänderungen 1973 einen fiktiven „Ausgleichsposten für Ausfall von Target-Forderungen“ in ihre Bilanz aufnehmen, ohne das ausgewiesene Eigenkapital zu verringern.

Nun können auch rein buchhalterische Operationen betriebswirtschaftliche Wirkungen haben. So könnte die Bundesbank sich genötigt sehen, zusätzliches Eigenkapital aufzunehmen. Da dieses Eigenkapital vom Bund aufgebracht werden müsste, könnte man vermuten, dass letztlich doch der Steuerzahler im Risiko steht. Diese Vermutung ist aber so nicht richtig.

Stellen wir uns vor, dass der Bund der Bundesbank zusätzliches Eigenkapital in Höhe von 150 Milliarden Euro zur Verfügung stellt und diese Operation durch Ausgabe von Schuldtiteln finanziert. Stellen wir uns ferner vor, dass die Bundesbank die Mittel, die der Bund ihr zur Verfügung stellt, in Schuldtitel mit derselben Verzinsung wie die Bundesanleihen investiert. Das Eigenkapital gilt als nicht-monetäre Finanzierung, insofern gehen die Erträge auf die damit finanzierten Vermögenswerte nicht in die monetären Einkünfte des Eurosystems ein, sondern kommen voll der Bundesbank zu und können von dieser an den Bund ausgeschüttet werden. Der Bund kann diese Erträge verwenden, um die ausgegebenen Schuldtitel zu bedienen. Der Rest des Bundeshaushalts wird von der ganzen Operation nicht berührt.

Hinter dieser Überlegung stehen zwei Erwägungen: (i) Das Einbringen zusätzlichen Eigenkapitals erfordert nicht nur eine Leistung des Bundes, sondern bringt diesem auch Erträge. (ii) Wenn die buchhalterische Operation, die die Rekapitalisierung veranlasst, in diesem Fall die Abschreibung von Target-„Forderungen“, keine Änderung der zu erwartenden Ertragsströme widerspiegelt, gibt es auch keine Änderung der vom Bund zu erwartenden Ausschüttungen.

Die vorstehenden Überlegungen gelten analog auch für den im Antrag der FDP-Fraktion diskutierten Fall, dass die Belastung des Eigenkapitals durch Buchverluste auf Target-Forderungen durch Verringerungen der Ausschüttungen der Bundesbank an den Bund kompensiert wird. Insofern den Buchverlusten auf Target-Forderungen keine Änderungen der Ertragsströme entsprechen, bedeutet die Verringerung der Ausschüttungen nicht nur, dass der Bund weniger Geld bekommt, sondern auch, dass die Bundesbank mehr Vermögenswerte hält, und auf diese bekommt sie im weiteren Verlauf zusätzliche Erträge. Dieser Aspekt wird im Antrag der FDP-Fraktion übersehen.

Für die Deutsche Bundesbank, den Bund und die deutschen Steuerzahler kommt es auf die realen betriebswirtschaftlichen Auswirkungen des Austritts an. Diese wiederum hängen nicht von den Target-Salden ab, sondern vom Verhältnis zwischen dem, was die Zentralbank des austretenden Landes zu den monetären Einkünften des Eurosystems beiträgt, und dem, was sie als Anteil an den Einkünften aus dem Eurosystem herauszieht.

Für Italien ergibt sich dazu folgende überschlägige Rechnung: Die Bilanz der Banca d'Italia wies Ende 2017 insgesamt ca. 610 Milliarden Euro an geldpolitisch bedingten Vermögenswerten, Refinanzierungskrediten und Wertpapieren aus. Die konsolidierte Bilanz des ESZB insgesamt wies

ca. 3580 Milliarden Euro an geldpolitisch bedingten Vermögenswerten aus. Der Anteil der Banca d'Italia an den monetären Einkünften des ESZB beträgt 17,6 Prozent, entsprechend ihrem Anteil am eingezahlten Kapital der EZB. In erster Näherung beträgt daher der Wert ihres Anspruchs auf Anteile an den monetären Einkünften des ESZB 17,6 Prozent von 3580 Milliarden, d. h. ca. 630 Milliarden Euro, das ist mehr als der Wert der Anlagen, die Italien im Fall eines Austritts dem Eurosystem entziehen würde. Der betriebswirtschaftliche Effekt eines Austritts wäre demnach für die Banca d'Italia tendenziell negativ, für die übrigen Zentralbanken positiv, wenn auch sehr gering. Der tatsächliche Wert dürfte allerdings größer sein, denn in dieser Rechnung ist nicht berücksichtigt, dass Zentralbanken mit positiven Target-Forderungen in größerem Umfang Einkünfte in das ESZB einbringen, die sie bei negativen Einlagenzinsen auf die Geschäftsbankeneinlagen verdienen.

Ebenfalls nicht berücksichtigt ist die Tatsache, dass ein erheblicher Teil der Vermögenswerte der Banca d'Italia dem seit 2015 verfolgten Wertpapierankaufprogramm des ESZB zuzurechnen ist und von der Vergemeinschaftung der Einkünfte im Eurosystem ausgenommen ist. Setzt man den betreffenden Betrag mit 200 Milliarden Euro an und unterstellt, dass diese 200 Milliarden Euro – entsprechend den dazu gefassten EZB-Beschlüssen – 17,6 Prozent der Ankäufe des ESZB insgesamt ausmachen, so entfallen ca. 410 Milliarden auf den Wert der Anlagen, die die Banca d'Italia dem ESZB im Falle eines Austritts entzöge, und ca. 430 Milliarden auf den Wert der Ansprüche auf Anteile an den monetären Einkünften des ESZB. Die Differenz beläuft sich wie zuvor auf 20 Milliarden Euro.

Dass die Differenz genauso hoch ist wie zuvor, ist kein Zufall. Ein Programm, bei dem alle Zentralbanken im Verhältnis ihrer Anteilsansprüche Wertpapiere kaufen und bei dem die Erträge dieser Wertpapiere der Vergemeinschaftung entzogen sind, ist in erster Näherung neutral bezüglich der betriebswirtschaftlichen Wirkungen eines Austritts aus der Währungsunion.¹⁰ Die oben erwähnte besondere Regelung für das Wertpapierankaufprogramm des ESZB seit 2015 bewirkt, dass dieses Programm keinen Einfluss hat auf die Abwägung zwischen den Vorteilen einer Herausnahme eigener Vermögenswerte aus der Vergemeinschaftung der Einkünfte im Eurosystem und den Nachteilen eines Ausscheidens aus der Verteilung der Einkünfte des Eurosystems. Wer sich am Anwachsen der Target-Positionen seit 2015 stört, sollte bedenken, dass dieses Anwachsen gerade mit den Modalitäten des Wertpapierankaufprogramms zu tun hat, die von Bundesbankpräsident Weidmann durchgesetzt wurden, um die Bundesbank vor den Risiken dieses Programms zu schützen.

Die Vorstellung, Italien habe viel zu gewinnen, wenn es aus der Währungsunion austritt und Target-Verbindlichkeiten von 500 Milliarden Euro aus den Büchern streicht, ist also abwegig. Verbindlichkeiten, die keine Verpflichtung mit sich bringen, aus den Büchern zu streichen, bringt

¹⁰ Für Details der Argumentation siehe Hellwig (2018).

abgesehen von einem gewissen Show-Effekt keine Vorteile. Betriebswirtschaftliche Vorteile ergeben sich daraus, dass man dem Eurosystem Vermögenswerte entzieht. Diesen Vorteilen steht der Nachteil gegenüber, dass man den Anspruch auf Beteiligung an den Einkünften des ESZB verliert. Der Netto-Effekt hat mit den Target-Salden nichts zu tun und ist so klein, dass er für die Beurteilung der Wirkungen eines Austritts in ihrer Gesamtheit kaum ins Gewicht fällt.

2.4 Die Reformvorschläge der Fraktionen von FDP und AfD für das Target-System

Die vorliegenden Anträge enthalten verschiedene Vorschläge für eine Reform des Target-Systems. Nach dem Antrag der AfD-Fraktion sollen Target-Verbindlichkeiten besichert werden. Für die Besicherung sollen Vermögensgegenstände in absteigender Bonität, beginnend mit Gold, verwandt werden. Nach dem Antrag der FDP-Fraktion soll ein geordnetes Austrittsverfahren eingeführt werden, bei dem negative Target-Salden bei Verlassen der Währungsunion in auf Euro lautende Staatsschuldtitel umgewandelt werden, ferner soll die Beschlussfassung im EZB-Rat über unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen, insbesondere Staatsanleihekaufprogramme und Absenkungen des Sicherheitenrahmens jeweils eine qualifizierte Mehrheit erfordern; auch die Vergabe von ELA-Krediten soll einer qualifizierten Mehrheit im EZB-Rat bedürfen.

Ehe wir inhaltlich auf diese Vorschläge eingehen, merken wir an, dass sie alle eine Änderung der Satzung des ESZB und der EZB erfordern. Da die Satzung als Protokollnotiz Nr. 4 integraler Bestandteil des Vertrags ist, wäre über eine Vertragsänderung zu verhandeln. Eine solche würde Einstimmigkeit erfordern. Die hier geforderten Änderungen wären nur durchzusetzen, wenn Deutschland an anderer Stelle eine Gegenleistung erbrächte. Wir sehen hier die Gefahr, dass die deutsche Seite im Zuge solcher Verhandlungen substanzielle Opfer erbringen müsste, um Probleme zu „lösen“, die in Wirklichkeit keine sind, deren Wahrnehmung aber in Teilen der Öffentlichkeit durch Missverständnisse und Fehler geprägt ist. Wir sehen auch die Gefahr, dass man sich auf Details konzentriert, ohne die Bedeutung dieser Details im Gesamtsystem zu berücksichtigen.

Zum Vorschlag der AfD-Fraktion: Der Vorschlag der AfD-Fraktion läuft letztlich auf eine Auflösung der Währungsunion hinaus. Der Vorschlag setzt voraus, dass Target-Forderungen und –Verbindlichkeiten das Ergebnis einer Kreditvergabe zwischen den beteiligten Zentralbanken sind, entsprechend den Währungsswaps und -krediten, die früher gelegentlich benutzt wurden, um im System von Bretton Woods die Wechselkurse zu stützen. Der Vorschlag impliziert, dass bei Nichtbeibringen geeigneter Sicherheiten die „Target-Kredite“ nicht gewährt werden. Ein solches Target-System käme einem System der Kreditvergabe auf Vertragsbasis sehr viel näher als jetzt, wo alle Beteiligten den Weisungen der EZB unterworfen sind und die Einkünfte grundsätzlich vergemeinschaftet werden. Ginge man in diese Richtung, müsste man erwarten, dass die Mitgliedstaaten und die nationalen Zentralbanken auch die Weisungsbefugnis der EZB infrage

stellen würden. Dann wäre es nicht mehr weit bis zu den Missbräuchen mit autonomer und exzessiver Geldschöpfung, die z. B. die lateinische Münzunion Ende des 19./Anfang des 20. Jahrhunderts zerstört haben.

Die Anträge der beiden Fraktionen suggerieren, dass es diese Missbräuche in Form exzessiver Geldschöpfung durch einzelne nationale Zentralbanken jetzt schon gibt. Wir halten das für eine unbelegte Unterstellung und werden diese Auffassung in Teil 3 dieser Stellungnahme begründen.

Soweit es den Antragstellern darum geht, zu verhindern, dass eine asymmetrische exzessive Geldschöpfung in bestimmten Mitgliedstaaten den dort ansässigen Personen und Institutionen die Möglichkeit gibt, durch „Selbstbedienung mit der Notenpresse“ und durch Target ermöglichte Überweisungen ins Ausland Güter und Vermögenswerte in Deutschland zu kaufen, ist anzumerken, dass es nicht genügt, nur den Überweisungsverkehr zu beschränken. Die Nutznießer solcher Missbräuche könnten auch Banknoten z. B. in Bozen abheben und per LKW nach Innsbruck oder Garmisch transportieren. Die Kosten wären zwar etwas höher als bei Überweisungen, aber die Vorstellung, man könne zwischen italienischen Euros und österreichischen oder deutschen Euros unterscheiden, erwiese sich als Illusion.

Soweit es den Antragstellern darum geht, die mit den Target-Positionen verbundenen Risiken für die Deutsche Bundesbank und die deutschen Steuerzahler zu verringern, ist anzumerken, dass ihr Vorschlag kontraproduktiv wirken kann. Wir hatten oben erläutert, dass die Target-Positionen – entgegen den Ausführungen der AfD-Fraktion und von Fuest und Sinn – ohne Euro-Austritte nicht mit Risiken für die Deutsche Bundesbank verbunden sind, da deren Ansprüche im ESZB von diesen Positionen überhaupt nicht abhängen. Wir hatten ferner erklärt, dass die bei Euro-Austritten auftretenden Risiken für die Deutsche Bundesbank und die deutschen Steuerzahler nicht von den Target-Positionen abhängen, sondern von der Frage, wie die Einkünfte der monetären Vermögenswerte der austretenden Zentralbanken sich zu ihren Anteilen an den Einkünften des Eurosystems verhalten. Eine Besicherung der Target-Positionen könnte einen Austritt jedoch attraktiver machen, denn er würde die Möglichkeit bieten, dass der austretende Staat die Zahlungen auf die als Sicherheiten der EZB angedienten Schuldtitel ausfallen lässt. Der Vorschlag der AfD hat insofern genau den gegenteiligen Effekt von der von Bundesbankpräsident Weidmann durchgesetzten Regelung für den Umgang mit Staatsschuldtiteln im Wertpapierankaufprogramm des ESZB. Unter der von Bundesbankpräsident Weidmann durchgesetzten Regelung hat z. B. die Banca d’Italia italienische Staatsanleihen gekauft und hält sie auf eigene Rechnung; eine Zahlungsverweigerung des italienischen Staats träfe zunächst die Banca d’Italia und damit den italienischen Staat selbst. Liegen diese Titel als Sicherheiten bei der EZB, so bietet ein Austritt in Verbindung mit einer Nichtanerkennung der Target-Verbindlichkeiten als Schulden und einer Zahlungsverweigerung auf die als Sicherheiten der EZB übergebenen Titel die Möglichkeit einer Entschuldung. Soweit die Sicherheiten aus privaten Schuldtiteln bestehen, ist zu bedenken, dass (i) die Kreditwürdigkeitsprüfung leidet, wenn man weiß, dass diese Titel als Sicherheiten an die

EZB weitergegeben werden, und (ii) im Fall eines Euro-Austritts und nachfolgender Abwertung der Währung des austretenden Landes die privaten Schuldner zu guten Teilen zahlungsunfähig oder sogar insolvent sein dürften, da ihre Einkünfte überwiegend in der Währung des Landes denominiert sind.

Zum Antrag der FDP-Fraktion auf Einführung eines geordneten Austrittsverfahrens: Die Vorstellung, ein Austritt könne in einem geordneten Verfahren durchgeführt werden, ist ähnlich naiv wie die Vorstellung, man könne eine systemrelevante Bank in einem geordneten Verfahren abwickeln, ohne dass es zu erheblichen Kollateralschäden käme. Dem Vorteil, dass gewisse Verfahrensautomatismen im Vorhinein festgelegt worden wären und dass gewisse Rechtsfragen im Vorhinein geklärt worden wären, so etwa die Frage nach dem rechtlichen Status von Target-Positionen im Fall eines Euro-Austritts, stünden die Kosten gegenüber, dass die Einführung des Euro als gemeinsamer Währung des Währungsraums von den Märkten nicht mehr als unwiderruflich angesehen würde. Dies könnte Krisen aufgrund selbsterfüllender Prognosen auslösen und den Währungsraum maßgeblich destabilisieren.

Auch mit einem geordneten Verfahren würde ein Euro-Austritt erhebliche Verwerfungen in den Märkten und im Wirtschaftsleben mit sich bringen. Er wäre auf jeden Fall mit größeren Veränderungen von Preisrelationen verbunden. Die Erwartung dieser Veränderungen würde Spekulationswellen erzeugen, die für ein geordnetes Verfahren kaum Platz lassen. Einige Mitgliedstaaten gelten als Weichwährungsländer, dort gäbe die Aussicht auf Euro-Austritt und Währungskonversion Anlass zu Abwertungserwartungen, die wiederum dürften eine Verkaufswelle für Nominalwerte nach sich ziehen dürften. Andere Mitgliedstaaten gelten als Hartwährungsländer, da käme es zu Aufwertungserwartungen und einer entsprechenden Kaufwelle. Diese Vorgänge könnten so massiv sein und so schnell vonstattengehen, dass die zuständigen politischen Instanzen nicht mehr Herren des Verfahrens wären. Gerade solche Erfahrungen in den 1970er und 1980er Jahren haben mit zur Gründung der Währungsunion mit zentraler Leitung durch den EZB-Rat geführt.

Der Vorschlag, Target-Verbindlichkeiten im Fall eines Austritts in auf Euro lautende Schuldtitel des betreffenden Staats umzuwandeln, würde die Austrittsanreize möglicherweise verringern. Die Aussicht, diesen Vorschlag in einer Verhandlung durchzusetzen, ist aber nicht groß. In Anbetracht unserer obigen Ausführungen zu den mit einem Austritt verbundenen Risiken warnen wir auch davor, zur Durchsetzung dieses Vorschlags Zugeständnisse an anderer Stelle zu machen.

Zum Vorschlag der FDP-Fraktion, für bestimmte Entscheidungen des EZB-Rats qualifizierte Mehrheiten zu verlangen: Wir stehen diesem Vorschlag aus mehreren Gründen skeptisch gegenüber. Zum einen wäre zu erwarten, dass in einer Verhandlung über die für diesen Vorschlag erforderliche Änderung der Satzung auch andere Teile der Satzung zur Diskussion ständen, darunter auch solche, die die Unabhängigkeit der Gremien des EZB sichern. Hier ist

daran zu erinnern, dass die Europäische Kommission im Zuge der Verhandlungen über die Europäische Verfassung 2003 angeregt hat, dass es möglich sein sollte, die Art. 10 – 12 der Satzung durch einstimmigen Beschluss des Rats auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung des Parlaments zu ändern. Diese Artikel betreffen den EZB-Rat und das EZB-Direktorium und behandeln u. a. die Bestimmungen für die Amtsdauer, die Bestellung und eine mögliche Entlassung und die Begrenzung auf eine Amtszeit.¹¹ Nach einem Protest des EZB-Präsidenten Trichet ist der Vorschlag der Kommission damals in der Versenkung verschwunden, aber es sollte klar sein, dass Kommission und Rat ein Interesse daran hätten, die Gelegenheit einer solchen Verhandlung zu nutzen, um sich eine stärkere Einflussnahme zu sichern. Es sollte auch klar sein, dass das Ergebnis aus deutscher Sicht nicht unbedingt eine Verbesserung wäre.

Zum andern ist der Begriff der „unkonventionellen Geldpolitik“ zu unpräzise, als dass er in eine solche Rechtsnorm gehörte. In früheren Zeiten galt Offenmarktpolitik als konventionelle Geldpolitik; dabei war klar, dass Offenmarktpolitik sich auf Staatsanleihen beziehen müsse, um Verzerrungen der Märkte für private Schuldtitel zu vermeiden. In Deutschland bediente die Geldpolitik sich traditionell mehr des Wechseldiskonts und der Lombardkredite, später der Pensionsgeschäfte, aber auch die Bundesbank hat in den 1970er Jahren Offenmarktpolitik mit Staatsanleihen betrieben. Da verschiedene Länder verschiedene Traditionen der Durchführung von Geldpolitik hatten, wäre zu fragen, welche dieser Traditionen herangezogen werden sollte, wenn es gilt, festzulegen, was „konventionell“ ist und was nicht.

Die Prominenz des Ausdrucks „unkonventionelle Geldpolitik“ seit 2008 reflektiert auch die Erkenntnis, dass das, was sich in den zwanzig Jahren davor als Konvention etabliert hatte, den Problemen nicht mehr angemessen war. In diesen zwei Jahrzehnten hatte man sich daran gewöhnt, Inflationsziele zu setzen und sich zur Implementieren auf die Steuerung von Zinssätzen zu verlassen. Die Tradition der Bundesbank, die auch auf Geldmengenaggregate geachtet hatte, wurde verdrängt und verschwand auch bei der EZB völlig, als Otmar Issing aus dem Direktorium ausschied. In der Krise 2008 stieß diese „Konvention“ des vorangegangenen Jahrzehnts an ihre Grenzen. Zum einen sind bei sehr niedrigen Zinssätzen die weiteren Möglichkeiten der Zinssteuerung beschränkt, zum anderen versagt die Steuerung des Geldsystems durch Zinssätze, wenn der Transmissionsmechanismus gestört ist, weil das Bankensystem in einer Krise ist. Die Abhängigkeit der Geldpolitik von der Funktionsfähigkeit des Bankensystems ist übrigens in Ländern besonders ausgeprägt, in denen die Zentralbank sich für ihre Interventionen auf Refinanzierungskredite für Banken verlässt und nicht auf Offenmarktpolitik.

Zum dritten schließlich unterschätzt der Vorschlag die Exekutivfunktion der Zentralbank, die in bestimmten Situationen auch schnelles und dezidiertes Handeln erfordert. Die im FDP-Antrag

¹¹ Siehe M. Hellwig, Switzerland and Euroland: European Monetary Union, monetary stability and financial stability, in: Schweizerische Nationalbank (ed.), The Swiss National Bank 1907 – 2007, NZZ Publishing, Zürich 2007, 741 – 780, insbesondere 748, und die dort angegebenen Quellen.

angepangerten „unkonventionellen“ Maßnahmen der EZB gehen zu guten Teilen auf den September und Oktober 2008 zurück und kamen damals auch und vor allem deutschen Banken zugute, so etwa Hypo Real Estate als einem der ersten Empfänger von umfangreichen ELA-Krediten. Das entschiedene Handeln der US-amerikanischen Federal Reserve, einschließlich der Bereitstellung von Liquiditätshilfen in dreistelliger Milliardenhöhe für in den USA tätige deutsche Großbanken und der Bereitstellung von Dollarliquidität in vierstelliger Milliardenhöhe im Rahmen von Währungsswaps mit der EZB hat damals maßgeblich dazu beigetragen, dass die Panik in den Interbankenmärkten nicht noch schlimmere Folgen hatte als ohnehin schon.

Als Deutsche sollten wir in diesem Zusammenhang bedenken, dass im Sommer 1931 die Deckungsvorschriften für die Bargeldausgabe die Reichsbank zwangen, ihre Unterstützung für die Großbanken zu beenden. In einem Run der Anleger auf die Reichsmark und auf die Banken waren die Bestände an Gold und Devisen binnen kurzem von 68 Prozent der Bargeldausgabe auf die gesetzliche Untergrenze von 40 Prozent geschrumpft. Als die Unterstützung durch die Reichsbank entfiel, beschleunigte sich der Run noch einmal, die Banken wurden geschlossen, wurden vom Staat übernommen und standen auch nach erneuter Öffnung nur begrenzt für Bankgeschäfte zur Verfügung. Die Kreditvergabe brach ein, das Bruttoinlandsprodukt sank von 80 Prozent des Vorkrisenniveaus weiter auf 60 Prozent, und die Arbeitslosigkeit stieg auf die sprichwörtlichen sechs Millionen an. Der prinzipientreue Marktwirtschaftler konnte sich freuen, dass endlich die Zentralbankhilfe für die *de facto* insolvente Danatbank aufhörte, aber in Anbetracht der Entwicklung des Jahres 1932, ganz zu schweigen vom 30. Januar 1933, muss man sich auch fragen, ob dieser Sieg der marktwirtschaftlichen Prinzipien durch Regelbindung der Reichsbank nicht doch zu teuer erkaufte war.

Diese Erwägungen betreffen auch den Umgang mit ELA-Krediten. In bestimmten Situationen sind solche Kredite notwendig, um Schlimmeres zu verhindern, und dann muss zumeist sehr schnell entschieden werden. Man kann fragen, ob es angemessen ist, dass solche Kredite jeweils von der nationalen Zentralbank „in eigener Verantwortung und auf eigene Rechnung“ gemäß Art. 14 Abs. 4 der Satzung vergeben werden. Diese Regelung wurde Anfang der 2000er Jahre beschlossen, da einerseits die nationalen Zentralbanken die Zuständigkeit für die Geschäftsbanken in ihrem Land behalten wollten, andererseits die EZB nicht in die Verantwortung für einzelne Banken gezogen werden wollte, zumal damals die Bankenaufsicht noch unter nationaler Kontrolle stand. Dieser Grund ist mit der Einführung des einheitlichen Aufsichtsmechanismus 2014 entfallen.

Die deutsche Diskussion über ELA-Kredite ist zum einen geprägt durch die Vorstellung, ELA-Kredite dienen einer unkontrollierten Geldschöpfung, zum anderen durch die Vorstellung, ELA-Kredite seien mit Risiken für die deutschen Steuerzahler verbunden. Wir halten beide Vorstellungen für falsch. Zu den Risiken der ELA-Kredite für die deutschen Steuerzahler haben wir

diese Einschätzung bereits in Abschnitt 2.2 begründet. Die gegenteiligen Überlegungen von Fuest und Sinn in dem zitierten Artikel von 2018 und in ihren Beiträgen zur Griechenland-Diskussion 2015 sind, wie oben erklärt, weitgehend haltlos. Auf die Bedeutung der ELA-Kredite für die Geldschöpfung gehen wir im Folgenden ein.

3. Volkswirtschaftliche Zusammenhänge: Geldschöpfung, Target-Salden, Leistungsbilanzsalden, Banken und Kapitalmärkte

3.1 Zum Narrativ der EZB-Kritiker

Die Anträge der beiden Fraktionen vermengen betriebswirtschaftliche und volkswirtschaftliche Überlegungen. Vordergründig geht es um betriebswirtschaftliche Aspekte, Verlustrisiken für die Bundesbank und Schäden für die deutschen Steuerzahler. Die betriebswirtschaftliche Argumentation wird mit Warnungen vor volkswirtschaftlichen Risiken, vor der Selbstbedienung anderer Länder mit der Notenpresse, dem Abfluss von Ressourcen aus Deutschland ohne Gegenleistung und einer „Zahlungsbilanzfinanzierung“ durch das Eurosystem, untermalt. Wir halten auch diese eingeflochtenen volkswirtschaftlichen Überlegungen für problematisch und das nicht nur in den Anträgen der beiden Fraktionen, sondern auch in den Schriften von Hans-Werner Sinn (s.o. Fn. 6), auf die diese Überlegungen zurückgehen.

In dieser Diskussion steht folgendes Narrativ im Raum: Die Zentralbanken der Peripherieländer hätten nach Belieben Geld gedruckt und in Umlauf gebracht. Die Bewohner dieser Länder seien mit diesem Geld auf Einkaufstour gegangen, hätten Konsumgüter, Immobilien und Unternehmen in Deutschland gekauft. Die Verkäufer hätten für diese realen Werte („Ressourcen“) nur Banknoten oder Ansprüche auf Banknoten erhalten, Forderungen an die Deutsche Bundesbank. Diese Forderungen seien ungedeckt, denn die Gegenposition in der Bilanz der Deutschen Bundesbank bestehe aus wertlosen Target-Positionen.

Dieses Narrativ ist rhetorisch eingängig, aber sachlich falsch, letzteres gleich in mehrfacher Hinsicht. Zum einen werden Ursache und Wirkung vertauscht. Die in Abbildung 1 dargestellte Entwicklung begann nicht damit, dass die Zentralbanken der Peripherieländer die Notenpresse in Gang setzten, sondern damit, dass deutsche Banken italienische und griechische Staatsanleihen kauften und spanischen und irischen Banken Kredite gewährten. Die hohen Leistungsbilanzsalden der Jahre vor der Krise spiegelte nicht nur die unterstellte „Gier“ der Peripherieländer nach deutschen Ressourcen, sondern auch die „Gier“ deutscher Investoren, allen voran der Banken, nach Renditen für ihre Anlagen. Die demographisch bedingt hohe Ersparnisbildung der privaten Haushalte, die Zurückhaltung der Unternehmen bei Inlandsinvestitionen und die Konsolidierung der Staatsfinanzen in Deutschland bewirkten eine Knappheit an attraktiven Anlagemöglichkeiten im Lande, da ging man stattdessen ins Ausland, übrigens auch in „toxische“ Papiere in den USA.

Das in dem beschriebenen Narrativ als exogen angesprochene Anwerfen der Notenpresse begann erst in der Finanzkrise 2008 bzw. der Eurokrise 2011. Im AfD-Antrag heißt es dazu, ähnlich wie bei Sinn (2018), die Gläubiger hätten das Vertrauen in die Schuldner verloren. Richtig ist, dass in der Lehman-Krise der Run auf die US-amerikanischen Geldmarktfonds die Interbankenmärkte weltweit einbrechen ließ, so dass Finanzinstitute, die sich für ihre Refinanzierung auf diese Märkte verlassen hatten, so etwa Hypo Real Estate, in Schwierigkeiten kamen. Weltweit wurden Kredite gekündigt und Wertpapiere verkauft, um an Geld zu kommen, und die Kurse von Anleihen und Aktien brachen ein, letzteres mit der Folge, dass z. B. Hypo Real Estate, die im Oktober ELA-Kredite bekommen hatte, per 31. Dezember überschuldet war, d. h. negatives Eigenkapital auswies.

Im Antrag der FDP-Fraktion wird kritisiert, „durch Geldflutung (Vollzuteilungspolitik, Absenkung des Sicherheitenrahmens, ...) wurde der Interbankenmarkt... überflüssig gemacht.“ Umgekehrt wird ein Schuh daraus: Vollzuteilungspolitik, Absenkung des Sicherheitenrahmens und ELA-Kredite wurden beschlossen, um die Folgen des bereits stattfindenden Zusammenbruchs des Interbankenmarkts zu neutralisieren. Diese im Herbst 2008 gefassten Beschlüsse standen nicht als Letztursachen am Anfang der Entwicklung, sondern waren eine Antwort auf die Krise. Nutznießer waren nicht zuletzt die deutschen Finanzinstitute, die durch die Maßnahmen des ESZB die Liquidität bekamen, an der es ihnen fehlte, und die darüber hinaus befähigt wurden, ihre Engagements in den Peripherieländern ohne größere Verluste zu kappen. Was hätte es wohl für die Solvenz der Deutschen Bank bedeutet, wenn der Verkauf der italienischen Staatsanleihen 2011 in einem Umfeld ohne Zentralbankunterstützung stattgefunden hätte? Und was hätte eine Insolvenz der Deutschen Bank wiederum für das deutsche Finanzsystem und den deutschen Steuerzahler bedeutet?

Zum zweiten unterstellt das Narrativ ein fiktives „Wir“, dem durch die Perfidie der „Anderen“ Ressourcen entzogen werden. Die Fiktion vertuscht die Heterogenität der Interessen auf deutscher Seite. Die deutschen Investoren, die vor der Finanzkrise Mittel in den Peripheriestaaten angelegt haben, taten dies im eigenen Interesse, weil sie sich gute Renditen versprochen. Die deutschen Exporteure, die U-Boote oder Autos in die Peripherieländer geliefert haben, freuten sich über die Absatzmöglichkeiten, die sie dort vorfanden. Und die Immobilienbesitzer in Frankfurt oder Berlin, die eine Wohnung an einen Griechen oder einen Italiener verkaufen, freuen sich, dass der Käufer einen besseren Preis bietet, als der zweithöchste Bieter. Natürlich gibt es auch entgegengesetzte Interessen in Deutschland: Der zweithöchste Bieter für die Immobilien ist verärgert, weil er nicht zum Zuge gekommen ist. Und die Anleger sind verärgert, weil die Zinsen so niedrig sind, wobei heute die oben erwähnten, schon vor der Krise wirkenden Faktoren durch die Geldpolitik noch verstärkt werden.

Die Fiktion des „Wir“ blendet diese Interessenkonflikte im eigenen Land aus. Statt dass man sich mit der Leichtfertigkeit der Anlageentscheidungen deutscher Investoren im Vorfeld der Krise auseinandersetzt, kritisiert man, dass „die Peripherieländer“ bei „uns“ immer nur anschreiben lassen (so Sinn 2018). Die Maßnahmen von 2008 und später erscheinen dann als Umschuldung von privaten Krediten auf „Target-Kredite“. Dass anders als bei echten Umschuldungen im Zuge dieses Vorgangs die Identität der Gläubiger gewechselt hat, wird unterschlagen, desgleichen, dass dieser Wechsel die privaten Gläubiger auf ordnungspolitisch anstößige Weise vor den Folgen ihrer eigenen Handlungen bewahrt hat. Bei den Stützungsmaßnahmen ist ja nicht nur an die unkonventionelle Geldpolitik zu denken, sondern auch an Mittel, die aus staatlichen Kassen flossen, sei es unmittelbar, wie in der Finanzkrise (mit Kosten von über 70 Milliarden Euro für die deutschen Steuerzahler), sei es mittelbar, wie in der Euro-Krise mit Stützung der Peripheriestaaten durch europäische Institutionen.

Die Fiktion des „Wir“ geht auch darüber hinweg, dass die Deutsche Bundesbank in ihrem operativen Geschäft keine deutsche Institution mehr ist, sondern ein Teil der supranationalen Institution ESZB. „Target-Kredite“ werden als Kredite von „uns“ an „die anderen“ interpretiert, ohne dass darüber gesprochen wird, dass die eigentlichen Kreditbeziehungen zwischen Zentralbanken und Geschäftsbanken stattfinden. Wenn die Banca d’Italia einer italienischen Geschäftsbank – oder die Deutsche Bundesbank einer deutschen Geschäftsbank – einen Refinanzierungskredit gibt, kommen die Erträge aus diesem Kredit im Normalfall (die Ausnahme ist ELA) dem ESZB insgesamt zugute. Wenn die italienische Geschäftsbank im Auftrag eines Kunden eine Überweisung nach Deutschland tätigt, mit der dieser eine Immobilie bezahlt, so bleibt die Verpflichtung der Geschäftsbank gegenüber der Banca d’Italia, und indirekt gegenüber dem ESZB als Ganzem, davon unberührt, nur die Einlage der italienischen Geschäftsbank bei der Banca d’Italia wird durch eine Einlage einer deutschen Geschäftsbank bei der Bundesbank ersetzt. (Bei den derzeitigen negativen Einlagenzinsen muss diese der Bundesbank dafür sogar etwas bezahlen, aber auch dies kommt dem ESZB als Ganzem zugute.)

Zum dritten verbindet der Begriff des „Target-Kredits“ auf unzulässige Weise volkswirtschaftliche und betriebswirtschaftliche Vorgänge und ist analytisch unbrauchbar. Das gilt auch für die in den Anträgen verwandten Begriffe der „Zahlungsbilanzfinanzierung“ bzw. „Leistungsbilanzfinanzierung“. Sinn (2014 u.a.) rechtfertigt die Interpretation der Target-Forderungen als „Kredite“ durch den Hinweis auf die sogenannte Zahlungsbilanzgleichung, wonach das Leistungsbilanzdefizit eines Landes immer gleich der Summe der privaten und öffentlichen Kapitalimporte ist, bzw. der Leistungsbilanzüberschuss gleich der Summe der privaten und öffentlichen Kapitalexporte. Er subsumiert die Target-Salden unter die öffentlichen Kapitalimporte bzw. –exporte und schließt, es müsse sich um Kredite handeln. Dieser Schluss ist nicht gerechtfertigt.

Es fragt sich ja, welche Zusammenhänge die Zahlungsbilanzgleichung eigentlich abbildet. Das Wort von der „Leistungsbilanzfinanzierung“ suggeriert ein Individuum (das oben genannte

„Wir“), das sich verschuldet, wenn es für mehr Geld Güter und Vermögenswerte einkaufen will, als es durch Verkäufe verdient. Tatsächlich gibt es dieses Individuum nicht. Sowohl die Leistungsbilanz als auch die Kapitalverkehrsbilanz sind ein Substrat von Entscheidungen und Transaktionen vieler verschiedener Personen und Institutionen.

Die Zahlungsbilanzgleichung macht letztlich eine Aussage über die Geld- und Devisenmärkte: Wenn mehr Mittel durch Verkäufe von Gütern und Vermögenswerten und Schuldenaufnahme in das Land hereinkommen, als für Käufe von Gütern und Vermögenswerten und Kreditvergabe herausgehen, so gibt es einen Zustrom an Geld in das Land. Im Idealmodell eines Systems mit flexiblen Wechselkursen ist dieser Zustrom null, da die Wechselkurse sich entsprechend anpassen. In einem System fester Wechselkurs erfordert dieser Zustrom eine Intervention der Zentralbank.

Ein Beispiel sind die Dollarkäufe, mit denen die Deutsche Bundesbank Ende der 1960er/Anfang der 1970er Jahre den DM/Dollar-Kurs stützte. Im AfD-Antrag heißt es dazu, dass die Bundesbank damals „(stellvertretend) einen Gegenwert für den von der deutschen Volkswirtschaft geleisteten Kapitalexport“ erhielt. Das ist irreführend, denn die „deutsche Volkswirtschaft“ ist kein eigener Akteur. Im Übrigen bestand der Gegenwert, den die Bundesbank damals erhielt, aus Zentralbankgeld, d. h. aus grünbedruckten Zetteln mit Bildern von George Washington und anderen US-Präsidenten oder aus Ansprüchen auf solche Zettel.

Man kann die Akquisition von solchen Zetteln durch die Zentralbank im System fester Wechselkurse als „Kapitalexport“ bezeichnen, sollte sich dabei aber darüber klar sein, dass es sich nicht um einen Akt der Kreditvergabe handelt. Der Rückschluss vom Vorkommen der Devisenmarktintervention in der Zahlungsbilanzgleichung auf den Kreditcharakter dieser Intervention ist unzulässig. Es handelte sich damals nicht um eine Kreditvergabe von „Deutschland“ an „die USA“, sondern um den Ankauf von Dollars durch die Deutsche Bundesbank. Zentralbankgeld ist kein Schuldtitel.

In der Währungsunion sind die „Wechselkurse“ definitionsgemäß fest, da man es einem Euro nicht ansehen kann, ob er aus Griechenland, Italien oder Deutschland kommt. Die Target-Salden sind in gewissem Sinn ein Pendant zu den früheren Devisenmarktinterventionen, dies aber mit dem entscheidenden Unterschied, dass die nationalen Zentralbanken nicht mehr unabhängig agieren, sondern als Teil des Eurosystems. In diesem System macht es keinen Sinn mehr, eine allein auf Deutschland bezogene Zahlungsbilanzgleichung zu formulieren, denn die darin auftretenden Target-Salden betreffen, anders als die Devisenmarktinterventionen früher, keine rein deutsche Institution. Sie stehen zwar in der Bilanz der Bundesbank, haben aber, wie oben erläutert, keinen Einfluss auf deren Erträge und Ertragsaussichten. Diese ergeben sich ausschließlich aus der Entwicklung der supranationalen Institutionen ESZB und EZB.

Zum vierten und letzten schließlich ist es irreführend, zu behaupten, dass dem „Ressourcenabfluss aus Deutschland“ keine angemessene Gegenleistung gegenübersteht. Die Verkäufer der Güter oder Vermögenswerte sind bezahlt worden (soweit die Verkäufe nicht auf Kredit erfolgten). Die Bezahlung erfolgte in Euro, das ist die Währung des Landes. Diese Euro sind aber genauso wenig ein Anspruch an die Bundesbank (oder die EZB), wie seinerzeit die von der Bundesbank gekauften Dollars ein Anspruch an die US-amerikanische Federal Reserve waren.

Die Aussage, diese „Forderungen“, d. h. die Euros, seien ungedeckt, denn die Gegenposition in der Bilanz der Deutschen Bundesbank bestehe aus wertlosen Target-Positionen, ist ebenfalls problematisch. Abgesehen davon, dass Banknoten keine Forderungen sind, ist das Papiergeld, das wir haben, ohnehin ungedeckt. Die Ausgabe einer Banknote begründet keinerlei privatrechtliche Verpflichtung der ausgebenden Zentralbank, schon gar nicht die Verpflichtung zur Einlösung in Gold, Dollar oder einen anderen Realwert. Insofern spielt es keine Rolle, ob die Zentralbank auf der Aktivseite ihrer Bilanz Gold, Devisen, Immobilien, Schrauben oder Target-Forderungen stehen hat. In einem Papiergeldsystem betrifft die Frage, wie die Aktivseite der Zentralbankbilanz sich zusammensetzt, nur die Eigentümer, d. h. die Regierung. Für die Personen und Institutionen, die das Papiergeld halten, kommt es nur darauf an, wie sich dieses Geld für weitere Transaktionen verwenden lässt.

Der AfD-Antrag spricht vom Fehlen einer „realen“ Gegenleistung. Gemeint ist vermutlich, dass der Materialwert des durch Verkäufe erlangten Papiergeld nahe bei null liegt und der Tauschwert nicht feststeht. Die Frage ist, warum die Verfasser es nicht dabei belassen, dass die Akzeptanz dieses Geldes durch die Verkäufer einen hinreichenden Beleg für die Angemessenheit des erzielten Gegenwerts bietet. Befürchten sie eine Geldillusion der Verkäufer? Oder leiden sie selbst an Betonillusion? Auch der Wert von Beton steht nicht fest, und die Erwerber von Betonbauten sind oft enttäuscht.

3.2 Geldschöpfung in der Krise – Inflationspolitik oder Systemstabilisierung?

Hinter dem Menetekel des Ressourcenabzugs ohne angemessene reale Gegenleistung steht letztlich die Vorstellung, die expansive Geldpolitik der EZB müsse irgendwann zur Geldentwertung führen und dann werde sich zeigen, dass die (Ansprüche auf) Papierzettel mit Bauwerken verschiedener Stile, die die Verkäufer von Gütern, Immobilien und Unternehmen erhalten haben, „real“ nichts wert sind. Hier ist allerdings zu fragen, warum die Geldentwertung nicht schon längst eingetreten ist.

Der Beginn der unkonventionellen Geldpolitik liegt immerhin schon über zehn Jahre zurück. Allein in den Jahren 2008-2012 hat sich die Zentralbankgeldmenge fast verdoppelt, von ca. 850 Milliarden Euro auf über 1600 Milliarden Euro, ohne dass dies zu einer entsprechenden Geldentwertung geführt hätte. Die Inflation dieser Jahre betrug im Durchschnitt 2 Prozent pro Jahr, was

genau dem Inflationsziel der EZB entspricht. Nach einem zwischenzeitlichen Rückgang der Zentralbankgeldmenge auf weniger als 1200 Milliarden Euro Ende 2014 ließ das ab 2015 verfolgte Wertpapierankaufpolitik sie wieder auf über 3200 Milliarden ansteigen; die Inflationsrate lag in diesen Jahren deutlich unter 2 Prozent pro Jahr. Die Vorstellung, dass die unkonventionelle Geldpolitik der EZB die Inflation anheizt, entspricht nicht dem, was tatsächlich geschehen ist.

Gewiss kann es immer wieder Verzögerungen in den relevanten Mechanismen geben. Verzögerungen in der Größenordnung von zehn Jahren wären aber ein Novum. Die Warnung, dass das dicke Ende noch kommen wird, müsste durch inhaltliche Argumente belegt werden, sonst ist sie nicht mehr als ein Mittel zur Immunisierung der eigenen Vorurteile gegen die empirische Evidenz.

In der Literatur zum Zusammenhang von Geldpolitik und Inflation ist spätestens seit den Arbeiten von Milton Friedman und Anna Schwartz bekannt, dass man nicht einfach von einem mechanischen Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Zentralbankgeldmenge und der Inflationsrate ausgehen kann.¹² Für die Inflation kommt es vor allem darauf an, was die privaten Haushalte und Unternehmen an Geld halten und welcher Zusammenhang zwischen diesen Geldbeständen und ihren Käufen bzw. Verkäufen an Gütern und Dienstleistungen besteht.

Private Haushalte und Unternehmen halten Geld in der Form von Bargeld und von kurzfristigen Einlagen bei Geschäftsbanken. Für die Frage, wie diese Geldbestände sich zur Zentralbankgeldmenge verhalten, kommt es darauf an, was die Geschäftsbanken mit dem ihnen zur Verfügung stehenden Zentralbankgeld machen. Insofern sie dieses einfach zur Sicherstellung ihrer Liquidität in Form von Einlagen bei der Zentralbank halten, hat das Zentralbankgeld weiter keine Wirkung auf die Funktionsweise der Märkte. Genau dieses Phänomen ist seit 2008 zu beobachten: Ein erheblicher Teil des zusätzlich geschaffenen Zentralbankgeldes wird von den Geschäftsbanken gehalten. Die Verhaltensänderung, die hier stattgefunden hat, dürfte zum einen damit zu tun haben, dass sie die Profitabilität der Kreditvergabe in einem krisengeprägten Umfeld pessimistisch einschätzen, zum anderen aber auch damit, dass sie in der Krise selbst die Erfahrung machen mussten, dass die Interbankenmärkte als Grundlage für die Sicherstellung der Liquidität nicht verlässlich waren. Diese Verhaltensänderung bei den Geschäftsbanken erklärt, warum das zumeist als zentral angesehene Geldmengenaggregat „M₃“ (Bargeld + Sichteinlagen + kurzfristige Termineinlagen + Spareinlagen in Händen von Nichtbanken) von Ende 2007 bis jetzt nur um ca. 4 Prozent pro Jahr angestiegen ist, von ca. 8600 Milliarden auf ca. 12400 Milliarden Euro. Dieser Anstieg ist immer noch höher als der Anstieg der Preise; der Unterschied dürfte darauf zurückzuführen sein, dass bei den derzeit vorherrschenden sehr niedrigen Zinssätzen auch für längerfristige Schuldtitel viele Anleger ihre Mittel lieber kurzfristig anlegen, da die Zinsvorteile

¹² Siehe insbesondere M. Friedman und A.J. Schwartz, „A Monetary History of the United States 1863 – 1960“, Princeton University Press, Princeton, 1963.

einer längerfristigen Anlage die wahrgenommenen Kosten und Risiken der Inflexibilität nicht aufwiegen. Es gibt also substantielle Gründe für die beobachtete Diskrepanz zwischen der Entwicklung der Zentralbankgeldmenge und der Inflation in der Eurozone.

Bei Friedman und Schwartz kann man lesen, die US-amerikanische Zentralbank habe in den Jahren 1929-33 eine kontraktive Geldpolitik verfolgt – und das, obwohl die Zentralbankgeldmenge in dieser Zeit um 15 Prozent gewachsen war. Friedman und Schwartz stützen diese Einschätzung auf die Beobachtung, dass in derselben Zeit das von ihnen als relevant bezeichnete Geldmengenaggregat „M₁“ um 33 Prozent geschrumpft war, die Güterpreise um 25 bis 33 Prozent. Die 15 Prozent Wachstum der Zentralbankgeldmenge reichten nicht aus, um den Rückgang der Geldschöpfung bei den Geschäftsbanken zu kompensieren, der sich ergab, weil die Nichtbanken aus Bankeinlagen in Bargeld flohen und die Geschäftsbanken selbst ihre Reserven an Zentralbankgeld deutlich erhöhten. Um diese Entwicklungen zu neutralisieren, hätte die Zentralbankgeldmenge um 48 Prozent ansteigen müssen. Ein Anstieg um nur 15 Prozent wirkte insofern kontraktiv.

In der Analyse von Friedman und Schwartz muss eine „neutrale“ Geldpolitik darauf achten, dass die für das Verhalten der privaten Haushalte und Unternehmen maßgeblichen Geldmengenaggregate stetig wachsen, entsprechend dem potenziellen Wachstum der Realwirtschaft. Dieses Postulat erfordert aktiven Interventionismus der Zentralbank, wenn Störungen im Bankensektor die Funktionsfähigkeit des Geldsystems beeinträchtigen. Man kann das Verhalten der EZB im vergangenen Jahrzehnt als Versuch sehen, dieses Postulat zu erfüllen.

Der Antrag der FDP, der die „Geldflutung“ durch die EZB und das damit verbundene „Außerkräftsetzen marktwirtschaftlicher Regeln“ bemängelt, steht dazu in einem bemerkenswerten Kontrast. Dies gilt umso mehr, als Friedman und Schwartz ansonsten vor allem die Hohen Pries-ter des marktwirtschaftlichen Laissez-Faire waren.

Und was ist, wenn Bankensystem und Geldsystem sich wieder stabilisieren und wieder so funktionieren wie vor 2008? In diesem Fall erfordert das Friedman-Schwartz-Postulat, dass die Erhöhungen der Zentralbankgeldmenge zurückgefahren werden. Die Erfahrungen von 2013-14, als dies schon einmal geschah, zeigen, dass ein solches Zurückfahren grundsätzlich möglich ist. Die Frage ist, wann und wie schnell das gegebenenfalls geschehen sollte. Die Antwort auf diese Frage wird dadurch erschwert, dass man ein gründliches Aufräumen im Bankensektor nach der Krise versäumt hat, so dass nach wie vor erhebliche Risiken für die Bankenstabilität bestehen. In den USA spricht man seit 2013 von „Exit“ und hat Ende 2015 damit angefangen; die Reaktionen der Märkte waren jeweils sehr kritisch und haben die Zentralbank immer wieder zum Zögern veranlasst.

3.3 Asymmetrie der Geldschöpfung – Selbstbedienung mit der Notenpresse?

Zum EZB-kritischen Narrativ gehört die Formel von der „Selbstbedienung mit der Notenpresse“, die die Peripherieländer betrieben hätten. Vollzuteilung, ELA-Kredite und andere Maßnahmen werden in diesem Sinn interpretiert. Entsprechende Formulierungen finden sich auch in den Anträgen der beiden Fraktionen.

In diesem Zusammenhang wird zumeist nicht unterschieden zwischen Aktionen, die nationale Zentralbanken in eigener Verantwortung durchführen, und Maßnahmen, die vom EZB-Rat mit einer Mehrheit aus den Peripherieländern beschlossen werden. Bei der Darstellung der Wirkungsmechanismen wird nicht angemessen zwischen der Geldschöpfung der Zentralbanken und der Geldschöpfung der Geschäftsbanken unterschieden, auch wird die Endogenität der Geldschöpfung durch die Zentralbanken in der Krise unterschlagen. Schließlich werden die Zahlen für die verschiedenen Operationen verzerrt dargestellt. Wir gehen im Folgenden auf die wichtigsten Positionen ein:

ELA-Kredite: ELA-Kredite werden, wie oben erläutert, von den nationalen Zentralbanken in eigener Verantwortung und auf eigene Rechnung vergeben. Die Behauptung, dass die „südeuropäischen Krisenländer und Irland ... sich ... für Hunderte von Milliarden Euro ELA-Kredite gewährten“ (Sinn, 2018) ist in mehrfacher Hinsicht problematisch. Zum einen war Deutschland (HRE!) 2008 auch dabei, desgleichen Frankreich (Dexia). Zum anderen lag der Gesamtbetrag der ELA-Kredite genau zweimal über 100 Milliarden Euro, nämlich 2011/12 bei bis zu 250 Milliarden und 2015 bei bis zu 140 Milliarden. Beide Male wurden die Ausreißer dadurch verursacht, dass die EZB griechische Staatsanleihen nicht mehr als Sicherheiten akzeptierte und die normalen Refinanzierungskredite für griechische Banken auf ELA-Basis umgestellt wurden. Seit 2015 sind die ELA-Kredite stetig zurückgegangen und liegen heute unterhalb von 20 Milliarden Euro.

Die Vorstellung, dass ELA-Kredite der Zentralbank den Geschäftsbanken zusätzliche Geldschöpfung ermöglicht haben, ist abwegig. ELA-Kredite wurden vergeben, um wegbrechende Finanzierungen der Geschäftsbanken zu ersetzen, sei es, dass Interbankenkredite nicht erneuert werden konnten, sei es, dass Einlagenkunden ihre Mittel abzogen. Wenn eine Geschäftsbank auf einem Portefeuille an bereits vergebenen Krediten sitzt und die Geldgeber der Bank ausgezahlt werden wollen, bieten die Refinanzierungskredite der Zentralbank die Möglichkeit, die Geldgeber zu bedienen, nicht aber die Möglichkeit, neue Kredite zu vergeben und somit zusätzliches Giralgeld zu schaffen. Die Giralgeldschöpfung hatte lange vorher stattgefunden, als die Geschäftsbank ihre Kreditvergabe und ihre Einlagenfinanzierung erhöhte. Der ELA-Kredit bietet nur die Möglichkeit, dass die Einlagen, d. h. das von der Geschäftsbank geschaffene Giralgeld, auf eine andere Geschäftsbank übertragen werden und nicht etwa durch Einbezug in ein Abwicklungsverfahren eingefroren werden.

Nutznieser der ELA-Kredite sind vor allem die bisherigen Geldgeber, im Fall von Irland vor allem deutsche Banken. In Irland hätte man es 2010 vorgezogen, die Banken einem Abwicklungsverfahren zu unterwerfen, bei dem die Gläubiger an den Verlusten beteiligt worden wären. Aufgrund von Drohungen des Präsidenten der EZB nahm man davon Abstand. Die Folge war, dass man 2011 und 2012 erhebliche zusätzliche ELA-Kredite für die irischen Banken brauchte.

NFA: Die in der deutschen Presse kolportierten Zahlen zur Finanzierung von Nettofinanzanlagen durch Geldschöpfung der nationalen Zentralbanken, 500 oder gar 700 Milliarden Euro, sind falsch. Unter Berücksichtigung von Änderungen der Rechnungslegung ergibt sich für Nettofinanzanlagen im eigentlichen Sinn ein Anstieg um ca. 140 Milliarden Euro in den Jahren 2007 – 2015. Seit 2015 sind diese Anlagen wieder zurückgegangen und liegen inzwischen wieder in der Größenordnung von 2006.¹³

Der Anstieg konzentriert sich in den Jahren 2008 sowie 2011-12. Es ist zu vermuten, dass z. B. die Banca d'Italia 2011 in größerem Umfang Staatsanleihen als „Finanzanlagen“ gekauft hat, um die Kurse dieser Papiere zu stützen, als Investoren in anderen Ländern sie abstießen. Auch hier waren die Nutznießer in erster Linie die Verkäufer dieser Papiere.

Vollzuteilung und Herabsetzung der Qualitätsanforderungen an Sicherheiten: Die hierzu gefassten Beschlüsse wurden in der Lehman-Krise gefasst und einstimmig. Die Vorstellung, dass man damit speziell Griechenland helfen wollte, ist abwegig, denn Griechenland stand zu diesem Zeitpunkt noch nicht im Zentrum der Aufmerksamkeit. Die Beschlüsse kamen zu diesem Zeitpunkt in hohem Maße auch deutschen Banken zugute, da diese von der Lehman-Krise in besonderem Maße betroffen waren.

Die asymmetrischen Wirkungen der Vollzuteilung ergeben sich aus der Situation. Da im Vorhinein die deutschen Banken im Verkehr mit den Banken der Peripherieländer vor allem als Kreditgeber aufgetreten waren, verursachte die Kündigung bzw. Nicht-Erneuerung dieser Kredite unmittelbar einen Liquiditätsbedarf bei den Schuldnerbanken, d. h. den Banken der Peripherieländer. Die deutschen Banken hatten selbst auch Liquiditätsbedarf, vor allem zur Bedienung ihrer Dollar-Verbindlichkeiten, aber in dem Maße, in dem die EZB den Geschäftsbanken der Peripherieländer die Möglichkeit gab, ihre Schulden gegenüber den deutschen Banken zu bedienen, hatten die deutschen Banken selbst entsprechend weniger Liquiditätsbedarf in Euro.

Mit der Entwicklung der Zentralbankgeldmenge und mit der Entwicklung der Target-Salden seit 2015 haben all diese Maßnahmen, ELA-Kredite, NFA-Anlagen und die Modalitäten der Refinanzierungskredite wenig zu tun. Das Wachstum der Zentralbankgeldmenge von 1200 Milliar-

¹³ Für Details siehe Hellwig (2018).

den auf 3200 Milliarden Euro von 2015 bis jetzt geht fast ausschließlich auf das Wertpapierankaufprogramm der EZB zurück. ELA und NFA machten auch in der früheren Phase, von 2007 bis 2012-13, nur einen kleinen Teil des Geldmengenwachstums aus.

3.4 Die Rahmenbedingungen der Geldpolitik – Reformbedarf bei der Banken- und Kapitalmarktunion

Wir teilen die Auffassung, dass die Entwicklungen des vergangenen Jahrzehnts Anlass geben, über ordnungspolitische Reformen nachzudenken. Unseres Erachtens liegen die Defizite, die einen Reformbedarf begründen, allerdings nicht im Bereich der Geldpolitik, sondern im Bereich der Rahmenbedingungen der Geldpolitik. Insofern teilen wir ein Anliegen des Antrags der FDP-Fraktion.

Folgende Aspekte der vergangenen Entwicklungen geben zu denken:

- In den Jahren vor 2008 waren Regulierung und Aufsicht zu lax. Die Aufsichtspraxis wurde geprägt durch industriepolitische Interessen am Aufbau des Finanzsektors als Entwicklungsmotor, an der Förderung nationaler Champions und an der Verfügbarkeit von Finanzinstituten zur Finanzierung staatlicher Haushalte oder staatlich privilegierter Unternehmen. Es gab dabei Unterschiede zwischen den verschiedenen Mitgliedstaaten, aber fast überall war die Folge, dass zu viele Kapazitäten aufgebaut wurden, so dass sich Gewinne nur durch Eingehen großer Risiken erzielen ließen.
- In der Krise und in den Jahren danach war man so auf die Vermeidung von Turbulenzen bedacht, dass man die Institute lieber stützte, als dass man sie aus dem Markt nahm. Die hier beschriebenen Mechanismen der Geldpolitik haben dazu beigetragen, aber die Hauptverantwortung liegt bei den Mitgliedstaaten, in deren Zuständigkeit die Aufsicht und die Gesetzgebung für den Umgang mit Banken in Schieflagen lag, zumindest bis zur Einführung des Einheitlichen Europäischen Aufsichtsmechanismus und des Einheitlichen Abwicklungsmechanismus.
- Man hat es auch versäumt, die Banken rigoros zur Anerkennung von Verlusten auf Kredite zu zwingen, mit entsprechenden Abschreibungen oder zumindest Rückstellungen und ggfs. Forderungen zur Aufnahme neuen Eigenkapitals. Dieses Versäumnis betrifft nicht nur Italien oder Griechenland, über deren Probleme die deutschen Medien gerne schreiben, sondern auch Deutschland, wo man etwa beim Umgang mit den Schiffskrediten sehr zögerlich war.

Die skizzierten Entwicklungen sind ein wesentlicher Grund dafür, dass die europäischen Bankensysteme nach wie vor labil sind. Die Labilität hat zur Folge, dass ein Rückzug der EZB aus der bis anhin verfolgten Geldpolitik immer noch mit erheblichen Risiken für die Finanzstabilität verbunden ist. Sie trägt auch dazu bei, dass etliche Banken, vor allem in den Peripherieländern nach wie vor auf Refinanzierungshilfen des ESZB angewiesen sind.

Um aus dieser Zwangslage herauszukommen, sollten folgende Reformen angegangen werden.¹⁴

Stärkung des Bankenabwicklungsregimes: Hier sind folgende Reformen erforderlich:

- Für den Fall, dass eine Bank abgewickelt wird, braucht man ein eigenes **Verfahren außerhalb des nationalen Insolvenzverfahrens**. Der Status quo, bei dem der Einheitliche Abwicklungsmechanismus zunächst entscheidet, welche Strategie zu wählen ist, und die Bank im Fall einer Abwicklung den für Insolvenzverfahren zuständigen nationalen Behörden überweist, ist problematisch. Auch wenn die Bank nicht systemrelevant ist, ist das Insolvenzrecht hierfür aus zwei Gründen ungeeignet. Zum einen macht es für die Verwertung der Aktiva einen großen Unterschied, ob man sich Zeit lassen kann oder nicht. Die kurzfristige Liquidation eines Kreditportefeuilles dürfte nur mit größeren Abschlägen möglich sein; bei langsamer Abwicklung, über zehn Jahre oder mehr, sind die Verluste erfahrungsgemäß sehr viel kleiner. Zum anderen ist das übliche Verfahren zur Sicherstellung von Liquidität, nämlich die Priorisierung neuer Gläubiger, für den Umgang mit Banken untauglich. Das liegt daran, dass Banken einen sehr hohen Anteil von sehr kurzfristigen Schulden haben: Friert man die Forderungen dieser Gläubiger ein, so sind starke Systemeffekte zu befürchten, wie bei den Geldmarktfonds, die bei Lehman Brothers engagiert waren. Friert man sie nicht ein, wie in der BRRD vorgesehen, so hat man einen enormen Refinanzierungsbedarf im Abwicklungsverfahren.
- Man braucht Regelungen zur **Sicherstellung der erforderlichen Liquidität** für eine Bank in einem Sanierungs- und Abwicklungsverfahren. Das gilt selbst dann, wenn man das Verfahren so belässt, wie es derzeit ist, und die eigentliche Abwicklung nach nationalem Insolvenzrecht erfolgt. Schon für die Zeit der Entscheidung des Single Resolution Board braucht man Liquidität, sonst geht es wie bei der spanischen Banco Popular Español, die über Nacht an Banco Santander verkauft werden musste, da es nicht genügend Liquidität gab, um den Run der Einleger auf die Bank auch nur für kurze Zeit zu überstehen. Es wäre in Erwägung zu ziehen, dass die EZB die Liquiditätsversorgung in einem solchen Verfahren übernimmt, dass sie aber gegen etwaige Verluste geschützt wird. Während die Liquiditätsversorgung ein Engagement mit Beträgen im höheren dreistelligen oder sogar vierstelligen Milliardenbereich erfordern kann, was die Möglichkeiten des Abwicklungsfonds überfordern würde, sind die am Ende verbleibenden Verluste erfahrungsgemäß deutlich kleiner. Die im Dezember beschlossene Möglichkeit der fiskalischen Letztsicherung durch den ESM könnte hier eingebracht werden.

¹⁴ Ausführlichere Darstellungen finden sich bei Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2018), „Banken- und Kapitalmarktunion entschiedener vorantreiben,“ Jahresgutachten 2018/19, Kapitel 5, sowie A. Bénassy-Quéré et al. (2018), „Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform“, CEPR Policy Insight No. 91.

- Von einer Abschaffung der Möglichkeit einer **vorsorglichen Rekapitalisierung** ist abzuraten, da eine solche Rekapitalisierung bei Instituten, die in mehreren Jurisdiktionen systemrelevante Aktivitäten durchführen, etwa bei der Deutschen Bank, die einzige Möglichkeit bieten kann, in einer Krise erhebliche Kollateralschäden zu vermeiden. Insofern stehen wir dem Antrag der FDP-Fraktion, Art. 32 Abs. 4 lit. d der BRRD zu streichen, skeptisch gegenüber. Um der Neigung der Mitgliedstaaten, dass sie diese Möglichkeit zum Erhalt nationaler Champions nutzen, Grenzen zu setzen, wäre es allerdings sinnvoll, die Zuständigkeit dafür auf die europäische Ebene zu heben und an das Single Resolution Board und den ESM zu übertragen. Gleichzeitig sollte die Beihilfekontrolle der Europäischen Kommission verstärkt werden.

Abschwächung des Staaten-Banken-Nexus: Die Asymmetrien in den Wirkungen der Geldpolitik sind auch deshalb so ausgeprägt, weil Probleme von Banken oft flächendeckend in einem Land auftreten, so dass das Geldsystem in diesem als Ganzes betroffen ist. Der Grund liegt unter anderem in der gemeinsamen Betroffenheit aller Banken durch die Politik des betreffenden Staates. Dieser Nexus lässt sich zwar vermutlich nie ganz ausschalten, aber man kann einiges tun, um ihn abzuschwächen. Der Einheitliche Europäische Aufsichtsmechanismus leistet dazu bereits einen wichtigen Beitrag. Der Einheitliche Europäische Abwicklungsmechanismus tut das ansatzweise auch, könnte aber noch deutlich mehr leisten, wenn er, wie oben beschrieben, gestärkt würde. Darüber hinaus sind folgende Reformen zu erwägen:

- **Grenzüberschreitende Bankenzusammenschlüsse** im Euroraum würden die Stellung der Banken gegenüber den politischen Instanzen stärken, würden auch die Möglichkeit zu einem konzerninternen interregionalen Risikoausgleich bieten. Das Target-System würde entlastet, da viele Überweisungen konzernintern durchgeführt werden könnten. Eine solche Entwicklung setzt allerdings eine erhebliche Stärkung der Bankenunion voraus. Vor allem darf die Wirkung der Zusammenschlüsse nicht durch aufsichtsrechtliche Einzäunungsmaßnahmen aufgehoben werden.
- Ein anreizkompatibel ausgestaltetes **europäisches Einlagensicherungssystem** würde die Anreize für Runs auf die Banken eines Landes senken.¹⁵ Ein solches System wäre nicht dafür gedacht und auch nicht dazu geeignet, Runs zu verhindern, die entstehen, weil die Einleger einen Austritt aus der Währungsunion befürchten. Die Redenomination der Währung im Fall eines Austritts müsste auch die Ansprüche an die Einlagensicherung erfassen, sonst gäbe es zusätzliche Austrittsanreize; die Einlagensicherung würde also keinen Schutz gegen das Redenominationsrisiko bieten. Ein solches System könnte aber Runs verhindern, die entstehen, weil die Einleger misstrauisch sind, ob die nationale Ein-

¹⁵ Siehe hierzu I. Schnabel und N. Véron (2018), „Breaking the stalemate on European deposit insurance“, VoxEU column, 6. April 2018, verfügbar unter <http://www.voxeu.org>.

lagensicherung – und damit in der Regel der dahinterstehende Mitgliedsstaat – im Krisenfall zahlen kann oder will. Das System sollte als Rückversicherung konzipiert und anreizkompatibel ausgestaltet sein, z. B. risikoadäquate Prämien verlangen. Die Einführung setzt allerdings einen substanziellen Abbau der notleidenden Kredite und einen substanziellen Aufbau von bail-in-fähigen Verbindlichkeiten bei den Banken voraus.

- Die immer noch geltenden Privilegien **der Staatsschuldtitel im Bereich der Eigenkapitalregulierung und der Klumpenrisikoregulierung** der Banken sollten aufgehoben werden. In diesem Punkt teilen wir die Auffassung der FDP-Fraktion.¹⁶ Sinnvoll wären **risikobasierte Konzentrationszuschläge** bei der Eigenkapitalregulierung, die sowohl die Bonität der staatlichen Schuldner als auch die Konzentration der Anleihebestände des bestimmten Mitgliedstaats berücksichtigen. Explizite Großkreditgrenzen sind dann nicht zusätzlich erforderlich. Im Basler Ausschuss für Bankenaufsicht ist bei diesem Problem keine Einigung zu erwarten. Angesichts der speziellen Situation des Euroraums ist hier ein eigenständiges Vorgehen der Europäischen Union sinnvoll. Die Entprivilegierung von Staatsanleihen ist auch eine wichtige Voraussetzung, um eine Verschiebung staatlicher Ausfallrisiken auf die europäische Ebene zu vermeiden.

Kapitalmarktunion: Eine Stärkung der europäischen Kapitalmärkte würde die Abhängigkeit des europäischen Finanzsystems von den Banken verringern. Anzustreben sind ein besserer Zugang von Unternehmen zu Kapitalmarktfinanzierungen und eine bessere Diversifizierung ihrer Finanzierungsquellen. Von besonderer Bedeutung ist die Stärkung der Eigenkapitalfinanzierung und der langfristigen Fremdfinanzierung von Unternehmen über den Markt. Denn diese Arten der Finanzierung dürften sich in Krisenzeiten als stabiler erweisen als kurzfristige Schulden und somit eine verlässlichere Risikoteilung bieten. Dies entspricht dem Anliegen der FDP-Fraktion.

Als Maßnahmen sind zu erwägen:

- Der Abbau von steuerlichen Diskriminierungen, insbesondere im Umfeld von Börsengängen.
- Standardisierungen und Harmonisierungen im Insolvenzrecht und beim Verbraucherschutz. Beides ist erforderlich, wenn man die Verbriefungsmärkte ausbauen will, die insbesondere für Marktfinanzierungen von kleinen und mittleren Unternehmen infrage kommen könnten.
- Eine Ausweitung der kapitalgedeckten Altersvorsorge würde die Nachfrage nach marktgängigen Titeln deutlich erhöhen. Die heutige Bedeutung der Börsen und der Anlagefonds und Fondsgesellschaften in den USA wäre ohne die in den 1970er Jahren in diesem Bereich verabschiedeten Gesetze kaum denkbar.

¹⁶ Eine automatische Laufzeitverlängerung von Staatsanleihen bei drohender Zahlungsunfähigkeit sehen wir hingegen kritisch, da ein solcher Automatismus Krisen sogar beschleunigen könnte.

Allerdings ist die Kapitalmarktunion ein langfristiges Binnenmarktprojekt, von dem man sich keine schnellen Wirkungen versprechen darf. Vorrangig muss die Bereinigung der Bankbilanzen und der Überkapazitäten im Banksektor erfolgen und die Bankenunion vorangetrieben werden. Für die kurz- bis mittelfristige Stabilität des Euroraums ist dies von weiter größerer Bedeutung.

Für die Geldpolitik sind diese Reformen vordringlich, weil die Banken ein integraler Bestandteil des Geldsystems sind. Dysfunktionalitäten im Bereich der Bankensysteme stellen die Zentralbanken vor außergewöhnliche Aufgaben, die ohne „unkonventionelle“ Maßnahmen kaum zu lösen sind. Ohne Reformen in diesem Bereich besteht die Gefahr, dass die Geldpolitik auf Dauer zur Geißel des Finanzsystems wird.

4. Fazit

Die Diskussion über die Target-Salden ist geprägt durch Missverständnisse und Fehldarstellungen. Dies hat zu einer Überschätzung der Risiken aus den Target-Salden in der deutschen Öffentlichkeit geführt und einen dringenden Reformbedarf des Systems nahegelegt.

Unserer Meinung nach sind keine umfassenden Reformen des Target-Systems erforderlich, da von diesem System keine wesentlichen Risiken für den deutschen Steuerzahler ausgehen und die beschriebenen Reformvorschläge der Besicherung oder Umwandlung von Target-Salden Gefahr laufen, den Euro zu destabilisieren. Im Zuge einer weniger expansiven Geldpolitik dürften sich die Target-Salden weiter reduzieren, allerdings besteht keine Notwendigkeit, Target-Salden von null anzustreben, da die Salden auch durch die Struktur des Finanzsystems bestimmt werden.

Die Reformbemühungen sollten sich vielmehr auf die zugrundeliegenden Ursachen von Ungleichgewichten im Euroraum richten. Vordringlich sind insbesondere ein Vorantreiben der Bankenunion im Bereich der Bankenabwicklung, europäischen Einlagensicherung und der Entprivilegierung von Staatsanleihen sowie die Bereinigung von Bankbilanzen und Überkapazitäten im Euroraum. Ein besser integrierter Banken- und Kapitalmarkt und eine stabile Euroarchitektur sind am besten geeignet, Verwerfungen zu vermeiden oder abzufedern, wie sie im Kontext der globalen Finanz- und der Euro-Krise offenbar wurden und die sich in hohen Target-Salden manifestierten.