

Stellungnahme

Dr. Dirk Ehnts

Der Antrag der Abgeordneten Christian Dürr und Kolleginnen und Kollegen aus der FDP sowie der Fraktion der FDP

„Kapitalmarktunion vertiefen, Staatsschulden entprivilegieren, TARGET2-Salden verringern“

(Drucksache 19/6416)

basiert auf vermeintlichen Symptomen, welche im Bereich der TARGET2-Salden gesehen werden (dazu unten mehr). Konkrete Forderungen sind:

1. Die Vertiefung der Kapitalmarktunion.
2. Die Entprivilegierung der Euro-Mitgliedsstaaten als Schuldner durch Vorhaltung von Eigenkapital bei Staatsanleihenbesitz sowie eine automatische Laufzeitverlängerung im Default-Fall.
3. Ausschluss eines Banken-Bail-Out mit Steuerzahlermitteln.
4. Umwandlung negativer TARGET2-Salden in Anleihen eines Staates bei Verlassen der Eurozone sowie Einführung eines geregelten Austrittsverfahrens.
5. Einführung einer qualifizierten Mehrheit für Beschlüsse über unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen.

Die Antragsteller weisen auf „TARGET2-Schuldnerländer“ hin, die mit mehreren Hundert Milliarden verschuldet wären. Diese wären Symptome „kritischer Entwicklungen“ und einer „starken Unwucht“ und dürften nicht ignoriert werden. Eine Reform der Eurozone soll angegangen werden, an deren Ende auch die TARGET2-Salden wieder sinken würden.

Eine Reform der Eurozone ist sicherlich ein erstrebenswertes Projekt. Die Einführung eines europäischen Finanzministeriums wird ja seit Jahren von der Europäischen Kommission und anderen hochrangigen Gremien der EU gefordert. Die Diskussion des TARGET2-Systems und der dortigen „Schulden“ im Antrag ist meiner Meinung nach jedoch ohne Grundlage. Der Fehler liegt im Missverständnis begründet, dass die Worte „TARGET2-Forderungen“ und „TARGET2-Verbindlichkeiten“ als Schuldverhältnisse interpretiert werden. Dies ist allerdings ein Trugschluss, da die TARGET2-Verbindlichkeiten wie auch die TARGET2-Forderungen keine Fristen aufweisen. Es handelt sich dabei also nicht um „Schuldscheine“ oder „Schulden“. Damit ist meines Erachtens nach der Rest des Antrags hinfällig, da er auf der Grundlage von „TARGET2-Schulden“ aufbaut.

Beispielhaft sei erwähnt, dass eine Überweisung eines Spaniers von seinem spanischen auf sein neues deutsches Bankkonto – es handelt sich hierbei um den Versuch, Bank-einlagen in vermeintlich sicherer Länder zu bringen – dazu führt, dass die spanische Bank der deutschen Bank eine Summe in Höhe der Transaktion in Zentralbankgeld (Reserven) schuldet. Sobald die spanische Bank der deutschen Bank die entsprechenden Reserven überträgt steigen die spanischen TARGET2-„Verbindlichkeiten“ und die deutschen TARGET2-„Forderungen“. Wären dies tatsächlich Schulden, dann müssten die Spanier für Überweisungen gleich zweimal bezahlen. Einmal muss die spanische Bank Reserven

überweisen, und dann schuldet auch noch die spanische Zentralbank und damit der spanische Staat der deutschen Zentralbank bzw. dem deutschen Staat dieselbe Summe als TARGET2-„Vermögen“. Das erscheint zutiefst unlogisch und wurde bereits mehrfach in überzeugender Weise widerlegt.

Im Folgenden möchte ich kurz auf die vier der Punkte eingehen.

Die Entprivilegierung der Euro-Mitgliedsstaaten als Schuldner durch Vorhaltung von Eigenkapital bei Staatsanleihenbesitz sowie eine automatische Laufzeitverlängerung im Default-Fall halte ich für falsch, da in jedem Währungssystem die Staatsanleihen als risikofrei gelten. Die Zentralbank baut üblicherweise ihre Geldpolitik auf Staatsanleihen auf, welche von der Zentralbank gehandelt werden. Der Zins auf die entsprechenden Laufzeiten (z. B. 3 Monate, 10 Jahre, usw.) ist entsprechend der risikofreie Zins, der sich mit dem Halten von Staatsanleihen erzielen lässt. Sofern Kredite an private Unternehmen oder Haushalte vergeben werden muss also eine Risikoaufschlag erhoben werden auf den von den risikofreien Anleihen gegebenen Basiszins. Sind die risikofreien Staatsanleihen nicht risikofrei, dann gerät das ganze geldpolitische System der Zentralbank unter Druck. Die Zinsen steigen quer über alle Risikoklassen, was die Wirtschaft bremst. In Krisenzeiten ist dies definitiv ein unerwünschter Effekt.

Die Eurozone ist bei den Staatsanleihen einen Sonderweg gegangen. Die Risikofreiheit der Staatsanleihen ist quasi de facto gegeben, allerdings unter der Bedingung, dass sich die nationalen Regierungen der Europäischen Zentralbank (EZB) unterwerfen. Vor der Intervention von Draghi („whatever it takes“) war es so, dass die Risikoaufschläge von Staatsanleihen in den Krisenländern stiegen. Dies führte zu Problemen in der Liquiditätsversorgung der Banken aus diesen Ländern, deren Portfolio relativ stark in einheimische Staatsanleihen investiert war. Dieser „doom loop“ führt zu einem pro-zyklischen Effekt. In guten Zeiten sinkt die Verzinsung, die Staatsanleihen sind relativ teuer und damit stehen für die Banken genügend Sicherheiten zur Verfügung, um an Liquidität zu kommen. In schlechten Zeiten jedoch kommt der oben beschrieben gegenteilige Effekt zum Tragen.

Es wäre daher zu überlegen, europäische risikofreie Anleihen einzuführen, entweder als von einem europäischen Finanzministerium (*Euro Treasury*) herausgegebene Papiere oder als Papiere der Europäischen Investitionsbank (EIB), die im Rahmen eines *Green New Deal* begeben wurden. Diese Papiere mit langen Laufzeiten und ohne Risiko wären auch für Lebensversicherer und Pensionsfonds interessant, denn bei positiven Zinsen würde das alte Geschäftsmodell wieder funktionieren. Die Institutionen sammeln dann kurzfristige Einlagen ein und legen sie in langfristigen Papieren am Finanzmarkt an.

Einen Ausschluss eines Banken-Bail-Out mit Steuerzahlermitteln zu verlangen entbehrt jeder Grundlage. „Steuerzahlermittel“ gibt es nicht. In der Eurozone nutzen wir staatliches Geld, welches von der EZB geschöpft wird. Allerdings kann es dazu kommen, dass unter bestehenden Regeln nationale Regierungen ihre Staatsausgaben einschränken, wenn sie durch ein Bail-Out zusätzliche Ausgaben haben, die sie nicht erwartet hatten. Diese Logik ist jedoch nicht dem modernen Geldsystem zuzuschreiben, sondern den fiskalischen Regeln in der Eurozone als Ganzes und den nationalen Schuldenbremsen.

Zudem ist das Bankensystem, wie wir nicht zuletzt 2008/09 gesehen hatten, immanent instabil und kann ohne Hilfe von außen – einen *Lender of last resort* mit Bail-out-Kapazität

– nicht nachhaltig betrieben werden. Dabei ist darauf zu achten, dass die TBTF-Doktrin (Too Big To Fail) nicht angewendet wird, da sonst Fehlanreize entstehen, die zu einem immer stärkeren Wachstum der Banken führen. Im Zweifelsfall sollten illiquide und insolvente Banken mit staatlicher Hilfe gestützt werden, wobei dann eine Überprüfung des Geschäftsmodells folgen sollte. Ist kein nachhaltiges Geschäftsmodell zu erkennen, wird die Bank entweder aufgespalten in kleinere Einheiten, für die es ein Geschäftsmodell gibt, oder sie wird verkauft oder abgewickelt. Dabei können auch kleinere Teile an andere Banken veräußert werden. Was nicht mehr profitabel weiterbetrieben werden kann wird abgewickelt. Bei Vorliegen eines funktionierenden Geschäftsmodells sollte die Bank weiterbetrieben werden, jedoch mit neuem Top-Management.

Die Umwandlung negativer TARGET2-Salden in Anleihen eines Staates bei Verlassen der Eurozone sowie Einführung eines geregelten Austrittsverfahrens sind meiner Meinung nach schädlich, weil erstens Länder nach dem Euroaustritt mit Milliardenstrafen belegt werden würden, die jeglicher Grundlage entbehren. Da nach dem €-Exit sowieso eine neue Währung eingeführt werden muss und es keine Insolvenzordnung für Staaten gibt, da sie Demokratie unmöglich machen würde, wäre es für austretende Länder ein Leichtes, diese Schulden für illegitim zu erklären und sie nicht anzuerkennen. Damit bliebe dem Gläubiger nur noch der Weg über politische oder militärische Machtausübung. Ein solches Szenario wird die Europäische Union ziemlich sicher auflösen.

Die Einführung einer qualifizierten Mehrheit für Beschlüsse über unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen könnte generell Sinn machen, allerdings wird es konkret sehr kompliziert. Der EZB-Rat besteht aus den Mitgliedern des EZB-Direktoriums der EZB und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken. Letztere sind jedoch nicht vollständig vertreten. Die fünf Staaten mit den größten Volkswirtschaften und dem größten Finanzsektor halten zusammen vier Stimmrechte, alle anderen zusammen elf. Eine qualifizierte Mehrheit bedeutet also nicht, dass eine gewissen starre Zahl an Nationen oder von repräsentierten BürgerInnen vertreten ist.

Positiv am Antrag ist die Erkenntnis, dass der Euro reformiert werden muss. Allerdings basierten dann die Reformen auf einem fehlerhaften Verständnis des TARGET2-Systems. Allerdings halte ich auch darüber hinaus die Reformvorschläge für nicht zielführend.

Stellungnahme

Dr. Dirk Ehnts

Der Antrag der Abgeordneten Peter Boehringer und Kolleginnen und Kollegen aus der AfD sowie der Fraktion der AfD

„Target-Forderungen unabhängig vom Fortbestand des Euros besichern“

(Drucksache 19/9232)

basiert auf einer vermeintlichen Problematik, welche im Bereich der TARGET2-Salden gesehen wird (dazu unten mehr). Konkrete Forderung ist die Ausgestaltung des TARGET-Systems mit „werthaltigen marktfähigen Sicherheiten“, u. a. mit Gold und Goldforderungen.

Dazu ist anzumerken, dass TARGET2-Forderungen und Verbindlichkeiten keine tatsächlichen Forderungen und Verbindlichkeiten sind. Daher sind diese nicht mit Sicherheiten zu unterlegen. Sollte dies dennoch umgesetzt werden wie vorgeschlagen, wird es innerhalb kurzer Zeit zum Zusammenbruch des Eurosystems kommen, da die Zentralbanken nicht über die notwendigen Sicherheiten verfügen.

Positiv am Antrag ist die Erkenntnis, dass der Euro reformiert werden muss. Allerdings basierten dann die Reformen auf einem fehlerhaften Verständnis des TARGET2-Systems. Allerdings halte ich auch darüber hinaus die Reformvorschläge für nicht zielführend.