



Wortprotokoll der 45. Sitzung

Finanzausschuss

Berlin, den 5. Juni 2019, 14:00 Uhr
Berlin, Paul-Löbe-Haus
Sitzungssaal: E 400

Vorsitz: Bettina Stark-Watzinger, MdB

Öffentliche Anhörung

Einzigiger Tagesordnungspunkt

Seite 4

- a) Antrag der Abgeordneten Christian Dürr, Grigorios Aggelidis, Christine Aschenberg-Dugnus, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der FDP

Federführend:
Finanzausschuss

Mitberatend:
Haushaltsausschuss

Kapitalmarktunion vertiefen, Staatsschulden entprivilegieren, TARGET2-Salden verringern

BT-Drucksache 19/6416

- b) Antrag der Abgeordneten Peter Boehringer, Dr. Bruno Hollnagel, Stephan Brandner, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der AfD

Federführend:
Haushaltsausschuss

Mitberatend:
Finanzausschuss

Target-Forderungen unabhängig vom Fortbestand des Euros besichern

BT-Drucksache 19/9232



Teilnehmende Sachverständige:

Bagus, Prof. Dr. Philipp

Universidad Rey Juan Carlos

Bürgerbewegung Finanzwende e. V.

Schick, Dr. Gerhard

Deutsche Bundesbank

Balz, Burkhard

Deutsche Kreditwirtschaft

Becker-Melching, Markus (BdB)

Preuße, Dr. Thomas (VÖB)

Rickes, Dr. Reinhold (DSGV)

Ehnts, Dr. Dirk

Technische Universität Chemnitz

Kooths, Prof. Dr. Stefan

Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel

Schnabel, Prof. Dr. Isabel

Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn

**Teilnehmende Mitglieder des Ausschusses:**

	Ordentliche Mitglieder	Stellvertretende Mitglieder
CDU/CSU	Radwan, Alexander Stetten, Christian Frhr. von Tebroke, Dr. Hermann-Josef Tillmann, Antje	
SPD	Binding (Heidelberg), Lothar Esdar, Dr. Wiebke Kiziltepe, Cansel	
AfD	Glaser, Albrecht Gminder, Franziska Gottschalk, Kay Hollnagel, Dr. Bruno	
FDP	Herbrand, Markus Hessel, Katja Schäffler, Frank Stark-Watzinger, Bettina	
DIE LINKE.	De Masi, Fabio	
BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN	Paus, Lisa	



Beginn der Sitzung: 14:00 Uhr

Einzigiger Tagesordnungspunkt

a) Antrag der Abgeordneten Christian Dürr, Grigorios Aggelidis, Christine Aschenberg-Dugnus, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der FDP

Kapitalmarktunion vertiefen, Staatsschulden entprivilegieren, TARGET2-Salden verringern

BT-Drucksache 19/6416

b) Antrag der Abgeordneten Peter Boehringer, Dr. Bruno Hollnagel, Stephan Brandner, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der AfD

Target-Forderungen unabhängig vom Fortbestand des Euros besichern

BT-Drucksache 19/9232

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Meine sehr geehrten Damen und Herren, ich begrüße Sie alle zur 45. Sitzung des Finanzausschusses, zu unserer heutigen öffentlichen Anhörung.

Ich begrüße ganz besonders die Experten, die uns heute ihren Sachverstand zur Verfügung stellen, um die beiden Anträge zu beraten.

Soweit Sie als Sachverständige davon Gebrauch gemacht haben, dem Finanzausschuss vorab eine schriftliche Stellungnahme zukommen zu lassen, sind diese an alle Mitglieder des Ausschusses verteilt worden. Sie werden auch Bestandteil des Protokolls der heutigen Sitzung.

Ich begrüße die Kolleginnen und Kollegen des Finanzausschusses und, soweit anwesend, die der mitberatenden Ausschüsse.

Für das Bundesministerium der Finanzen darf ich Herrn Ministerialdirigenten Dr. Pleyer sowie weitere Fachbeamte begrüßen.

Ferner begrüße ich die Vertreter der Länder.

Zum Thema der heutigen Anhörung: Gegenstand der Anhörung sind der Antrag der Fraktion der FDP „Kapitalmarktunion vertiefen, Staatsschulden entprivilegieren, TARGET2-Salden verringern“ auf BT-Drucksache 19/6416, sowie der Antrag der Fraktion der AfD „Target-Forderungen unabhängig vom Fortbestand des Euros besichern“ auf BT-Drucksache 19/9232.

Zum Ablauf der Anhörung: Für die Anhörung ist ein Zeitraum von 1 Stunde und 30 Minuten vorgesehen, wir werden also bis ca. 15:30 Uhr tagen. Ziel ist es, möglichst vielen Kolleginnen und Kollegen die Möglichkeit zur Fragestellung zu geben. Um dieses Ziel zu erreichen, hat sich der Finanzausschuss in dieser Legislaturperiode für ein neues Modell der Befragung entschieden. Die vereinbarte Gesamtzeit wird entsprechend der Fraktionsstärke in Einheiten von jeweils 5 Minuten unterteilt. In diesem Zeitraum müssen sowohl Fragen als auch Antworten erfolgen. Je kürzer die Fragen formuliert werden, desto mehr Zeit bleibt für die Antworten. Wenn mehrere Sachverständige gefragt werden, bitten wir, fair darauf zu achten, den folgenden Experten ebenfalls Zeit zur Antwort zu lassen.

Um Ihnen ein Gefühl für die Zeit zu vermitteln, wird nach 4 Minuten und 30 Sekunden ein Signalton ertönen. Dann verbleiben noch 30 Sekunden für die Antwort. Unsere bisherigen Anhörungen haben gezeigt, dass dies bei etwas gutem Willen und gegenseitigem Verständnis gut möglich ist.

Die fragestellenden Kolleginnen und Kollegen darf ich bitten, stets zu Beginn ihrer Frage die Sachverständigen zu nennen, an die sich die Frage richtet, und bei einem Verband nicht die Abkürzung, sondern den vollen Namen zu nennen, um Verwechslungen zu vermeiden.

Die Fraktionen werden gebeten, soweit nicht bereits geschehen, ihre Fragesteller im Vorhinein bei mir anzumelden.

Zu der Anhörung wird ein Wortprotokoll erstellt. Zu diesem Zweck wird die Anhörung mitgeschnitten. Zur Erleichterung derjenigen, die unter Zuhilfenahme des Mitschnitts das Protokoll erstellen, werden die Sachverständigen vor jeder Abgabe einer Stellungnahme von mir namentlich aufgerufen.

Ich darf alle bitten, die Mikrofone zu benutzen und sie am Ende der Redebeiträge wieder abzuschalten, damit es zu keinen Störungen kommt.

Wir können jetzt direkt in die Anhörung einsteigen. Die erste Frage kommt von der Fraktion der CDU/CSU. Frau Tillmann, bitte.



Abg. **Antje Tillmann** (CDU/CSU): Wir beraten heute den Antrag „Target-Forderungen unabhängig vom Fortbestand des Euros besichern“. Ich möchte von Herrn Balz von der Deutschen Bundesbank wissen, ob er den Eindruck hat, dass TARGET2-Salden mehr als bisher abgesichert sein müssten, wie hoch überhaupt ein Schaden unter welcher Voraussetzung für Deutschland entstehen könnte und ob er den im AfD-Antrag erwähnten Vorschlag, die TARGET2-Salden über Goldreserven abzusichern, für sinnvoll hält.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Balz, Deutsche Bundesbank, bitte.

Sv **Burkhard Balz** (Deutsche Bundesbank): Es gibt die Forderung des Bundesrechnungshofes nach einer Besicherung von TARGET2-Salden, die aus meiner Sicht durchaus mehrdeutig zu verstehen ist. Sie kann sich auf die TARGET2-Forderungen nationaler Zentralbanken (NZBs) gegenüber der Europäischen Zentralbank (EZB) oder auch auf die Forderung der EZB gegenüber den nationalen Zentralbanken mit TARGET2-Verbindlichkeiten beziehen. Wir meinen, dass eine Besicherung der deutschen TARGET2-Forderungen gegenüber der Europäischen Zentralbank unnötig ist, da wir vom Fortbestand der Währungsunion ausgehen, und die EZB aus unserer Sicht jederzeit zahlungsfähig ist. Hinzu kommt, dass das wirtschaftliche Risiko, das sich für nationale Zentralbanken aus etwaigen Verlusten der EZB ergeben kann, nicht von den jeweiligen TARGET2-Salden, sondern vom Anteil am Grundkapital der EZB abhängt. Das heißt, immer dann, wenn in der Diskussion der aktuelle TARGET2-Saldo Deutschlands genannt wird, der heute bei 919,8 Milliarden Euro liegt, ist das nicht der Betrag, über den man am Ende im Falle eines Scheiterns der Währungsunion oder eines Austrittes eines speziellen Landes sprechen würde.

Hinzu kommt, dass unter bilanziellen Gesichtspunkten der TARGET2-Saldo als solches nur einer von mehreren Posten ist. Es gibt andere Posten bei Zentralbanken, die sicherlich auch im System der europäischen Zentralbanken betrachtet bzw. gegen gerechnet werden müssten. Wir haben zum Beispiel in Deutschland rund 400 Milliarden Euro mehr Bargeld ausgegeben, als wir dies – gemessen an unseren Anteilen – tun sollten. Auch hierdurch würde sich der Betrag von knapp 920 Milliarden Euro, den wir heute als TARGET2-Saldo haben, entsprechend verringern.

Gold-Besicherungen halten wir, wie auch jede andere Art der Besicherung, grundsätzlich für unnötig.

Abg. **Antje Tillmann** (CDU/CSU): Ich habe eine Nachfrage. Habe ich Sie richtig verstanden: Um überhaupt Schaden aus TARGET2-Salden zu erleiden, müsste entweder ein Staat böswillig austreten, ohne seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, oder die EZB müsste zahlungsunfähig werden? Teilen Sie meine Auffassung, dass dann das TARGET-Problem unser kleinstes Problem wäre?

Sv **Burkhard Balz** (Deutsche Bundesbank): Diese Auffassung teile ich ausdrücklich.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der SPD. Herr Hakverdi, bitte.

Abg. **Metin Hakverdi** (SPD): Ich glaube, dass es bedauerlicherweise notwendig ist, die öffentliche Debatte zu nutzen, um ein paar Dinge klarzustellen. Daher stelle ich ein paar Wissensfragen. Meine Frage geht an die Deutsche Bundesbank: Worauf sind die aktuellen hohen Forderungen der Deutschen Bundesbank gegen die Europäische Zentralbank im TARGET2-System zurückzuführen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Balz, Deutsche Bundesbank, bitte.

Sv **Burkhard Balz** (Deutsche Bundesbank): Vom Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007 bis ungefähr zum Sommer 2012 waren schnell steigende TARGET2-Salden zu verzeichnen. Dies war aus unserer Sicht überwiegend auf ökonomische Ursachen zurückzuführen, wie den Zweifel an der Nachhaltigkeit der Wirtschaftspolitik und der öffentlichen Finanzen, die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit, die großen Refinanzierungsprobleme des Bankensektors in der Finanzkrise und hohe Leistungsbilanz-Defizite.

Aus unserer Sicht erklärt sich die Entwicklung der TARGET2-Salden seit dem Jahr 2015 bis heute nicht zuletzt mit den Effekten der technischen Abwicklung der Wertpapier-Ankaufsprogramme. Anders als beispielsweise konventionelle geldpolitische Maßnahmen, führen diese größtenteils unmittelbar zu grenzüberschreitenden Transaktionen und damit zu Transaktionen im TARGET2-System.



Viele internationale Banken mit Sitz außerhalb des Euroraums nutzen seit jeher die Bundesbank für ihren Zugang zu TARGET2 und damit auch insgesamt für ihre Geschäfte im Euroraum. Das macht uns durchaus ein Stück weit stolz, denn das bedeutet, dass sich diese Banken vermehrt in Deutschland befinden.

Um das zu verdeutlichen, möchte ich ein konkretes Beispiel nennen. Wenn zum Beispiel die Banque de France französische Staatspapiere von ausländischen Banken erwirbt, die ihre TARGET2-Konten bei der Bundesbank unterhalten, schafft die *Banque de France* Zentralbankgeld, um den Kauf zu bezahlen. Dieses fließt aber direkt an den Verkäufer der Wertpapiere weiter und erhöht den deutschen TARGET2-Saldo.

Abg. **Metin Hakverdi** (SPD): Hat das TARGET2-System bei der Bewältigung der Finanzkrise eine Rolle gespielt? Wie sah diese Rolle genau aus?

Sv **Burkhard Balz** (Deutsche Bundesbank): Das TARGET2-System hat aus unserer Sicht technisch perfekt funktioniert. Ökonomisch hat TARGET2 keinen Beitrag zur Bewältigung der Finanzkrise geleistet, weil die ökonomische Leistung hier eher in der Bereitstellung von Liquidität in den jeweiligen Krisenländern bestand. Die dortigen Banken haben natürlich das Geld der Zentralbank genutzt. Deshalb ist es aus meiner Sicht nicht richtig, dass man von TARGET2-Krediten spricht. Es gibt hingegen Kredite der nationalen Zentralbanken an ihre Banken.

Ohne eine Möglichkeit, Zentralbankgeld aus einem Teil des Währungsraumes in einen anderen zu transferieren, gäbe es natürlich keine Währungsunion. So gesehen hat die Währungsunion auch eine Rolle in der Finanzkrise gespielt. Ohne die Währungsunion wären die nationalen Währungen in einer Krise mit asymmetrischen Auswirkungen einem starken Ab- oder Aufwertungsdruck ausgesetzt gewesen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der AfD. Herr Dr. Hollnagel, bitte.

Abg. **Dr. Bruno Hollnagel** (AfD): Meine Frage richtet sich an Herrn Prof. Dr. Bagus. Wir wissen alle, wie TARGET2-Salden entstehen. Die Frage ist aber, was das genau ist. Sind das Geschenke? Ist das neu geschaffenes Geld? Welche Risiken stellen die

TARGET2-Salden dar? Wer trägt diese Risiken? Wie werden die Risiken bezahlt und worin bestehen die wirtschaftlichen Folgen dieser Risiken?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Prof. Dr. Bagus, Universidad Rey Juan Carlos, bitte.

Sv. **Prof. Dr. Philipp Bagus** (Universidad Rey Juan Carlos, Madrid): Die TARGET2-Salden stellen keine Ursache, sondern ein Resultat dar. Sie können Resultat einer Kapitalflucht oder einer asymmetrischen Geldschöpfung sein, wenn in einigen Ländern der Eurozone mehr Geld produziert wird, als in anderen. Länder, die nicht mehr wettbewerbsfähig sind, kaufen in wettbewerbsfähigeren Ländern ein. Wenn beispielsweise ein Grieche mit neu geschaffenen Geld einen Traktor in Deutschland kauft und das Geld in Deutschland bleibt und nicht direkt oder indirekt nach Griechenland zurück fließt, gibt es eine TARGET2-Forderung der Bundesbank. Das heißt, wir haben es hier mit einer monetären Umverteilung zu tun. Diejenigen, die zuerst das neue Geld haben, profitieren auf Kosten derjenigen, die das neue Geld zuletzt bekommen und bei denen die Preise anfangen zu steigen. In diesem Fall wären das unter anderem die deutschen Geldnutzer.

Ein Ausdruck davon sind die TARGET2-Salden. Diese monetäre Umverteilung kann man als unsozial bezeichnen, da über das Geldsystem umverteilt wird.

Zu den Risiken: Wenn der Traktor schon in Griechenland steht, ist die Umverteilung bereits eingetreten. Da gibt es keine Risiken. Aber es gibt natürlich Risiken für die Bilanz der Bundesbank. Die Qualität der Bundesbank-Bilanz verschlechtert sich. Es gibt dann TARGET2-Forderungen, die uneinbringlich, nicht glattstellbar und bislang nicht besichert sind. Wenn es dann zu einem Euroaustritt von Deutschland oder einem Zerfall der Eurozone kommen würde, und man in Deutschland eine Währungsreform machen müsste, wäre es wichtig, welche Aktiva in der Bilanz der Bundesbank stehen. Es ist ein Unterschied, ob dort eine uneinbringbare Forderung gegenüber Italien oder Griechenland oder eine beispielsweise durch Gold besicherte Forderung steht.

Dadurch verschlechtert sich auch die Verhandlungsposition. Man kann nicht als Druckmittel mit einem Euroaustritt drohen, wenn sich die Bilanz der Bundesbank verschlechtert und sich der Anteil



der guten Aktiva verringert. Das macht es den anderen Ländern leichter, sich gegenüber Strukturformen zu verschließen und ihre expansive Fiskalpolitik fortzusetzen. Auf mittel- und langfristige Sicht erhöht sich dadurch sogar die Chance auf einen Zerfall der Eurozone, weil man irgendwann kein glaubhaftes Druckmittel mehr hat.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Noch eine Nachfrage, Herr Dr. Hollnagel?

Abg. **Dr. Bruno Hollnagel** (AfD): Von Herrn Draghi wissen wir, dass Italien bei einem Euroaustritt die Salden begleichen würde. Sehen Sie das genauso?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Noch einmal Herr Prof. Dr. Bagus, Universidad Rey Juan Carlos.

Sv. **Prof. Dr. Philipp Bagus** (Universidad Rey Juan Carlos, Madrid): Mario Draghi hat in der Tat gesagt, dass die Salden bezahlt werden müssten. In meinen Augen wird es zu einem politischen Problem kommen, denn ein unabhängiger Staat wird sich wahrscheinlich weigern, die Salden zu bezahlen bzw. er wird bei Abwertung seiner neuen Währung die Salden gar nicht in Euro bezahlen können. Man wird argumentieren, dass Deutschland über hohe Exportüberschüsse verfügt und vom Euro profitiert hat, während Italien darunter gelitten hätte. Das ist ja das Narrativ in Italien.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der CDU/CSU. Herr Radwan, bitte.

Abg. **Alexander Radwan** (CDU/CSU): Wenn ich Herrn Prof. Dr. Bagus richtig verstanden habe, eine kurze Bemerkung dazu: Es wäre ja schön, wenn bei einem Austritt Italiens mit einer Lösung der TARGET2-Salden auch alles andere gelöst wäre und keine anderweitigen Probleme mehr bestehen. Diesen Eindruck teile ich jedoch nicht.

Meine erste Frage geht an die Vorsitzende des Ausschusses. Die EZB hat kurzfristig ihre Teilnahme an der Anhörung abgesagt. Können Sie bitte kurz die Gründe nennen? Wenn nicht, sollte man das klären, da die EZB im politischen Diskurs bleiben sollte.

Meine zweite Frage richtet sich an die Deutsche Kreditwirtschaft. Bitte geben Sie uns eine Bewertung des TARGET2-Systems. Inwieweit funktioniert es aus Ihrer Sicht? Inwieweit ist zukünftig

eine verstärkte politische Einflussnahme auf dieses System notwendig, oder wäre diese eher hinderlich?

Von der Deutschen Bundesbank möchte ich wissen, ob die Risiken, die praktisch bei der Bundesbank liegen, in dieser Form wirklich vorhanden sind. Wenn man die beschriebenen Risiken besichern möchte – wie groß müsste eine Besicherung sein, um einen Austritt Italiens ökonomisch in Europa abfedern zu können?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Mir liegt seitens der EZB die Begründung für die Absage nicht vor. Aber wir werden das klären und dem Finanzausschuss die Information zukommen lassen.

Nun Herr Becker-Melching von der Deutschen Kreditwirtschaft, bitte.

Sv **Markus Becker-Melching** (Deutsche Kreditwirtschaft – Bundesverband deutscher Banken e. V. (BdB)): Ich werde mit zwei Punkten beginnen. Herr Dr. Rickes wird dann ergänzen.

Erstens: Das TARGET2-System als Zahlungsverkehrsabwicklungssystem funktioniert absolut. Da haben wir nichts hinzuzufügen.

Zweitens: Aus unserer Sicht waren das TARGET2-System und die TARGET2-Salden in zwei Krisensituationen, nämlich nach der Finanzmarktkrise und in der Staatsschuldenkrise, ein wichtiges Instrument zum Zahlungsbilanzausgleich innerhalb der Eurozone. Ohne diese Salden hätten wir andere Mechanismen ergreifen und eventuell sogar Hilfestellungen von außerhalb, das heißt vom Internationalem Währungsfond (IWF), entgegen nehmen müssen, was dem eigenen Anspruch der Eurozone nicht gerecht werden kann.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Herr Dr. Rickes von der Deutschen Kreditwirtschaft, bitte.

Sv **Dr. Reinhold Rickes** (Deutsche Kreditwirtschaft – Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V. (DSGV)): Zunächst möchte ich kurz klarstellen, warum wir als Deutsche Kreditwirtschaft heute in dieser Konstellation hier sind. Der Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e. V., der Deutsche Sparkassen- und Giroverband e. V. und der Verband Öffentlicher Banken



Deutschlands haben eine gemeinsame Stellungnahme abgegeben, der Bundesverband Deutscher Banken e. V. (BdB) eine eigene. Wir haben in der Stellungnahme zwar einige Schnittmengen, aber in den drei in den Anträgen angesprochenen Punkten haben wir deutlich unterschiedliche Akzentuierungen.

Zu den TARGET2-Salden: Wir unterstützen die Aussagen von Herrn Balz. Der Ausgleichsmechanismus funktioniert. Er ist ein wirkungsvolles Instrument im Euroraum. In unserer Stellungnahme haben wir geprüft, ob eine Übertragung der US-amerikanischen Systeme wirkungsvoll wäre, indem man beispielsweise Wertpapiere zwischen den verschiedenen Distrikten im Euroraum überträgt. Wir sind zu dem Ergebnis gekommen, dass das nicht zielführend wäre. Unsere einzige Ergänzung ist, dass steigende TARGET2-Salden auch die steigenden Risiken im Finanzsystem verdeutlichen.

Sie wissen, dass wir derzeit mit Blick auf Bankenunion und Kapitalmarktunion über Ausgleichsmechanismen diskutieren. Bei diesem Niedrigzinsumfeld und auch vor dem Hintergrund der QE-Käufe (Quantitative Easing-Käufe), die jetzt zum Glück – zumindest, was die Netto-Zuwächse angeht – fast auf Null gesunken sind, fordern wir, dass man das bei der weiteren Entwicklung der Bankenunion – Europäischer Währungsfonds, Abwicklungsfonds, und insbesondere EDIS (Europäische Einlagensicherung) – mit berücksichtigt, da all das mit dazu gehört, um Risiken abzubauen und Fortschritte zu erzielen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Radwan, wollen Sie die Bundesbank dann in der nächsten Runde ausführlich befragen? In der nächsten Runde – in Ordnung.

Dann kommen wir zur Fraktion der FDP. Herr Schäffler, bitte.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Meine Frage geht an Herrn Prof. Dr. Kooths. Bitte skizzieren Sie aus Ihrer Sicht die Entstehung der TARGET2-Salden. Welche destabilisierende Wirkung hat das auf die Eurozone?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Prof. Dr. Kooths, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, bitte.

Sv **Prof. Dr. Stefan Kooths** (Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel): Die TARGET2-Salden sind ein Symptom dafür, dass die Staatsschulden-Krise im Euroraum maßgeblich über geldpolitische Interventionen abgefangen wurde und nicht rein marktwirtschaftlich oder durch fiskalische Unterstützung ablief. Das gesamte Euro-System hat private Kapitalströme ersetzt und ist somit Ausdruck einer massiven Zahlungsbilanz-Finanzierung. Das ist, für sich genommen, erst mal ein gesamteuropäisches ordnungsökonomisches Problem, weil wir über einen relativ langen Zeitraum die Marktmechanismen im Kapitalmarkt außer Kraft gesetzt haben. Wichtig ist hierbei zu sehen, dass sich die TARGET2-Problematik, was die Verlierer, Gewinner, Risikoträger und Risikonehmer angeht, nicht allein an den nationalen Grenzen festmachen lässt.

Es ist naheliegend, einfach die TARGET2-Positionen der beteiligten nationalen Zentralbanken zu betrachten. Aber tatsächlich verläuft die Konfliktlinie zwischen den Geldbenutzern bzw. den Steuerzahlern, die hinter den Zentralbanken stehen, auf der einen Seite und den Anlegern auf der anderen Seite, die durch die Zahlungsbilanz-Finanzierung die Möglichkeit bekommen haben, ihre bereits getätigten Kapitalflüsse wieder rückabzuwickeln und die Risiken auf das Euro-System zu übertragen.

Wenn beispielsweise in Italien in verstärktem Maße italienische Staatsanleihen gekauft worden sind, ist damit noch nichts darüber gesagt, wer sie verkauft hat. So könnte es sein, dass sie zuvor von einem deutschen Anleger gekauft wurden, da die Deutschen Nettokapital-Exporteure sind, die bis zum Ausbruch der Krise in hohem Maße an den Kapitalflüssen beteiligt waren. Wenn jetzt dieses Papier verkauft wird, hat der deutsche Anleger die Möglichkeit, es zu einem Preis an das Euro-System abzugeben, zu dem er es am freien Markt nie hätte verkaufen können. Der Vorteil liegt hier ganz klar auf der Seite des deutschen Anlegers. Trotzdem sehen wir einen Anstieg des italienischen TARGET2-Defizits und einen Anstieg des TARGET2-Überschusses bei der Deutschen Bundesbank.

Daher warnen wir davor, die TARGET-Debatte entlang von Landesgrenzen zu führen. Man müsste viel mehr im Blick haben, ob in der gesamten Eurozone eine Wirtschaftspolitik gemacht wird, die mit einer marktwirtschaftlichen Ordnung verträglich



ist. Das Euro-System insgesamt hatte gute Gründe für diese massiven Interventionen, denn letztendlich war die Stabilität des Bankensystems insgesamt gefährdet. Darunter hätten alle gelitten – nicht nur die Krisenländer, sondern auch die Kernländer des Euroraums. Die TARGET2-Salden wären in dieser Höhe niemals in dieser Weise entstanden, wenn nicht in den Krisenländern immer wieder neu Kredit nachgeschöpft worden wäre. Das war wiederum nur möglich, weil die Anforderungen an refinanzierungsfähige Papiere drastisch herabgesetzt wurden, da in den Krisenländern andere Kreditsicherheiten nicht mehr zur Verfügung standen. Das hat zu einer asymmetrischen Geldschöpfung geführt. Die abfließenden Liquiditäts-Beträge sind in den Krisenländern somit immer wieder neu aufgefüllt worden. Man könnte auch sagen, ein Euro, der in den Krisenländern nicht geschöpft wird, kann von dort auch nicht abfließen.

Der Grund, weshalb die EZB so agiert hat, liegt in der Fragilität des Bankensystems. Wenn man das TARGET2-Problem lösen möchte, muss man die Stabilität des Bankensektors erhöhen. Dazu gehört insbesondere die Entflechtung der Staatsfinanzen von der Stabilität der Geschäftsbanken. Darauf sollten alle Anstrengungen gerichtet sein. Sobald wieder überall im Euroraum erstklassige Sicherheiten in den Zentralbank-Bilanzen stehen, sind auch die TARGET2-Risiken verschwunden. Wir können nicht davon ausgehen, dass wir über Nacht die schlechten Risiken, die derzeit im Euro-System aufgenommen worden sind, einfach durch gute Risiken ersetzen, weil sie schlicht gar nicht existieren.

Wenn überhaupt, kann man die TARGET2-Problematik nur über eine längere Frist lösen, und zwar dadurch, dass die Anforderungen an die Kreditsicherheiten wieder erhöht werden und die ultra-expansive Geldpolitik zurückgenommen wird, also die Liquiditätsversorgung wieder auf das Maß zurückgeführt wird, das wir vor der Krise hatten. All das setzt aber voraus, dass wir einen robusten europäischen Bankensektor haben, der nicht mehr in der gleichen Weise national fragmentiert sein darf, wie er es bislang ist.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion DIE LINKE. Herr De Masi, bitte.

Abg. **Fabio De Masi** (DIE LINKE.): Meine Frage geht an Herrn Dr. Ehnts. Sie haben in Ihrer Stellungnahme ausgeführt, was passiert, wenn ein Spanier Geld von seinem spanischen Konto auf sein deutsches Bankkonto überweist. Entsteht dadurch notwendigerweise eine Risikoposition im deutschen Bankensystem? Kann man da notwendigerweise von einem Schuldverhältnis sprechen? Ist es überhaupt zwingend, dass im Falle einer Erosion des Euro-Systems nicht auch Salden fortgeschrieben werden könnten, oder muss das Ganze glattgestellt werden?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Dr. Ehnts, Technische Universität Chemnitz, bitte.

Sv **Dr. Dirk Ehnts** (Technische Universität Chemnitz): Ich kann das Beispiel aus meiner Stellungnahme noch einmal aufgreifen. Angenommen, ein Spanier leiht sich für den Kauf eines BMWs Geld bei seiner Bank und überweist dieses nach Deutschland, so schuldet die spanische Bank dieses Geld der Geschäftsbank von BMW. Hierbei handelt es sich um Zentralbankgeld. Da die Banken momentan kein Vertrauen ineinander haben, wird sich die spanische Bank bei der *Banco de España* gegen Sicherheit Zentralbankgeld leihen. Dieses transferiert sie nach Deutschland auf das Konto, das die BMW-Bank bei der Bundesbank hat. Damit ist der BMW bezahlt, die Schulden sind beglichen.

Es wäre kein Problem, wenn der gesamte Vorgang ausschließlich über die EZB abgewickelt werden würde. Es gäbe dann keine TARGET2-Salden. Die Frage ist deshalb, weshalb es diese TARGET2-Salden gibt. Eigentlich führt man Bilanzen, weil man wissen möchte, ob ein Unternehmen zahlungsfähig und solvent ist. Bei der Bundesbank wird jedoch niemand bezweifeln, dass sie zahlungsfähig ist, bei der EZB ebenso wenig.

Deshalb stellt sich die Frage, warum wir eigentlich Zentralbank-Bilanzen haben. Wenn und solange Zentralbanken zahlungsfähig sind, kann nichts passieren. Die EZB erklärt auf ihrer Homepage, dass für den Fall, dass die EZB Verluste habe, sie diese Verluste gegen die Rücklagen aufrechnen müsste. Sofern es darüber hinaus Verluste gebe, würde man Posten mit der Bezeichnung „zukünftige Gewinne“ kreieren und diese dagegen stellen. Es können also überhaupt keine TARGET2-Forderungsverluste entstehen. TARGET2-Forderungen sind deshalb reine Buchungsposten.



Würden wir statt einer saldierten EZB-Bilanz alles auseinander dividieren und jeweils eine Bilanz für Spanien mit der *Banco de España* und eine für Deutschland mit der Bundesbank erstellen, könnten wir sehen, dass in der Bilanz der *Banco de España* beispielsweise 30 000 Euro fehlten, wohingegen bei der Deutschen Bundesbank 30 000 Euro mehr an Verbindlichkeiten stehen würden, weil das Geld dort gebucht wurde. Insofern gehen die Bilanzen nicht mehr auf. Wir haben in beiden Bilanzen eine Lücke. Und was tun wir, um diese „unschöne“ Lücke aufzufüllen? Wir schaffen eine TARGET2-Forderung. Die heißt zwar so, es sind aber keine Schulden. Diese TARGET2-Salden beruhen auf Bilanzposten zum Ausgleich der Bilanz. Das ist so, als würde ich einen Schuldschein über 1 Million Euro besitzen, aber auf diesem Schuldschein würde kein Fälligkeitsdatum stehen. Das sind keine Schulden. Das kann ich nicht einklagen, da keine Fälligkeit der Zahlung eintreten kann.

Die TARGET2-Diskussion geht eigentlich komplett am Problem vorbei. Die EZB hat diese Ausgleichsposten eingeführt, damit die Bilanzen ausgeglichen sind. Es handelt sich hierbei aber nicht um Verbindlichkeiten oder Forderungen. Es verhält sich hiermit ähnlich wie mit dem Eigenkapital. Auch dieses steht in der Unternehmensbilanz auf der Passiv-Seite, stellt aber keine Verbindlichkeit dar und muss vom Unternehmen nicht bezahlt werden.

Sollte die spanische Bank beispielsweise der BMW-Bank das Geld nicht bezahlen, sondern die BMW-Bank die Zahlung stunden, dann würden diese Forderungen weiter bestehen, auch wenn der Euro zerbricht.

Ansonsten, wie gesagt, ist der BMW bezahlt, und die spanische Bank hat das Geld geliefert. Wenn der Euro zerbrechen würde, und es wären noch TARGET2-Forderungen offen, so würde keiner irgendjemandem etwas schulden, da es sich um reine Bilanzposten handelt.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN. Frau Paus, bitte.

Abg. **Lisa Paus** (B90/GR): Meine Frage geht an Herrn Dr. Gerhard Schick von der Bürgerbewegung Finanzwende e. V. Könnten Sie uns aus Ihrer Sicht eine Gesamteinschätzung zur TARGET-Problematik im Hinblick auf die fachliche, öffentliche und politische Diskussion geben?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Dr. Schick, Bürgerbewegung Finanzwende, bitte.

Sv **Dr. Gerhard Schick** (Bürgerbewegung Finanzwende e. V.): Die Diskussion zu den TARGET-Salden hatte eine ziemlich große Schieflage. Auf der einen Seite standen sehr brillant formulierte und knackige Thesen aus dem populärwissenschaftlichen Raum und auf der anderen Seite gab es lange nur eine technische Antwort von den Notenbanken.

Im Laufe der Zeit gab es auch ein Video mit dem Versuch, die Problematik zu erklären – allerdings auf Englisch, von Nichtmuttersprachlern vorgetragen. Nach langem Zögern hat die Bundesbank erst 2016 mit einer klaren Kommunikation begonnen. 2012 gab es die Berichterstattung über einen Brief des Bundesbankpräsidenten an Herrn Draghi, in dem er angeblich eine Besicherung der TARGET-Salden gefordert habe. Das ist jedoch widerlegt worden. Der Brief wurde auch nicht öffentlich gemacht. Es entstand somit der Eindruck, dass die Spezialisten der Bundesbank diese Thesen unterstützen würden.

Vor diesem Hintergrund ist zu lange eine Debatte gelaufen, die den Eindruck hat entstehen lassen, dass es eine massive innereuropäische Umverteilung gäbe. Dadurch ist der wirkliche Charakter dessen, was die Zentralbankpolitik gemacht hat, nicht öffentlich wahrgenommen worden. Der Eindruck ist, dass in der Bilanz der Bundesbank Wertpapiere mit schlechter Qualität stehen. Das stimmt jedoch nicht. Es ist – auch auf Initiative der Bundesbank – sichergestellt worden, dass die Käufe von Staatsanleihen der EZB bei den entsprechenden nationalen Notenbanken notiert werden.

Hier wurde eben das Beispiel genannt, dass risikobehaftete italienische Staatsanleihen auf der Bilanz der Bundesbank wären. Sie haben es nur angedeutet, aber nicht explizit ausgeführt. Genau diese Art von Andeutungen ist es, die zu einer Schieflage der Debatte führt. Es stimmt nämlich nicht, denn diese Staatsanleihen werden bei der *Banca d'Italia* bilanziert.

Die Verteilungswirkung der EZB-Politik der letzten Jahre läuft eben gerade nicht entlang nationaler Linien. Dazu gibt es auch entsprechende Analysen.



Wer mit Verweis auf die TARGET-Salden argumentiert, es gäbe ein rein national abgrenzbares Umverteilungsproblem, liegt einfach völlig schief. Denn Immobilien- oder Aktienbesitzer in Deutschland sind nicht die Verlierer der Entwicklung der letzten Jahre, sondern deren Gewinner. Ein junger Italiener, der seit Jahren keinen Job hat, ist hingegen kein Gewinner der Entwicklung der letzten Jahre.

Die Debatte um TARGET2 hat dazu beigetragen, ein völlig verzerrtes Bild in der Öffentlichkeit zu schaffen. Ich glaube, die Aufgabe besteht nun darin, dies wieder zu korrigieren, vor allem in Bezug auf die Wirkung im politischen Raum. Denn wir sehen gleichzeitig die Problematik, dass durch die Übernahme von Verantwortung durch die Zentralbank der Sanierungsdruck auf das Bankensystem nachgelassen hat. Ich glaube, viele sind sich darüber einig, dass die Stabilisierung der Banken die wichtigste anstehende Aufgabe ist. Nicht nur in Italien, Spanien und Griechenland, sondern auch in Deutschland muss man sich im elften Jahr nach Ausbruch der Finanzkrise mit der Frage der Stabilität der Banken beschäftigen. Das ist die zentrale Herausforderung, um die es im Moment geht. In dem Moment, in dem man Stabilität schafft, wird auch die Diskussion um die Rolle der EZB eine ganz andere sein. Dann kann sie nämlich aus dem Krisenmodus aussteigen.

Ich möchte noch auf ein Stichwort eingehen, das sehr wichtig ist. Es ist häufig von einer „exzessiven Kreditvergabe“ und von einer „extrem lockeren Geldpolitik“ die Rede. Anders als früher sind die geldpolitischen Maßnahmen von entscheidender Bedeutung für die Stabilität der Eurozone. Aber gemessen an der Zielgröße der europäischen Zentralbank ist die Inflationsrate mit 1,2 Prozent noch zu niedrig. Das heißt, von einer zu lockeren Zentralbankpolitik kann nicht die Rede sein.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der SPD. Herr Binding, bitte.

Abg. **Lothar Binding (Heidelberg)** (SPD): Ich möchte Frau Prof. Schnabel bitten, noch einmal die Risiken, die aus den Ungleichgewichten im TARGET-System entstehen, zu bewerten. Auch mit Blick darauf, dass das Zahlungssystem im Moment benutzt wird, um Bedrohungsszenarien für Europa und für Deutschland zu beschreiben.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Frau Prof. Dr. Schnabel, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn.

Sve **Prof. Dr. Isabel Schnabel** (Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn): Ich möchte ganz am Anfang etwas sagen. Im Antrag der FDP wird der TARGET2-Saldo als eine Art „Fieberthermometer“ beschrieben. Ich denke, dass man mit dieser Begrifflichkeit aufpassen sollte, da das heißen würde, dass es nicht „anschlägt“, wenn es dem System gut geht und erst dann „anschlägt“, wenn es dem System schlecht geht. Das stimmt so nicht.

Zum einen ist es so, dass, wenn die TARGET2-Salden nicht bei null sind, also den implizierten Referenzpunkt nicht erreichen, dies lediglich ein Hinweis darauf sein kann, dass es gewisse Finanzzentren gibt, die mehr Zuflüsse als Abflüsse haben. Dann wären gewisse Ungleichgewichte vollkommen normal.

Zum anderen ist es so, dass die Phase, in der wir den Hauptaufbau der Risiken im Finanzsystem gesehen haben, nämlich in den Jahren vor der Finanzkrise, die TARGET2-Salden nahezu bei null waren. Das heißt, genau in der Zeit, in der die Risiken aufgebaut wurden, hat man in den TARGET2-Salden nichts gesehen. Man hat das erst gesehen, als die Wirtschaftspolitik auf die ganzen Probleme reagiert hat, die sich im Finanzsektor direkt nach der Finanzkrise, dann im Zuge der Eurokrise und dann natürlich auch im Kontext des „quantitative easing“ aufgebaut haben.

Was die Bewertung der TARGET2-Salden angeht, kann ich mich Herrn Dr. Ehnts weitestgehend anschließen. Herr Hellwig hat das sehr ausführlich begründet. Wir haben in unserer gemeinsamen Stellungnahme noch einmal sehr ausführlich wiederholt, dass TARGET2-Salden keine Kredite sind. Es handelt sich bei dem, was in der Bilanz steht, letztlich um Konventionen. Die Posten stehen nicht zu fairen Werten in der Bilanz, und der faire Wert, den wir ausführlich in der Stellungnahme diskutiert haben, wäre eigentlich null. Das heißt, das ist eine Forderung, die einen Zeitwert von null hat. Diese Forderung kann natürlich ausfallen, aber das wäre bei einem Zeitwert von null vielleicht gar nicht so schlimm.



Im wissenschaftlichen Umfeld gibt es Personen, die gesagt haben, dass TARGET-Risiken auch ohne Euroaustritt bestehen können. Dazu hat Herr Hellwig überzeugend nachgewiesen, dass es sich dabei um eine fehlerhafte Lesart der Rechtsnorm handelt.

Bei einem Euroaustritt wird von den eigentlichen Risiken auf die TARGET-Risiken abgelenkt. Das wurde auch von der CDU/CSU-Fraktion gerade noch einmal gesagt. Da der TARGET-Saldo eine Forderung mit Zeitwert null darstellt, ist ein Ausfall dieser Forderung unproblematisch. Die wesentliche Auswirkung eines Austrittes eines Mitgliedsstaates aus der Eurozone ist, dass sich etwas an der Verteilung der monetären Einkünfte ändert. Das ist aber im Wesentlichen unabhängig von der Höhe der TARGET2-Salden. Insofern sollte man die Risiken aus den TARGET2-Salden tatsächlich nicht überbewerten. Man sollte sich auf die eigentlichen Probleme konzentrieren.

Mehrere Personen haben hier schon gesagt, dass das eigentliche Probleme darin besteht, dass zu Beginn der 2000er Jahre im Bankensektor sehr viele Risiken aufgebaut wurden, dass wir eine schwere Finanzkrise hatten, dass wir auf diese Finanzkrise natürlich erstmal sehr umfassend reagiert haben, aber dass wir trotzdem elf Jahre nach der Finanzkrise immer noch ein Bankensystem haben, das nicht hinreichend stabil ist. Ich schließe mich Herrn Dr. Schick ausdrücklich an, dass man nicht immer nur auf Italien weisen darf, sondern durchaus auch nach Deutschland schauen sollte, wo es auch gewisse Schwierigkeiten gibt.

Ich kann mich dagegen nicht der Deutschen Kreditwirtschaft anschließen, die sich gegen bestimmte Maßnahmen im Bankensektor ausgesprochen hat.

Ich glaube, wenn man den Nexus zwischen Staaten und Banken brechen will, geht kein Weg daran vorbei, sich – gerne nach einer Reduzierung bestimmter Risiken – zu einer europäischen Einlagensicherung bereit zu erklären. Die Entprivilegierung von Staatsanleihen ist ein wesentliches Element. Eine höhere Glaubwürdigkeit des Abwicklungsmechanismus ist ebenfalls zentral. Die Bankbilanzen müssen weiterhin bereinigt werden. Die Überkapazitäten im Bankensystem müssen abgebaut werden.

Wie es auch im Antrag der FDP anklingt, ist die Kapitalmarktunion ebenfalls ein wesentliches Reform-

element, denn die Fragmentierung des europäischen Kapitalmarktes hat bei der Entstehung der TARGET2-Salden durchaus eine wichtige Rolle gespielt. Diese Fragmentierung hängt natürlich auch davon ab, welche Form der Finanzintegration existiert. Wir hatten bisher Kapitalflüsse, die sehr kurzfristig waren. Wenn man es jedoch schafft, in Europa zu mehr Eigenkapitalfinanzierung und langfristigen Finanzierungen im Binnenmarkt zu kommen, ist das gesamte System deutlich stabiler.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der CDU/CSU. Frau Tillmann, bitte.

Abg. **Antje Tillmann** (CDU/CSU): Wenn wir uns jetzt offensichtlich mehrheitlich einig sind, dass hinter den TARGET-Problemen andere Probleme stehen, würde ich gerne das Thema Staatsschuldenprivilegierung ansprechen. Herr Prof. Kooths, Sie hatten zurecht darauf hingewiesen, dass wir da noch eine offene Flanke haben. In der Europäischen Union scheint sich die Zahl derjenigen, die eine Regulierung möchten, jetzt doch zu erhöhen. Wie könnte denn eine solche Regulierung aussehen? Und nach Ihnen hätte ich das gerne auch von Herrn Balz gewusst, denn Herr Dr. Weidmann hatte mal einen Vorschlag in den Raum gestellt. Wir reden von einer Übergangszeit von mindestens 10 bis 15 Jahren. Dann sollten wir jetzt anfangen, und da hätte ich gerne gewusst, welchen Vorschlag Sie dazu haben.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Prof. Dr. Kooths, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, bitte.

Sv **Prof. Dr. Stefan Kooths** (Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel): Es gilt sicherlich für sämtliche Vorschläge, dass nichts von heute auf morgen realisiert werden kann, sondern das alles, was man in den Blick nimmt, auch was die Reformideen für den Bankensektor angeht, nur langfristig wirken kann. In der langen Frist sollte angestrebt werden, dass Staaten als Kreditnehmer nicht anders behandelt werden als Private auch. Das heißt, es kann nicht sein, dass Staaten von vorherein als risikolose Kreditnehmer gelten. Demzufolge muss heute noch kein Eigenkapital hinterlegt werden, wenn sich Banken in der Staatsfinanzierung engagieren.



Auch das Großkreditrisiko spielt in diesem Zusammenhang eine Rolle. Es kann nicht sein, dass man einen riesigen Kreditnehmer hat, der für einen Großteil einer Bankbilanz steht – wenn zum Beispiel eine spanische Bank im Wesentlichen den spanischen Staat finanziert. Der spanische Staat müsste besser, wie jeder andere Staat im Euroraum auch, seine Geldgeber im gesamten Euroraum oder auch in der gesamten Welt suchen und nicht mehr nur bei seinen eigenen Banken. Das hätte den großen Vorteil, dass bei einer Staatsschuldenkrise viele Banken anteilig zu einem kleinen Betrag involviert wären und nicht wenige Banken in sehr starkem Maße, wie es im vorliegenden Beispiel der Fall ist, wo hauptsächlich Banken des Sitzlandes betroffen wären. Das würde die Robustheit des Geschäftsbankensektors insgesamt deutlich erhöhen, und das gäbe dann wiederum der EZB den Spielraum, die sehr expansive Geldpolitik wieder zurückzunehmen.

Abg. **Antje Tillmann** (CDU/CSU): Technisch und theoretisch bin ich voll bei Ihnen, aber praktisch kann ich mir das bei Italien, Spanien und Griechenland wirklich schwer vorstellen. Wie sollen die Staaten und die Banken dieser Staaten das stemmen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Balz, Deutsche Bundesbank, bitte.

Sv **Burkhard Balz** (Deutsche Bundesbank): Das ist genau die Frage, die beantwortet werden muss. Die Bundesbank hat sich schon seit langer Zeit dafür eingesetzt, die Forderungen gegenüber Staaten mit Risikogewichten zu belegen. Für uns ist es allerdings auch wichtig, dass wir die Konzentrationsrisiken entsprechend mit Eigenkapital unterlegen. Dazu gibt es einen sehr interessanten konzeptionellen Vorschlag von Nicolas Véron, den er für das Europäische Parlament ausgearbeitet hat. Wir glauben allerdings, dass wir eine weitreichende, internationale Lösung brauchen, die sowohl Kredit- als auch die Konzentrationsrisiken berücksichtigt. Die EZB hat sich zu diesem Thema in den letzten Jahren wenig geäußert. Ich will das ganz vorsichtig formulieren. Interessant ist, dass der neue Chair des SSM, Andrea Enria, sich jüngst für eine Berücksichtigung von Konzentrationsrisiken in Säule 2 ausgesprochen hat, da eine Reihe von europäischen Banken zum Teil mehr als das Zehnfache ihres harten Kernkapitals (Tier 1) an den jeweiligen

Heimatstaat verliehen hat. Das ist sicherlich ein Lösungsansatz für das Thema, der vorangetrieben werden muss.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der CDU/CSU. Herr Radwan, bitte.

Abg. **Alexander Radwan** (CDU/CSU): Ich nehme meine Frage von der ersten Runde noch einmal auf und richte sie an die Bundesbank. Sehr geehrter Herr Balz, es heißt hier, dass die Risiken exorbitant hoch sind. Teilen Sie diese Ansicht oder wie sehen Sie das, insbesondere auch mit Blick darauf, dass man sagt, die TARGET2-Forderungen sollten besichert werden?

Bis jetzt habe ich noch keine andere These gehört: Die realen Risiken realisieren sich dann, wenn ein Mitgliedstaat ausscheidet. Wie sollte in solchen Fällen eine Besicherung aussehen?

Falls noch Zeit ist, hätte ich noch eine Frage an Frau Prof. Schnabel. Ich hätte gerne Ihre Einschätzung dazu, was im Falle eines Austritts Deutschlands aus der europäischen Union an Risiken auf Deutschland zukäme und ob dies in Relation zu den Risiken der TARGET2-Salden gesetzt werden könnte.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Balz, Deutsche Bundesbank, bitte.

Sv **Burkhard Balz** (Deutsche Bundesbank): Zu der Besicherung kann ich nur das sagen, was ich schon in der Beantwortung der Frage von Frau Tillmann gesagt habe. Wir halten eine Besicherung von TARGET2-Salden für nicht notwendig. Was die Risiken betrifft, müssen wir wirklich von der Hypothese eines Austrittes eines Mitgliedstaates oder des kompletten Zerfalls der Währungsunion ausgehen. Dann stellen die TARGET2-Verbindlichkeiten einen Teil der zu berücksichtigten Forderungen dar. Sollten solche Forderungen dann nicht durch die nationale Zentralbank des ausscheidenden Staates erfüllt werden, würden sich hier natürlich konkrete Auswirkungen auf die Europäische Zentralbank ergeben. Darauf haben wir in unserer Stellungnahme hingewiesen.

In einem hypothetischen Fall des Austrittes aus der Währungsunion ist es für den Ausgleich der TARGET2-Verbindlichkeiten entscheidend, inwiefern die betreffende nationale Zentralbank des ausschei-



denden Staates in der Lage ist, diese Verbindlichkeiten zu begleichen. Das müsste man sich dann genauer anschauen und auch darauf abzielen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Frau Prof. Dr. Schnabel, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn.

Sve **Prof. Dr. Isabel Schnabel** (Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn): Zunächst kurz zu Herrn Balz: Ich bin eigentlich nicht der Meinung, dass es eine Verbindlichkeit gibt, die zu begleichen ist. Dass man das aus politischen Gründen versucht, ist eine andere Frage. Ich glaube aber, konzeptionell ist es nicht angemessen, diese Forderung dann einzutreiben, weil es keine Forderung ist.

Was die sonstigen Auswirkungen eines Austrittes Italiens aus dem Währungsraum angeht, ist es vollkommen klar, dass diese dramatisch wären. Es ist damit zu rechnen, dass die Staatsschulden ausfallen würden. Infolgedessen und aufgrund der engen Verflechtung Italiens mit dem Rest des Währungsraumes, käme es in Italien zu einer schweren Bankenkrise. Realwirtschaftlich und über das Finanzsystem ist damit zu rechnen, dass es Ansteckungseffekte in Richtung der anderen Mitgliedstaaten gibt. Zum einen könnte das zu einer Rezession führen, zum anderen kann es aber auch dazu führen, dass der Währungsraum als Ganzes unter Druck gerät und vielleicht auch andere Länder unter spekulativen Attacken leiden, die dazu führen könnten, dass der Währungsraum vollständig auseinander bricht.

Wir haben ein Instrumentarium, das uns hilft, so etwas zu verhindern, aber vollständig ausschließen kann man das nicht. Man sollte immer im Hinterkopf behalten, dass Deutschland eines der Länder in der Währungsunion ist, das mit Abstand am meisten von der Währungsunion profitiert hat. Insofern wären die Auswirkungen eines Auseinanderbrechens des Euroraums für Deutschland ganz besonders dramatisch. Ich denke, es ist ziemlich offensichtlich, dass der Antrag der AfD letztlich darauf hinausläuft, dass man aus dem Euro austreten möchte, auch wenn man das so offen nicht sagt. Das wäre meines Erachtens eine fatale Entscheidung. Man sollte sich nur darüber im Klaren sein, dass alle Reformvorschläge, die genannt werden, auf so etwas hinauslaufen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der AfD. Herr Dr. Hollnagel, bitte.

Abg. **Dr. Bruno Hollnagel** (AfD): Vielen Dank. Wir hatten eben gehört, dass vielleicht doch eine Gefahr von den TARGET2-Salden ausgeht, wenn zum Beispiel Italien austreten würde. Herr Draghi sagt, dann müsste Italien bezahlen. Deswegen jetzt die Frage an Herrn Prof. Dr. Bagus: Was würde eigentlich passieren, wenn Deutschland aus dem Euroverbund austreten würde? Würde Deutschland dann entsprechende Forderungen stellen können? In diesem Zusammenhang: Besteht die Möglichkeit, dass Deutschland durch die TARGET2-Salden erpressbar ist?

Als Letztes: Ich beziehe mich auf Ihr Schriftstück, das Sie freundlicherweise zur Verfügung gestellt haben. Dort haben Sie von einer sogenannten Tragödie des Euros gesprochen. Es wäre nett, wenn Sie das etwas mehr erläutern könnten. Dankeschön.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Prof. Dr. Bagus, Universidad Rey Juan Carlos, bitte.

Sv **Prof. Dr. Philipp Bagus** (Universidad Rey Juan Carlos, Madrid): Vielen Dank. Ich möchte noch auf einige Punkte eingehen, die vorher angesprochen wurden. Herr Radwan legte mir in den Mund, dass alle Probleme gelöst seien, wenn Italien aus der Eurozone austritt. Er weiß, dass ich das nicht gesagt habe. Das Gegenteil ist der Fall. Die TARGET2-Forderungen wären in meinen Augen politisch in einem solchen Fall uneinbringbar. Gerade deswegen besteht der Vorschlag, sie zu besichern, damit dieses Problem nicht entsteht. Wobei ich sagen würde, sie sollten mit Gold und Goldforderungen besichert werden und nicht mit Staatsanleihen – vor allen Dingen in diesem Fall nicht mit italienischen Staatsanleihen, die dann wahrscheinlich wertlos wären.

Am besten wäre es sowieso, einen „Goldeuro“ zu haben, dann erfolgten alle Zahlungen in Gold und das TARGET2-Problem würde automatisch verschwinden. Das Hauptproblem besteht darin, dass Banken in einem Land neues Geld herstellen können und damit dann in anderen Ländern eingekauft werden kann. Dadurch entsteht eine Umverteilung zwischen den Staaten. Mit einem Goldeuro würde das nicht geschehen, dann bräuchten wir auch keine Zentralbanken mehr und keine Geldpolitik.



Zur Frage, weswegen es Zentralbankbilanzen gibt: Es stimmt natürlich, dass eine Zentralbank immer zahlungsfähig in ihrer eigenen Währung ist. Aber wenn man sich die Aktiva im Vergleich zu den Passiva anguckt, ist das nicht völlig irrelevant. An der Diskussion sieht man, dass die Aktivposten und damit auch die Bilanz sehr wohl wichtig sind. Wenn man TARGET2-Forderungen in der Bilanz hat, auch wenn Frau Prof. Schnabel sagt, dass sie einen Zeitwert von null haben, ist das natürlich schon relevant.

Ich stimme zu, dass die Umverteilung nicht nur entlang nationaler Linien verläuft. Aktienbesitzer in Deutschland profitieren, aber die Geldnutzer eben nicht. Warum verlieren die Geldnutzer? Weil es zu einer asymmetrischen Geldschöpfung kommt, die wir in den TARGET2-Salden ablesen können.

Dass Deutschland am meisten von der Eurozone profitiert, dem kann ich nicht zustimmen. Ich finde interessant, dass Sie einerseits sagen, man solle nicht alleine mit nationalen Effekten für Deutschland argumentieren. In ihrem Paper sagen sie aber, dass Deutschland als Ganzes profitiert habe. Für die Importeure und Geldnutzer stimmt das nicht.

Schließlich: Wenn Deutschland aus dem Euro austreten würde, wären die TARGET2-Forderungen wahrscheinlich aus politischen Gründen nicht eintreibbar.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Kommen wir zur nächsten Frage von der Fraktion der SPD. Herr Binding, bitte.

Abg. **Lothar Binding (Heidelberg)** (SPD): Ich möchte noch einmal Frau Prof. Dr. Schnabel befragen, und zwar würde ich gerne zwei Aussagen einander gegenüber stellen. Dr. Ehnts hatte vorhin ein schönes Beispiel. Der Schlusssatz war: Der Traktor ist bezahlt. Andererseits: Ich habe eine Stellungnahme von Global Bridges bekommen. Darin steht, dass der Euro „gut“ für Deutschland gewesen sei, weil unsere Firmen wegen des Euros mehr in die Eurozone hätten exportieren können. Allerdings hätten die Abnehmer diese Exporte nicht bezahlt, sondern aufgrund der Mechanismen des bargeldlosen Zahlungsverkehrs in der Eurozone bei uns „angeschrieben“.

Herr Dr. Ehnts sagte: „Der Traktor ist bezahlt“. Hier in der Stellungnahme steht: „Der Traktor wurde

nur angeschrieben.“ Können Sie diesen Widerspruch auflösen, Frau Prof. Dr. Schnabel?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Frau Prof. Dr. Schnabel, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn.

Sve **Prof. Dr. Isabel Schnabel** (Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn): Herzlichen Dank. Dieses „Anschreiben“ gehört genau zu den Formulierungen, die Herr Dr. Schick erwähnt hat, die in dieser Diskussion sehr prominent, aber leider vollkommen falsch sind. Ich würde wieder Herrn Dr. Ehnts absolut Recht geben. Der Traktor wurde bezahlt, und es wurde nichts angeschrieben.

Es gibt in dieser ganzen Debatte eine Verwirrung, was den Zusammenhang mit den Leistungsbilanzen angeht. Sehr oft geht es darum, dass die Leistungsbilanzen über die TARGET-Salden finanziert worden wären. Zu Beginn der 2000er Jahre, das war genau die Zeit, in der sich auch die Risiken für das Finanzsystem aufgebaut haben, war es tatsächlich so, dass es sehr große Leistungsbilanzüberschüsse in einigen Ländern gab und Leistungsbilanzdefizite in anderen Ländern. Aber genau in jener Zeit waren die TARGET-Salden ja ausgeglichen. Das heißt, die Behauptung mit den Leistungsbilanzen kann so nicht vollständig stimmen. Mittlerweile weisen fast alle Mitgliedstaaten des Euroraums Leistungsbilanzüberschüsse aus. Wenn man sich die bilateralen Leistungsbilanz-Salden anguckt, sieht man, dass auch in den südlichen Regionen diese sich gegenüber Deutschland deutlich zurückgebildet haben. Das einzige Land, bei dem das nicht so ist und es persistente Defizite gegenüber Deutschland gibt, ist Frankreich. Gerade bei den Ländern, über die wir immer reden, ist das Leistungsbilanzdefizit deutlich zurückgegangen. Das heißt, die Behauptung im Antrag der AfD, dass es um Leistungsbilanzungleichgewichte gehe, ist einfach falsch. Rein theoretisch könnte es etwas mit Leistungsbilanzsalden zu tun haben, aber die empirische Evidenz spricht dagegen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von der Fraktion der CDU/CSU. Herr Berghegger, bitte.

Abg. **Dr. André Berghegger** (CDU/CSU): Ich habe noch einmal eine Frage an Herrn Balz von der Deutschen Bundesbank. Wir haben viel über die Entwicklung der TARGET-Salden gehört. In den letzten Jahren konnten wir den deutlichen Anstieg



teilweise auch an bestimmten zeitgleichen Ereignissen festmachen. Ebenso viel haben wir über die Risiken der TARGET-Salden gehört. Meine Frage wäre jetzt: Ist es ein politisches oder gegebenenfalls geschäftspolitisches Ziel an sich, die TARGET-Salden in einem überschaubaren Zeitraum nachhaltig zu senken? Oder muss man einen längeren Atem haben, eher andere Maßnahmen – auch politischer Art – vornehmen, damit sich die TARGET-Salden entsprechend entwickeln? Ich will jetzt nicht nach einer Obergrenze fragen, aber wie sehen Sie den Zusammenhang?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Balz, Deutsche Bundesbank, bitte.

Sv. **Burkhard Balz** (Deutsche Bundesbank): Man muss die Natur der TARGET-Salden betrachten. Das TARGET-System leistet seinen Beitrag dazu, einen einheitlichen Geldmarkt in Europa zu ermöglichen. Das bedeutet, dass bei steigenden TARGET-Salden die Liquidität in anderen Ländern geschaffen wird als in den Ländern, in denen sie letztlich gehalten wird. Das ist das Thema, das wir vorhin schon besprochen haben. Die TARGET2-Salden sind am Ende nur ein Symptom, die Ursachen für die Entwicklung liegen außerhalb des eigentlichen Systems. Es gibt technische Ursachen wie zum Beispiel die Konzentration der Liquidität in bestimmten Ländern durch internationale Bankengruppen, oder es gibt ökonomische Ursachen wie etwa unattraktive Anlagemöglichkeiten, einen Rückgang des Vertrauens in einzelnen Ländern oder gegenüber einzelnen Banken oder Zweifel an der Nachhaltigkeit der jeweiligen nationalen Wirtschaftspolitik. Auch die Frage „Was ist mit den öffentlichen Finanzen in bestimmten Ländern?“ könnte eine Ursache darstellen. Zusätzlich könnte man sicherlich auch eine mangelnde Wettbewerbsfähigkeit bestimmter Volkswirtschaften nennen.

Letztlich ist die Entwicklung der TARGET2-Salden das Ergebnis der wirtschaftlichen Entscheidungen einzelner wirtschaftlicher Akteure. Die Notenbanken können das nicht ändern.

Ich will auch darauf hinweisen, dass in Europa mit seinen nationalen Fiskalpolitiken nationale Notenbankenbilanzen notwendig sind. Allerdings bewegen wir uns innerhalb des Eurosystems. Das bedeutet, dass die Entwicklung der Bilanz einer nationalen Notenbank innerhalb der Eurozone in hohem Maße von der Entwicklung der anderen Länder

abhängig ist. Wenn Sie mich fragen: „Wie wird sich der TARGET2-Saldo Deutschlands entwickeln?“, kann ich Ihnen ehrlicherweise nur sagen, dass ich meine Glaskugel nicht mitgebracht habe und wir nicht vorhersehen können, in welche Richtung die Entwicklung gehen wird. Aber Sie als Politiker und Abgeordnete könnten beispielsweise überlegen, deutsche Banken zu motivieren, mehr in Staatsanleihen anderer Länder, gerade im Süden Europas, zu investieren. Es wäre jedoch ausdrücklich keine Überlegung, die ich Ihnen als Notenbanker empfehlen würde. Was ich damit sagen möchte: Wenn wir aus Deutschland in diejenigen Länder, die TARGET2-Verbindlichkeiten haben, Investitionen fließen lassen, würde das unseren TARGET2-Saldo abbauen. Wir würden dann sicherlich eine Entspannung bei unserem Saldo sehen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Vielen Dank. Die nächste Frage kommt von der Fraktion der FDP. Herr Schäffler, bitte.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Der AfD-Antrag will im Kern das TARGET-System durch Eingriffe verändern, indem versucht wird, oberhalb des TARGET-Systems Höchstgrenzen einzuziehen. Unser Antrag hat einen anderen Ansatz. Er will marktwirtschaftliche Anreize schaffen, damit die Salden gar nicht erst entstehen.

Deshalb geht meine erste Frage an Herrn Prof. Dr. Kooths: Wie beurteilen Sie die Obergrenzen? Meine zweite Frage geht an Herrn Balz: „The Telegraph“ hat heute berichtet, dass die Bundesbank davor gewarnt hat, dass bei einem Austritt schwere Verluste für die Deutsche Bundesbank eintreten, wenn ein Land in Zahlungsverzug kommt. Ist das aus der hier vorliegenden Stellungnahme abgeleitet, oder ist das eine Formulierung, die Sie neu gewählt haben? Vielleicht können Sie etwas dazu sagen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Wir beginnen mit Herrn Prof. Dr. Kooths, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, bitte.

Sv. **Prof. Dr. Stefan Kooths** (Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel): Eine Obergrenze soll bedeuten, dass ab einem bestimmten TARGET-Saldo Aktiva ausgetauscht und damit TARGET-Salden wieder glattgestellt werden. Das ist problematisch und nicht im Interesse der deutschen Steuerzahler, denn bislang werden das Ausfallrisiko und das Austrittsrisiko eines Defizitlandes durch alle übrigen Euroraummitglieder entsprechend des



EZB-Kapitalschlüssels geteilt. Wenn wir jetzt – mit Ausnahme des Goldes, das im Falle Italiens mit 100 Milliarden Euro etwa ein Viertel der ausstehenden TARGET-Positionen ausmacht – die italienischen Staatsanleihen und ähnliche Aktiva bilateral auf Deutschland übertragen würden, bestünde das Ausfallrisiko nur noch in Deutschland und würde nicht mehr mit den übrigen Mitgliedsländern des Euroraums geteilt werden. Darin kann ich keine Verbesserung erkennen.

Ich möchte noch einen zweiten Punkt hinzufügen. Hier ist gerade mit Leistungsbilanzen argumentiert worden. Darum geht es überhaupt nicht – um Leistungsbilanzen, Überschüsse, Defizite usw. Es geht darum, ob wir Leistungsbilanzsalden über den privaten Kapitalverkehr finanzieren oder nicht. Das ist die entscheidende Frage. Die Vokabel „anschreiben lassen“ ist eine volkstümliche Bezeichnung dafür, dass eine Zahlungsbilanzfinanzierung über das Notenbanksystem erfolgt. Das ist, wie ich eingangs erläutert habe, ordnungspolitisch problematisch. Nicht aus deutscher Sicht, sondern aus der Sicht des gesamten europäischen Währungsraums. Denn sämtliche grenzüberschreitenden Vorgänge sollten an den Märkten durch private Akteure erfolgen, die dafür auch das Risiko übernehmen. Diese Risiken sind zum großen Teil auf das Notenbanksystem überwältigt worden und damit auf alle Steuerzahler, die am Ende hinter diesem Notenbanksystem stehen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Balz, Deutsche Bundesbank, bitte.

Sv. **Burkhard Balz** (Deutsche Bundesbank): Ich kenne den „Daily Telegraph“ Artikel nicht. Ich weiß auch nicht, worauf er sich bezieht. Ich halte momentan in Großbritannien nichts für unmöglich. In den letzten 10 Jahren konnte ich sehr konkrete Erfahrungen dazu sammeln. Daher glaube ich, dass es die allgemeine Strategie Großbritanniens ist, die Eurozone insgesamt unter Beschuss zu nehmen. Zusätzlich zu dem, was ich vorher schon angeführt habe, habe ich dieser Thematik nichts hinzuzufügen. Ich würde mir den Artikel heute noch anschauen, und vielleicht können wir später noch einmal darüber reden.

Abg. **Frank Schäffler** (FDP): Dann habe ich eine andere Frage. Bei einem Austritt eines Mitgliedstaates aus der Eurozone stellt sich die Frage, wie „einbringlich“ Forderungen sind. Halten Sie es für

sinnvoll, diese Forderungen bei einem Austritt automatisch in Euro-notierte Anleihen umzuwandeln, so wie wir es vorgeschlagen haben?

Sv. **Burkhard Balz** (Deutsche Bundesbank): Wenn – rein hypothetisch – ein Land austreten würde, so würde man sicherlich die Austrittsmodalitäten verhandeln. Dabei gäbe es verschiedene Optionen. Darunter könnten wahrscheinlich auch solche sein, die Sie eben gerade angesprochen haben.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt von der Fraktion DIE LINKE. Herr De Masi, bitte.

Abg. **Fabio De Masi** (DIE LINKE.): Frau Prof. Dr. Schnabel hat vorhin darauf hingewiesen, dass es vor Ausbruch der Finanzkrise durchaus Momente gab, in denen wir kein Saldo feststellen konnten, es jedoch „Schwierigkeiten“ gab. Zum Beispiel war es in Spanien so, da den Ungleichgewichten entsprechende Kapitalflüsse gegenüberstanden.

Meine Frage möchte ich an Herrn Ehnts stellen. Wenn man sich für die Vertiefung der Kapitalmarktunion ausspricht – und ich sehe diese durchaus kritisch, weil ich Anhänger eines bankenzentrierten Finanzsystems bin –, ist es dann nicht ein Widerspruch, zu sagen, dass man die TARGET2-Salden begrenzen muss? Nach meinem Verständnis kann ich nicht einerseits für die Vertiefung der Kapitalmarktunion eintreten und andererseits das TARGET-System zusammenschmelzen wollen. Vielleicht könnten Sie etwas dazu sagen.

Meine zweite Frage: In Ihrem Papier wird angesprochen, dass wir in der Eurozone in einer Sondersituation sind, weil eigentlich ein Land in eigener Währung nicht pleitegehen kann. Aufgrund der Konstruktion der Eurozone haben wir aber keine risikofreien Staatsanleihen. Wäre es daher nicht sinnvoll, auch über einen „European Safe Asset“ bzw. einen europäischen Bond zu sprechen? Wenn Staatsanleihen mit Risikogewichten und entsprechenden Eigenkapitalanforderungen versehen werden, gibt es ja immer noch keine sichere Anleihe im europäischen Bankensystem.

Wenn genügend Zeit ist, meine letzte Frage: Es wird immer gesagt, dass hier irgendeine Rechnung zu begleichen sei. Nach meiner Kenntnis hat die Schweizer Notenbank ein Papier veröffentlicht, mit dem sie gezeigt hat, dass die Notenbanken aufgrund von Seigniorage-Einkünften im Prinzip sogar



ein negatives Eigenkapital verkraften könnten und relativ frei in der Bilanzierung seien. Ist es wirklich zutreffend, dass eine Rechnung zu begleichen ist?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Dr. Ehnts, Technische Universität Chemnitz.

Sv. **Dr. Dirk Ehnts** (Technische Universität Chemnitz): Ich denke schon, dass Sie Recht haben, wenn Sie sagen, dass wir nicht auf der einen Seite sagen können, es gebe eine freie Kapitalmobilität und auf der anderen Seite Begrenzungen durch das TARGET2-System formulieren. Das passt nicht zusammen. Daher können wir nur sagen, dass wir innerhalb der Eurozone Gelder transferieren, so wie es nötig ist und so wie die Konsumenten, Unternehmen und auch die Staaten das wollen. Dann müssen wir aber auch die Zentralbankbilanzen so anpassen, wie es notwendig ist.

Wenn die Spanier nach Deutschland sehr viel Geld überweisen, brauchen wir in der Bilanz diese Posten zum Ausgleich. Wenn das Geld wieder zurückgeht, verschwinden die Salden, und wenn in der nächsten Krise Kapital aus Deutschland nach Spanien flieht, bauen wir diese mit anderem Vorzeichen wieder auf. Das darf man nicht beschränken, da man sonst den freien Kapitalverkehr nicht mehr durchführen kann. Wenn man fordert, dass TARGET2-Posten mit Sicherheiten hinterlegt werden, fordert man damit letztlich, dass der Euro eingeschränkt und aufgegeben wird. Der Euro kann aber nicht funktionieren, wenn es keinen freien Kapitalverkehr gibt. Das ist der Sinn einer gemeinsamen Währung. Ich kenne jedenfalls kein anderes Währungssystem, wo wir nicht innerhalb der Regionen freie Kapitalflüsse hätten. Das gibt es nach meinem Wissen in der modernen Weltgeschichte nicht.

Kommen wir zu der Frage, ob wir ein risikofreies Konstrukt brauchen. Risikofreie Anleihen brauchen wir auf jeden Fall. Ich würde nicht wie Herr Kooths sagen, dass sich auch Staaten mit Risiko verschulden sollten. Ich halte das für gefährlich. In einer Demokratie bestimmt die Regierung über die Ausgaben. Wäre dies anders, hätten wir ein koloniales System, wie wir es beispielsweise in Indien zu Beginn des 20. Jahrhunderts hatten. Indien hat sich damals in London Pfund am Kapitalmarkt geliehen und musste die Schulden in britischen Pfund mit „Exporterlösen“ tilgen. Das ist ein koloniales Währungsregime und hat mit Souveränität und Demokratie nichts zu tun. Insofern sollte man dafür

sorgen, dass die Staatsanleihen auf jeden Fall sicher sind.

Den Banken nutzen dies auch. Wie die Bundesbank herausgearbeitet hat, vergeben Banken durch Bilanzverlängerung Kredite. Das schafft Giralgeld. Wenn Sie dann Bargeld oder für Überweisungen Zentralbankgeld brauchen, sind Staatsanleihen normalerweise die sichere und risikofreie Anlage, die zu Verfügung steht. Dadurch nehmen Sie den Banken das Risiko. Wenn Banken nicht wissen, wieviel ihre Sicherheiten in der nächsten Krise wert sind, wissen sie auch nicht, ob sie an Bargeld kommen, wenn es beispielsweise zu einem „Bank Run“ kommt. Es ist aber auch für die Zentralbank gefährlich, weil sie nicht weiß, welche Sicherheiten sie in einer solchen Situation akzeptieren muss. Es stellt sich dann die Frage, ob die Zentralbank die Anforderungen für die Sicherheiten kurzfristig senken muss, weil die Banken einfach nichts anderes mehr haben. Die Option, zu sagen, dass sich die Banken dann halt kein Bargeld mehr besorgen können, gibt es nicht. Dann bricht das ganze Bankensystem zusammen. Das hatten wir in der großen Depression.

Zur Frage nach einem European Safe Asset: Ich denke, wir könnten das auch anders machen. Wir könnten beispielsweise über Anleihen der European Investment Bank einen „Green New Deal“ finanzieren. „Green Bonds“ gibt es bereits. Wenn die EZB zusichert, diese Bonds massenhaft anzukaufen – das könnte sie –, dann wäre das eine Möglichkeit, die Eurozone zu stabilisieren.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Die nächste Frage kommt der Fraktion der CDU/CSU. Herr Radwan, bitte.

Abg. **Alexander Radwan** (CDU/CSU): Wir haben vorhin die Idee gehört, zum Goldsystem zurückzukehren. Wie realistisch ist das? Was würde das für das Eurosystem bedeuten? Solche Forderungen kommen aus einer bekanntermaßen Gold-affinen Ecke. Ist das denn der Königsweg?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Balz, Deutsche Bundesbank, bitte.

Sv. **Burkhard Balz** (Deutsche Bundesbank): Wir halten die Wiedereinführung eines Goldsystems für die Eurozone nicht für angezeigt. Ich glaube, dass es diesbezüglich eine hohe Einigkeit unter den



Zentralbanken der Welt gibt. Denn eine Wiedereinführung würde eine Verwerfung des Goldmarktes bedeuten, die aus unsere Sicht global nicht in den Griff zu kriegen wäre.

Wir sind mit den Goldreserven der Bundesbank zufrieden. Diese werden bis auf den letzten Barren im Internet veröffentlicht, wir sind da sehr transparent. In den ersten Monaten meiner Amtszeit als Vorstand der Bundesbank habe ich die Reserven der Bundesbank in New York und London auch persönlich in Augenschein genommen. Die Goldreserven sind ein bewährter Teil des Portfolios der Bundesbank. Die Bundesbank ist weltweit nach der US-amerikanischen Federal Reserve der zweitgrößte Goldeigentümer. Bei uns gibt es keinerlei Pläne, hieran irgendetwas zu ändern. Mit der Ausnahme, dass wir einmal im Jahr für die Goldsondermünzen der Bundesbank einen kleinen Betrag aus den Goldreserven verkaufen.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Gut, noch eine weitere Frage, Herr Radwan.

Abg. **Alexander Radwan** (CDU/CSU): Herr Prof. Dr. Kooths, habe ich Sie richtig verstanden: Sie würden gerne das TARGET-System durch einen marktwirtschaftlichen Mechanismus ersetzen?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Prof. Dr. Kooths, Institut für Weltwirtschaft, Universität Kiel, bitte.

Sv. **Prof. Dr. Stefan Kooths** (Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel): Das TARGET-System muss man überhaupt nicht ersetzen. Es ist ein Clearing-System, das technisch notwendig ist. Die Frage ist: Was sind die treibenden Kräfte, die zu diesen Salden geführt haben? Das hat sehr viel mit der Geldpolitik zu tun, die wiederum nicht unabhängig agieren kann. Daran muss etwas geändert werden, und dann braucht man sich über eine etwaige Abschaffung des TARGET-Systems nicht zu unterhalten.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Radwan.

Abg. **Alexander Radwan** (CDU/CSU): Keine weitere Frage. Es wurde konkretisiert, dass das TARGET-System in der Form, wie es heute existiert, nicht abgeschafft werden sollte.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Wenn es keine weiteren Nachfragen von Herrn Radwan gibt,

kommen wir zur nächsten Frage von der Fraktion BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN. Frau Paus, bitte.

Abg. **Lisa Paus** (B90/GR): Ich frage noch einmal Herrn Dr. Schick von der Bürgerbewegung Finanzwende. Da Herr Schäffler viel Wert darauf gelegt hat, sich vom Antrag der AfD abzugrenzen, und gesagt hat, dass der Vorschlag der Fraktion der FDP marktwirtschaftliche Elemente zur Verbesserung dieses Systems einfügen möchte, wollte ich fragen, in wieweit Sie die Vorschläge der AfD und der FDP für geeignet halten, um die mit dem Austritt einer Eurozone verbundenen Risiken zu verringern und die Währungsunion stabiler zu machen. Oder sehen Sie da eher eine andere Tendenz?

Wenn Sie dann noch Zeit haben, könnten Sie noch etwas zum Thema „Risikogewichtung von Staatsanleihen“ sagen, weil auch das ein Thema ist, was den Finanzausschuss gerade beschäftigt?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Dr. Schick, Bürgerbewegung Finanzwende, bitte.

Sv. **Dr. Gerhard Schick** (Bürgerbewegung Finanzwende e. V.): Zunächst: Wo findet eigentlich die Geldpolitik statt? Es hat sich heute teilweise so angehört, als gäbe es immer noch die Bundesbank und die *Banca d'Italia* als Träger der Geldpolitik. Das ist nicht so. Wir haben die Entscheidung getroffen, dass die Geldpolitik auf europäischer Ebene von der EZB bestimmt wird. Die Vorstellung, es gebe irgendwo in der Eurozone eine exzessive Geldschöpfung, und woanders sei sie zu gering, läuft ins Leere. Es ist für das Baden egal, auf welcher Seite der Badewanne der Wasserhahn ist. Der Wasserpegel ist überall gleich hoch. Das Entscheidende, was das europäische Zentralbanksystem macht, ist, diesen Pegel so einzustellen, dass es unserer Wirtschaft gut geht. Wo das Wasser eingeführt wird, ist für das Wohlergehen der wirtschaftlichen Akteure in der Eurozone nicht entscheidend.

Die Aussage „Wir haben ein TARGET-Problem und dessen Ursachen müssen wir bekämpfen“ trifft nicht zu. Es gibt dort kein grundsätzliches Problem, das es zu lösen gilt. Das TARGET-System ist eine interne Buchungsmethode zwischen den Zentralbanken. Ich fände es gut, wenn die Bundesbank stärker kommunizieren würde, nicht mehr für die Geldpolitik zuständig zu sein und insofern ein Großteil ihrer Bilanz nicht mehr von ihr selbst bestimmt wird.



Zum Inhalt der Anträge: Ich glaube, zur Goldbesicherung hat Herr Balz das Richtige gesagt. Es ist interessant, wenn man sieht, was die italienische Regierung gerade macht. Sie versucht, Zugriff auf das Gold der italienischen Notenbank zu erlangen. Es würde mich interessieren, wie sich die befreundeten politischen Kräfte von AfD und Lega eigentlich darüber verständigen, was man dann mit dem Gold in Europa machen sollte. Hier besteht eine absurde Situation, die das System wirtschaftlich nicht besser macht.

Zum FDP-Antrag: Ich finde es richtig, die Kapitalmarktunion weiter voranzutreiben. Ich stelle allerdings die Frage, ob eine weitere Integration des Kapitalmarktes wirklich einen Beitrag zur Reduzierung der TARGET-Salden leisten würde. Da bin ich mir nicht so ganz sicher, denn gerade die Spezialisierung der Standorte in der Eurozone könnte sich damit sogar noch verstärken. Herr Balz hat vorhin davon gesprochen, dass einige Finanzdienstleister den Standort Frankfurt nutzen und deswegen über die Bundesbank agieren. Dadurch werden die Salden eher vergrößert. Sehe ich darin ein Problem? Nein, aber dieser Zusammenhang wird gemacht.

Es ist wichtig, das Thema der Staatsanleihen anzugehen. Es gibt eine Konzentration dieser Papiere in manchen Bankbilanzen. Es gibt unterschiedliche Wege, dieses Problem zu lösen. Der von uns präferierte Ansatz wäre der einer leverage ratio, also der einer einheitlichen Kapitalunterlegung. Ich halte aber auch den Vorschlag, die Unterlegung vom Grad der Konzentration abhängig zu machen, für einen gangbaren Weg.

Der Vorschlag der Fraktion der FDP, im Fall eines Austritts Target-Verbindlichkeiten in auf Euro lautende Schuldtitel des betreffenden Staats umzuwandeln, wird der Problematik eines Austritts aus der Währungsunion nicht gerecht. Der Nachweis, dass der eigentliche ökonomische Wert der TARGET-Forderungen null ist, ist in der Stellungnahme von Frau Schnabel und Herrn Hellwig überzeugend dargelegt worden. Wenn dem so ist, muss der Wert der Sicherheiten und der Anleihen, die dem gegenüberstehen, auch null sein. Insofern ist der FDP-Antrag der Versuch eines Kompromisses, der TARGET-Diskussion entgegenzukommen. Die Vorschläge sind nicht alle falsch, aber insgesamt sind sie nicht überzeugend.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Dann kommen wir zur letzten Frage der Fraktion der SPD. Herr Binding, bitte.

Abg. **Lothar Binding** (SPD): Ich würde gerne Herrn Dr. Rickes und anschließend Herrn Dr. Preußé fragen, inwieweit die TARGET2-Salden für kleinere und mittlere Kreditinstitute von Belang sind und ob sich daraus Folgen für die Finanzmarktstabilität kleiner und mittlerer Institute ergeben.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Wir beginnen mit Herrn Dr. Rickes, Deutsche Kreditwirtschaft.

Sv **Dr. Reinhold Rickes** (Deutsche Kreditwirtschaft – Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V. (DSGV)): Wie wir bereits zu Anfang ausgeführt haben, sehen auch wir in der Deutschen Kreditwirtschaft das TARGET2-System als einen wirkvollen Ausgleichsmechanismus an. Wir sehen allerdings, dass mit den TARGET-Salden auch Diskussionen über die Risiken in der Währungsunion verbunden sind. Es ist deutlich, dass durch den zu Beginn des Jahres erfolgten Stopp der Nettoankäufe des Eurosystems ein Abschmelzen des sehr hohen TARGET-Saldos von Deutschland eingetreten ist. Wenn man den Saldo als Risikoindikator bezeichnen möchte, sieht man, dass dadurch die Risiken im Währungsraum vermindert worden sind.

Maßgebliche Gründe für die Entwicklung der TARGET-Salden liegen im Eurosystem und bei der EZB selbst. Man müsste in diesem Zusammenhang darüber diskutieren, welche Bedeutung die Niedrigzinsen bzw. die Negativzinsen haben und wie Banken in dieser schwierigen Ertragssituation entlastet werden können. Wir haben in unserer Stellungnahme deutlich hervorgehoben, dass wir bei allen Diskussionen um die Bankenunion und auch um die Kapitalmarktunion die damit verbundenen Risiken mitberücksichtigt haben möchten. Es gibt nach wie vor eine Diskussion über die Weitergestaltung eines europäischen Einlagensicherungssystems. Falls ein zentrales Einlagensicherungssystem geschaffen würde, könnte dies die Risikoneigung der Banken im Eurosystem erhöhen.

Wir sehen die TARGET-Salden als Risikoindikator und würden dafür votieren – genauso wie beim Banken-Staaten-Nexus –, dass man die Zusammenhänge in einer Gesamtschau betrachtet. Erst sollten die Risiken abgebaut und eine Normalisierung des



Zinsniveaus erreicht werden, bevor man über eine weitere Vergemeinschaftung nachdenkt.

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Herr Dr. Preuße, ebenfalls Deutsche Kreditwirtschaft, bitte.

Sv. **Dr. Thomas Preuße** (Deutsche Kreditwirtschaft – Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands (VÖB)): Ich kann hier nur noch einmal eine Lanze für die Kapitalmarktunion und ihren weiteren Ausbau brechen. Wir halten das Projekt grundsätzlich für sehr wichtig, sehen aber, dass es ausbaufähig ist. Ganz viele Themen, wie etwa der grenzüberschreitende Wertpapierhandel, die Haftung oder Informationsanforderungen, sind bislang von der EU-Kommission nicht angefasst worden. Hier sehen wir Defizite, an deren Beseitigung gearbeitet werden sollte, gerade auch um eine grenzüberschreitende Mittelstandsfinanzierung besser zu ermöglichen.

Sv. **Markus Becker-Melching** (Deutsche Kreditwirtschaft – Bundesverband deutscher Banken e. V. (BdB)) Frau Vorsitzende, würden Sie nur zu Protokoll nehmen, dass Herr Dr. Rickes die Position des DSGVO, und nicht die des Bundesverbandes deutscher Banken e. V. (BdB) bzw. der Deutschen Kreditwirtschaft insgesamt dargestellt hat?

Vorsitzende **Bettina Stark-Watzinger**: Gut, das nehmen wir dann somit zu Protokoll. Wir klären jetzt noch einmal für alle: Sie sind eingeladen worden als Deutsche Kreditwirtschaft. Herr Dr. Rickes vertritt den DSGVO (Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V.), Herr Becker-Melching vertritt den BdB (Bundesverband deutscher Banken e. V.) und Herr Dr. Preuße den VÖB (Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands).

Ich bedanke mich bei allen, die uns heute ihren fachlichen Input gegeben haben. Wir werden das mit in die weitere Beratung nehmen. Die TARGET2-Salden sind ein spannendes Thema, das uns noch weiter beschäftigen wird. Herzlichen Dank und weiterhin eine erfolgreiche Woche für Sie.

Schluss der Sitzung: 15:30 Uhr

Bettina Stark-Watzinger, MdB
Vorsitzende



- Anlagenverzeichnis -

- Anlage 1:** Stellungnahme von Herrn Prof. Dr. Philipp Bagus,
Universidad Rey Juan Carlos (Madrid)
- Anlage 2:** Stellungnahme der Deutschen Bundesbank
- Anlage 3:** Gemeinsame Stellungnahme
des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes e. V. (DSGV),
des Bundesverbandes der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e. V. (BVR)
und des Bundesverbandes Öffentlicher Banken Deutschlands (VÖB)
für die Deutsche Kreditwirtschaft
- Anlage 4:** Stellungnahme des Bundesverbandes deutscher Banken e. V. (BdB)
für die Deutsche Kreditwirtschaft
- Anlage 5:** Stellungnahme von Herrn Dr. Dirk Ehnts,
Technische Universität Chemnitz
- Anlage 6:** Stellungnahme von Herrn Prof. Dr. Stefan Kooths,
Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel
- Anlage 7:** Stellungnahme von Frau Prof. Dr. Isabel Schnabel,
Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn

Schriftliche Stellungnahme zu den Anträgen „Kapitalmarktunion vertiefen, Staatsschulden entprivilegieren, TARGET2-Salden verringern“ Deutscher Bundestag Drucksache Drucksache 19/6416 sowie „Target-Forderungen unabhängig vom Fortbestand des Euros besichern“ Deutscher Bundestag Drucksache 19/9232

1. Target-2: Grundlagen und Verständnis

Über das Target-2-System (im folgenden T2 genannt) bestehen sehr unterschiedliche Auffassungen. In der umfangreichen und kontroversen Debatte stehen sich zwei Hauptlager gegenüber.¹ Beide Seiten der Debatte machen jeweils von ihrem Standpunkt valide Argumente. Dennoch denke ich, dass sie die Kernproblematik noch nicht vollständig erfassen, sodass einige einführende Erläuterungen angebracht sind, auf deren Grundlage die Einschätzung der konkreten Anträge von FDP und AfD im Anschluss erfolgt.

T2 ein Zahlungsverkehrssystem für Überweisungen innerhalb der Eurozone. Die Targetsalden bemessen die Nettogeldzuflüsse bzw. -abflüsse eines Landes im System. Wenn mehr Überweisungen aus der Eurozone in ein Land stattfinden als aus diesem in die Eurozone hinausgehen, entsteht ein positiver Targetsaldo; im umgekehrten Falle ein negativer.

Im folgenden seien drei Beispiele für das Entstehen eines Targetsaldos vorgestellt, die auch in der Debatte angesprochen werden.

Erstens: Kapitalflucht.

Wenn Bürger eines Landes, wie im Falle Griechenlands vor allem 2015 geschehen, ihren Banken oder ihrer Regierung nicht mehr vertrauen, und den Verbleib ihres Landes in der Eurozone bezweifeln, können sie eine Überweisung in ein von ihnen als sicher betrachtetes Land vornehmen. Dort können sie Vermögenswerte wie Immobilien, die daraufhin im Preis tendenziell steigen. Eine derartige Transaktion wird im T2 erfasst und spiegelt wie ein „Fieberthermometer“ (FDP 2019, S. 1) die Kapitalflucht und damit das Vertrauen in den Erhalt der Eurozone wieder.

Die Kapitalflucht wird mithin im T2 „registriert.“ Es handelt sich indes um die Registrierung von schon abgeschlossenen, nicht umzukehrenden Vorgängen. Die

¹ Die Problematik der T2-Salden wurde zuerst aufgeworfen durch Sinn und Wollmershäuser (2012). In die gleiche Richtung zielen Homburg (2012) und Sinn (2015), Westermann (2018), und Mayer (2018). Weitgehend unproblematisch wird T2 von Whelan (2017), Bofinger (2018), Fratzscher (2018), Hellwig (2018a) und Krahen (2018) gesehen. Einen Überblick der Argumente findet sich bei Winkler (2018). Die sich gegenüberstehenden Seiten werden aktuell von Fuest und Sinn (2018) und Hellwig (2018b) repräsentiert.

Kapitalflucht ist erfolgt. Die erworbene Immobilie ist schon im Preis gestiegen. Der Eigentümer hat gewechselt.

Zweitens: das Anleihekaufprogramm des ESZB.

Das Public Sector Purchase Programme (PSPP) wird in der Debatte als ein weiterer Grund für den Anstieg der Targetsalden genannt.² Das ESZB kauft seit 2015 Wertpapiere an, vor allem Staatsanleihen.³ Dabei kauft jede Zentralbank die Anleihen ihrer eigenen Regierung. Die Bundesbank kauft deutsche Staatsanleihen und die Banca d'Italia kauft italienische Staatsanleihen. Wenn nun die Banca d'Italia eine italienische Anleihe in Luxemburg oder Deutschland kauft, wo viele Fondsgesellschaften ihren Sitz haben, so entsteht, eine Targetverbindlichkeit für die Banca d'Italia und eine Targetforderung für die luxemburgische Zentralbank oder die Bundesbank.

Wenn das ESZB neues Geld schafft und damit Staatsanleihen kauft, kommt es zu einer Umverteilung. Die ersten, die das neue Geld erhalten, die Anleihenverkäufer, profitieren. Wenn die Preise steigen (oder weniger stark fallen als es sonst der Fall gewesen wäre), verlieren andere Marktteilnehmer. Die Umverteilungseffekte der Geldschaffung werden auch Cantilloneffekte genannt.⁴ In diesem Falle steigen die Preise der Anleihen, die Zinsen fallen und vor allem die Schuldner profitieren, allen voran die Regierungen. Letztere müssen sich bei den Strukturreformen nicht mehr so ins Zeug legen wie zuvor. In der Tat sind die Reformvorhaben in der Eurozone seit 2015 zum Erliegen gekommen.

Wenn nun die Anleihenkäufe im Ausland stattfinden, spiegelt sich diese Umverteilung auch in den Target2-Salden wieder und zwar wegen des Ausmaßes der ESZB-Käufe durchaus in einem relevanten Maße. Auch bei diesem zweiten Beispiel reflektieren die T2-Salden einen Teil der realwirtschaftlichen (Umverteilungs-)Vorgänge, die ihre Wirkung bereits entfaltet haben und unumkehrbar sind.

Drittens, umverteilende Geldschöpfung. Als letztes Beispiel seien hier T2-Salden genannt, die eine eurozoneninterne Umverteilung repräsentieren. In der Eurozone haben mehrere Zentralbanken die Möglichkeit die gleiche Währung zu schöpfen, und damit eine gemeinsam genutzte Ressource abzunutzen, nämlich die Kaufkraft des Euro. Regierungen können indirekt diese Möglichkeit nutzen. Da dieser Mechanismus eine Tragödie der Allmende darstellt, ist dieser Zusammenhang als Tragödie des Euro (TdE) bezeichnet worden.⁵

Jede Eurozonenregierung hat die Möglichkeit zwecks Stimmenkaufs Defizite zu fahren und diese mit der Ausgabe von Staatsanleihen zu finanzieren. Die (nationalen) Banken können diese Staatsanleihen kaufen und als Sicherheit für Refinanzierungskredite bei ihrer Zentralbank hinterlegen. Dadurch erhalten sie neues Zentralbankgeld auf dessen

² Siehe beispielsweise Hellwig (2018b, S. 365-366).

³ Hellwig (2018b) vermutet, dass die Targetsalden seit 2015 maßgeblich vom PSPP beeinflusst worden sind und bezieht sich auf Eisenschmidt et al. (2017). Zu Recht fragt er, warum der luxemburgische Verkäufer den Verkaufserlös nicht wieder in Italien anlegt. Die Antwort liegt in der Inattraktivität von Investitionen in Italien begründet. Letztlich läuft also auch das zweite Beispiel auf eine Kapitalflucht hinaus.

⁴ Siehe Thornton (2018).

⁵ Bagus (2011).

Basis sie ihrerseits neues Buchgeld schöpfen können. In der Folge steigen die Preise tendenziell an; die Kaufkraft des Euro (die Allmenderessource) fällt tendenziell, und zwar nicht nur um Defizitland, sondern in der gesamten Eurozone, wodurch ein Teil der Kosten des Staatsdefizits auf Euroausländer externalisiert wird.

Wir haben es bei diesem Mechanismus mit einer monetären Umverteilung zu tun. Die Länder in denen relativ mehr Basis- und Buchgeld geschaffen wird, und in denen das Preisniveau zuerst steigt, werden beginnen aus dem noch billigen Euroausland zu importieren und mit dem neu geschaffenen Geld zu bezahlen. Es entstehen dauerhaft durch die Notenpresse finanzierte Leistungsbilanzungleichgewichte.

Nehmen wir an, ein griechisches Unternehmen bekommt einen neuen Kredit von seiner Hausbank, die sich wiederum bei der griechischen Zentralbank refinanziert mit griechischen Staatsanleihen als Sicherheit. Mit dem neuen Kredit wird neues Geld geschöpft. Wenn das Unternehmen nun mit dem neuen Geld in Deutschland einen Traktor kauft, kommt es zu einer Überweisung von Griechenland nach Deutschland. Die T2-Verbindlichkeiten Griechenlands steigen und die Targetforderungen der Bundesbank steigen in der Höhe des Traktorkaufs an.

Bis 2007 investierten deutsche Anleger (vor allem Banken) in den Staaten der relativ höheren Geldschöpfung wie Griechenland, Italien oder Spanien, sodass die T2-Salden sich ausglich, weil eine privatwirtschaftliche Überweisung aus Deutschland in den Süden stattfand.⁶

Ab 2008 stiegen die Targetsalden jedoch an, weil die privaten Investitionen in den Süden einbrachen. Wenn heute also ein griechisches Unternehmen Güter aus Deutschland importiert und sich dabei durch neu geschaffenes Geld finanziert, ohne dass es ausgleichende griechische Güterexporte nach Deutschland oder deutsche Investitionszahlungen nach Griechenland gibt, steigen die T2-Salden.

Die T2-Salden spiegeln in dem Falle also die monetäre Umverteilung wieder, die von Deutschland nach Griechenland fließt. In anderen Worten lassen sich in diesem dritten Beispiel die T2-Salden als Messung der monetären Umverteilung im Euroraum interpretieren. Jedoch gilt auch hier, dass die Umverteilung bereits stattgefunden hat, wenn die Salden auftauchen.⁷

Der Traktor steht in Griechenland, ohne dass im Gegenzug griechische Waren oder Dienstleistungen nach Deutschland geflossen wären. In der Bilanz der Bundesbank taucht eine T2-Forderung auf, die jedoch nicht fällig zu stellen und uneinbringbar ist.

⁶ Hellwig (2018b, S. 363).

⁷ Es ist richtig, dass nicht nur der griechische Traktorkäufer profitiert, sondern natürlich auch der deutsche Exporteur, der in der Kette der Cantillonumverteilung weit vorne zu finden ist. Wenn jedoch das neu geschaffene Geld in Deutschland verbleibt (sonst würden sich die T2-Salden auch ausgleichen), dann treibt es dort die Preise hoch zum Nachteil potentieller Käufer. In Summe, „verliert“ Deutschland einen Traktor ohne etwas zu „gewinnen.“ Innerhalb Deutschland gibt es indes durch die Cantilloneffekte durchaus auch Gewinner. Zu Cantilloneffekten siehe Thornton (2018, Kapitel 5).

Faktisch ist sie wertlos. Realwirtschaftlich gesehen ist es also dann bereits zu spät, wenn der Traktor exportiert und eine uneinbringbare Forderung entstanden ist.⁸

Die Targetsalden sind ökonomisch betrachtet keine Kredite. Kredite haben immer eine Laufzeit und können fällig gestellt werden, während das bei den T2-Salden nicht der Fall ist. Kredite sind zudem Ausfluss einer bewussten Entscheidung eines Kreditgebers, der die Verfügung über eine Sache für einen bestimmten Zeitraum auf den Kreditnehmer überträgt. Die Bundesbank entscheidet aber nicht bewusst einen Kredit zu gewähren, sondern wickelt lediglich den Zahlungsverkehr ab.

Da es sich nicht um Kredit handelt, müssen die T2-Forderungen ökonomisch gesehen als Geschenke betrachtet werden. Ein „Kredit“ ohne Laufzeit ist ein Geschenk. Die T2-Forderungen stellen auch keine deutschen Ersparnisse dar, weil sie nicht einbringbar sind. Der Traktor wird aus volkswirtschaftlicher Sicht verschenkt.

Unter der Annahme, dass keine Importe aus oder Investitionen nach Griechenland erfolgen, welche die T2-Forderung kompensiert, erhält die deutsche Volkswirtschaft als „Gegenleistung“ aus Griechenland nur eine uneinbringliche Forderung, die zwar fiktiv verzinst wird, jedoch zu keiner Zahlung führt.⁹ Daher schreibt Hellwig (2018, S. 360) zutreffend: „Der Zeitwert der Target-Forderungen ist, wenn man genau hinsieht, gleich Null.“¹⁰

Target-2-Risiken

Nach den vorstehenden Ausführungen ist der volkswirtschaftliche Effekt schon geschehen, wenn die T2-Salden auftauchen. Ein Risiko besteht allerdings in einer stetigen Erhöhung der T2-Salden.

⁸ Eine Kapitalflucht kann übrigens auch durch Geldschöpfung finanziert werden. Der Grieche kauft keinen Traktor von dem neuen Geld, sondern eine Immobilien in Deutschland.

⁹ Vgl. hierzu Hellwig (2018b, p. 361, p. 363) oder Fuest und Sinn (2018, p. 20). Für die Gewinnberechnung der Zentralbank und die Abführung in den gemeinsamen Pool, der später an die Zentralbanken des ESZB ausgeschüttet wird, wird die T2-Verbindlichkeit von Griechenland als Einlage zum Hauptrefinanzierungssatz behandelt. Der Kredit an die Bank des Traktorkäufers wird auch fiktiv zum Hauptfinanzierungssatz verzinst, sodass sich die Posten für die Gewinnberechnung ausgleichen.

Wenn sich in Deutschland die Zentralbankkredite verringern, weil der Traktorkäufer seine Kreditaufnahme reduziert, dann fallen Zinseinnahmen für die Bundesbank weg. Dieser Wegfall wird jedoch dadurch ausgeglichen, dass die T2-Forderung der Bundesbank mit dem Hauptrefinanzierungssatz verzinst wird.

Wenn die griechische Bank ihren Kredit nicht bezahlt, weil beispielsweise das griechische Bankensystem zusammenbricht, dann kommt es zu einem realen Verlust der griechischen Zentralbank, die weiterhin einen Zins auf die T2-Verbindlichkeit in den gemeinsamen Pool zahlen muss. Die Auszahlung an die Bundesbank aus dem Pool könnte mithin sinken. Auf dieses T2-Risiko bezieht sich der AfD-Antrag und wird auch von Fuest und Sinn (2018) als Risiko erfasst.

¹⁰ Dennoch würde Hellwig wahrscheinlich sich am Begriff „Geschenk“ stoßen, da er die Salden als unproblematisch ansieht.

Sind also die schon bestehenden T2-Salden ein Risiko, das gedeckelt werden müsste, wie Fuest und Sinn (2018, S. 22) vorschlagen?¹¹

Hellwig (2018b, S. 348) argumentiert richtig, dass eine Zentralbank, die keine in Fremdwährung nominierten Verbindlichkeiten hat, nie zahlungsunfähig werden kann. Banknoten und Bankeinlagen bei ihr sind Verbindlichkeiten, die sie selbst herstellt und mithin auf Null gesetzt werden können. Denn eine Einlösepflicht besteht nicht (mehr).

Sind daher Buchverluste von Zentralbanken irrelevant? Besteht als einzige Gefahr in einer Verringerung in der Gewinnausschüttung der Zentralbank?¹² Hellwig (2018b, S. 379) argumentiert, dass Buchverluste aus T2-Forderungen „letztlich irrelevant“ seien. Es ist richtig, dass in einem ungedeckten Papiergeldsystem die Verbindlichkeiten in eigener Währung eine Zentralbank zu nichts verpflichten und die Zentralbank durch diese nicht zahlungsunfähig werden kann. Eine heutige Zentralbank hat keine echten Verbindlichkeiten. Doch daraus folgt eben nicht, dass ihre Vermögenswerte (in Relation zum ausgegebenen Basisgeld) irrelevant sind.

Die Qualität der Vermögenswerte (Aktiva) einer Zentralbank ist von Bedeutung für die Qualität der von ihr ausgegebenen Währung.¹³

Die Wahrheit dieser Behauptung sei an einem einfachen Beispiel illustriert. Nehmen wir an, eine Zentralbank würde ihre Goldreserven verkaufen und vom Erlös venezolanische Bolivares erwerben. Dieser Aktivtausch würde die Qualität der von der Zentralbank ausgegebenen Währung verringern.¹⁴ Denn es sinkt die durchschnittliche Qualität der Vermögenswerte, die zu Verteidigung der Währung herangezogen werden können.

Eine Zentralbank kann qualitativ hochwertige Aktiva an den Märkten gegen ihre Währung verkaufen, um diese zu stützen. Die Qualität der Zentralbankaktiva wird zudem relevant im Falle einer Währungsreform zum Beispiel in der Folge eines Euroaustritts oder eines Eurozerfalls.

Wenn die durchschnittliche Qualität der Zentralbankvermögenswerte, die den Verbindlichkeiten (Basisgeld) gegenüber stehen, fällt, dann verringert sich auch die Qualität einer Währung. Wenn die Vermögenswerte Verluste erleiden und beispielsweise der Marktwert der venezolanischen Bolivares durch eine Hyperinflation

¹¹ Auch der AfD-Antrag (2019) erwähnt diese Möglichkeit, wenngleich sie auch wegen besserer Alternativen verworfen wird.

¹² Siehe hierzu Hellwig (2018, p. 350).

¹³ Zur Qualitätstheorie des Geldes siehe Bagus (2009), sowie zur Notenbankbilanzanalyse Bagus und Schiml (2009). Zur Bedeutung der Qualität von Zentralbankbilanzen siehe Bagus und Howden (2016).

¹⁴ Die Währungsqualität würde sich auch verschlechtern, wenn die Zentralbank ohne Gold zu verkaufen, durch die Ausgabe ihrer Währung zusätzliche Bolivares erwirbt in einer Bilanzverlängerung. Es macht einen Unterschied, ob eine Zentralbank neues Geld schafft und davon Bolivares oder Gold kauft.

auf Null sinkt, dann ist diese Entwicklung nicht irrelevant; auch wenn es richtig ist, dass heute eine Zentralbank in ihrer eigenen Währung nicht zahlungsunfähig werden kann.¹⁵

Gleiches gilt für Verluste bei T2-Forderungen. T2-Forderungen sind Vermögenswerte von geringer Qualität, weil sie uneinbringbar, illiquide und bei einem Eurozerfall/Euroaustritten stark verlustgefährdet sind.¹⁶ Deshalb ist es problematisch, wenn ein großer Anteil der Bundesbankvermögenswerte T2-Forderungen sind.

Kommt es zu einem Eurozerfall und Verlusten bei den Zentralbankvermögenswerten kann ein Vertrauensverlust in die Währung nicht ausgeschlossen werden. Uneinlösbare Papiergeldwährungen ruhen auf dem Vertrauen der Nutzer und dieses Vertrauen könnte durch das Auflösen der T2-Forderungen einen entscheidenden Schlag bekommen, auch wenn realwirtschaftlich der Verlust bereits eingetreten ist.

Rückführung der T2-Salden.

Die T2-Salden können sich durch verschiedene Ereignisse verringern.

1. Die Kapitalflucht könnte sich umkehren. Eine Möglichkeit eine Kapitalfluchtumkehr zu erreichen, ist eine Zentralisierung, Schuldenvergemeinschaftung und Transferunion in der Eurozone. Diese Option impliziert einige Kosten. Die Umverteilungseffekte wären enorm und zu Lasten deutscher Staatsbürger. Ferner entstünde ein großes moralisches Risiko Bürger anderer Staaten für eigene Schulden zahlen zu lassen. Ein sehr inflationärer Euro wäre langfristig die Folge.
2. Private Investitionen könnten aus von den T2-Forderungsländern in die T2-Verbindlichkeitsländer fließen. Dieser Möglichkeit erfordert, dass die Defizitländer attraktiver, vor allem günstiger, werden müssten. Dafür bräuchte es schmerzhaft, strukturelle Reformen in diesen Ländern. Die EZB-Politik und monetäre Umverteilung, die sich in den T2-Salden reflektiert, steht dem jedoch entgegen.
3. Die monetäre Umverteilung kehrt sich um. Es wird mehr neues Geld in den T2-Forderungsländern als in den Defizitländern geschaffen, wodurch sich die Wettbewerbsfähigkeit in den Forderungsländern soweit verschlechtert, dass sich die Zahlungsströme umdrehen. In dem Falle hätte Deutschland Kosten in Form

¹⁵ Wenn die US-amerikanische Notenbank kommunizieren würde, dass ihre Goldvorräte verschwunden seien, wäre sie nicht zahlungsunfähig. Dennoch wäre diese Mitteilung für die Qualität des Dollars relevant.

¹⁶ Ihre Einbringbarkeit wird bei einem Eurozerfall/Austritt zu einer politischen Frage. Richtig ist, dass sich für die T2-Salden natürlich innerhalb der Eurozone aufheben. Bei Euroaustritt oder -zerfall werden die T2-Forderungen jedoch sofort relevant, da sie sich nicht mehr aufheben. Will die Bundesregierung einen deutschen Euroaustritt als glaubhaftes Druckmittel haben, um andere Staaten in ihrer Fiskalpolitik zu disziplinieren, braucht es hochwertige Aktiva, die zum Aufbau einer neuen Währung eingesetzt werden könnten. Ansonsten ist die deutsche Austrittsdrohung wenig glaubwürdig. Hohe, unbesicherte T2-Salden bringen mithin Kosten für Deutschland in Form einer Verschlechterung seiner Verhandlungsposition.

einer höheren Kreditschöpfung und den damit einhergehenden Verzerrungen, sowie in Form eine Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit.

Darauf folgt, dass die T2-Salden von Deutschland alleine ohne die Hilfe anderer Staaten nur unter hohen Kosten zu reduzieren sind. Bei Einsicht und entsprechenden Reformen der Defizitländer wären die T2-Salden freilich reduzierbar. Nur liegt diese Option nicht in deutscher Hand. Ihr stehen das Eigeninteresse dieser Länder und die von der EZB geschaffenen Anreize zur monetären Umverteilung entgegen, die sich in den T2-Salden reflektiert.

Auf Basis dieser Überlegungen möchte ich nun zu den Anträgen von FDP und AfD Stellung nehmen.

Die FDP schlägt zur Behebung der hinter den T2-Ungleichgewichten liegenden Ursachen verschiedene Maßnahmen vor, die in unterschiedlichem Grade dazu geeignet sind.

Erstens fordert der Antrag der FDP 19/6416 eine Vertiefung der Kapitalmarktunion ohne dabei konkrete Maßnahmen zu nennen. Die Römischen Verträge haben Kapitalverkehrsfreiheit in der EU gesichert. Kapitalverkehrsfreiheit kann also mit einer Kapitalmarktunion schwerlich gemeint sein.

Eine unterschiedliche Risikobewertung ist aus marktwirtschaftlicher Sicht zu begrüßen.¹⁷ Bei unterschiedlichen Verlustrisiken, die auch unterschiedlicher fiskalischer Verantwortung der Mitgliedsstaaten, ihrer Defizite, Schuldenstände, und Solvenz von Banken und Unternehmen resultieren, ergeben sich auch unterschiedliche Zinssätze. Diese „Fragmentierung“ entsteht daraus, dass erwartet wird, dass Banken von ihren eigenen Staaten gerettet werden.

Eine Vergemeinschaftung von Risiken und Schulden würde die Kapitalflucht (s.o.) und die Fragmentierung verringern und die T2-Salden zurückführen. Sie bedeutet aber auch hohe Kosten in Form von moralischen Risiko und einer Umverteilung zu Lasten der solventeren Staaten und Banken. Außerdem bedeutet eine „Kapitalmarktunion“ keine grundsätzliche Begrenzung der monetären Umverteilung (TdE), sondern vielmehr den Anreiz sie noch intensiver zu verfolgen, da Risiken vergemeinschaftet werden.

Der zweite Vorschlag zur Begrenzung der T2-Salden des FDP-Antrags geht in die richtige Richtung. Er zielt auf eine Entprivilegierung der Staaten als Schuldner ab. Heute werden Staatsanleihen von der Bankenregulierung als risikolos betrachtet. Die Entprivilegierung würde erfordern, dass Banken mehr Eigenkapital vorhalten müssten. Dadurch würde sich das Kreditschöpfungspotenzial der Banken verringern. Die Zinsen auf Staatsanleihen würden steigen, weil sie weniger attraktiv wären. Durch die Limitierung der Kreditschöpfung könnten sich die T2-Salden verringern; zumindest wäre ihr Anstieg gebremst.

¹⁷ Fuest und Sinn (2018, S. 23).

Die höheren Zinsen auf Staatsanleihen würden zudem die Anreize für Strukturreformen in den Defizitländern erhöhen und könnten auf diese Weise die T2-Salden verringern.

Nicht zu vergessen ist, dass die Haircuts für Staatsanleihen im EZB-Refinanzierungsgeschäft geringer sind als für andere Anleihen. Diese Privilegierung bei den Haircuts ist auch in Frage zu stellen, falls die Entprivilegierung der Staaten das Ziel ist.

Die Forderung nach einer Eigenkapitaldeckung von Staatsanleihen in risikoadäquater Höhe ist an sich ein guter Gedanke, um exzessiver Verschuldung vorzubeugen. Jedoch ist eine Berechnung schwierig. Das Ausfallrisiko der Staatsanleihen ist von der Solvenz des Staates abhängig von erwartet wird, dass er seine Banken rettet. Damit ist das Ausfallrisiko der Staatsanleihen von der Solvenz des Bankensystem abhängig, das von diesem Staat gestützt wird. Wird ein geringes Ausfallrisiko angesetzt, können mehr Staatsanleihen von den Banken gekauft werden und das Ausfallrisiko sinkt. Wird ein höheres Risiko angesetzt, können nur weniger Staatsanleihen von den Banken gekauft werden, was das Risiko tatsächlich erhöht. Nur eine vollständige Entflechtung von Staaten und Banken würde eine risikoadäquate (und nicht privilegierte) Bepreisung ermöglichen. Eine solche Entflechtung würde einen radikalen Systemumbau erfordern.

Die dritte Forderung des FDP-Antrags Bail-outs auszuschließen, ist zu begrüßen, sofern man verantwortungsvolles Handeln ermutigen möchte. Jedoch ist nicht klar, warum diese Maßnahme die T2-Salden verringern sollte. Vielmehr sollte bei einer Umsetzung die Kapitalflucht zunehmen und damit die T2-Salden erhöhen.

Die politischen Anreize sind auf einen Bailout ausgerichtet, sodass sich die Politik in einer akuten Krise wahrscheinlich nicht an irgendwelche Rettungsverbote halten wird. Schon im Falle von Monte dei Paschi hat sich die italienische Regierung über den Geist des Gesetzes hinweggesetzt und die Bank mit Steuergeldern gerettet. Anstatt Verbote auszusprechen, an die sich in einer Krise niemand halten wird, wäre es mithin zielführender, die Grundlage von Bail-outs zu eliminieren; nämlich das teilgedeckte Bankensystem und seine Verflechtung mit den Staaten. Eine Umstellung auf ein edelmetallgedecktes Vollgeld, wie einen reinen Goldstandard, würde auch den Vorteil haben, dass die T2-Salden automatisch mit Edelmetall hinterlegt wären.

Viertens wird gefordert, dass bei einem Euroaustritt die T2-Verbindlichkeiten in Euroanleihen umgewandelt werden. Diese Maßnahme würde bei ihrer Einhaltung Verluste aus T2-Forderungen begrenzen. Es ist jedoch nicht klar, warum mit dieser Maßnahme heute T2-Salden reduziert würden. Ein geregelter Austrittsverfahren könnte sogar die Möglichkeit eines Austritts wahrscheinlicher erscheinen lassen und die Kapitalflucht befördern.

Aus Sicht der verbleibenden Euromitglieder wäre jedoch die implizite Hinterlegung der T2-Salden eine Absicherung und Währungsqualitätsverbesserung.

Dennoch wird es bei einem Austritt zu politischen Verhandlungen über diese Maßnahme kommen und möglicherweise wird der austretende Staat wegen einer zu

erwartenden Abwertung nicht zahlen wollen und können. Eine heutige Hinterlegung der Forderungen mit Gold würde dieses politische Risiko ausschließen.

Die fünfte Forderung, welche die Mehrheitsregeln auf eine qualifizierte Mehrheit ändert, wenn es um die Ergreifung von unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen geht, weist in die richtige Richtung, wenn man die umverteilende Geldschöpfung (und die TdE) und damit die T2-Salden begrenzen möchte. Denn durch die Erfordernis einer qualifizierten Mehrheit werden unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen weniger wahrscheinlich.

Zur Begründung des Antrags der FDP

Die Begründung ist weitgehend schlüssig. Nur liegt, wie bereits erwähnt, das tieferliegende Problem in der TdE und nicht in einer Fragmentierung des Bankensektors. Die Fragmentierung ist der unterschiedlichen Solvenz der Staaten geschuldet, die sich aufgrund der TdE verschuldet haben.

Eine weitere Sozialisierung privater Anlagerisiken wird im Antrag explizit abgelehnt, gleichzeitig eine „Kapitalmarktunion“ angestrebt, woraus die Frage resultiert, worin diese „Kapitalmarktunion“ genau bestehen soll.

Das Schließen der Lücke im BRRD ist ein erstrebenswertes Ziel, wobei aus politökonomischer Sicht diese Lücke nicht von ungefähr kommt und schwer zu schließen ist.

Der Antrag lehnt zudem eine Begrenzung der T2-Salden ab, weil diese den „freien Zahlungsverkehr“ gefährden könnten. Jedoch würde eine solche Obergrenze der T2-Salden die TdE indirekt begrenzen. Eine griechische Bank könnte nicht mehr neues Geld schaffen, um den berühmten deutschen Traktor zu finanzieren.

Dem Antrag ist zuzustimmen, dass es einen Perspektivwechsel bei der T2-Diskussion braucht. Wie einführend deutlich gemacht, sind die T2-Salden nur ein Symptom des tieferliegenden Problems der monetären Umverteilung.

Der Antrag der FDP (S. 3) behauptet, „rein marktbedingte TARGET2-Salden wären unproblematisch“. Da wir es mit einem staatlichen Geld- und Zentralbanksystem mit Basisgeldschöpfungsmonopol zu tun haben, können T2-Salden niemals marktbedingt sein. Im Bereich des Geldes und der Geldschöpfung haben wir es mit einem staatlichen Monopol und nicht mit einem Markt zu tun.¹⁸

In diesem Zusammenhang spricht der Antrag von einer „übermäßigen“ Zentralbankgeldmenge. Indes gibt es keinen Standard für eine mäßige oder optimale

¹⁸ Siehe Huerta de Soto (2011), oder Marquart und Bagus (2014).

Geldmenge. Es ist eine planwirtschaftliche Überheblichkeit zu glauben, man habe das Wissen über eine optimale Geldmenge.¹⁹

Zudem ist mir nicht ersichtlich, warum es durch eine „Kapitalmarktunion“ zu einer effizienteren Kapitalallokation und einer „günstigeren Finanzierung der europäischen Unternehmen“ kommen sollte. Zum einen sind die Zinsen auf einem künstlich niedrigen Niveau. Eine Normalisierung des Zinsniveaus nach oben ist wünschenswert, sollen Verzerrungen bereinigt werden und keine weitere Zinssenkung.

Zum anderen bedeutet eine Vergesellschaftung von Risiken (wenn es da ist, was die Kapitalmarktunion meint) eben keine effizientere Kapitalallokation.

Für eine effiziente Kapitalallokation sind in einer Marktwirtschaft einzig und allein die Unternehmer zuständig, die bei gegebener Kapitalverkehrsfreiheit dabei nicht behindert werden. Wenn sich aus einer Fragmentierung Gewinnmöglichkeiten ergeben, sind Unternehmer dazu geeignet, diese aufzuspüren.

Im allgemeinen geht der Antrag der FDP aus Sicht der Interessen deutscher Geldnutzer in die richtige Richtung. Der Antrag hilft die Verlustgefahr aus der monetären Umverteilung und T2-Salden zu begrenzen. Aus dieser Sicht geht der Antrag indes nicht weit genug.

Der AfD-Antrag

Der AfD-Antrag geht in die gleiche Richtung wie der FDP-Antrag. Im Antrag erfolgt zuerst eine Einschätzung der Lage und hiernach werden Forderungen gestellt.

Ich folge dieser Reihenfolge. Die Lageeinschätzung ist im Großen und Ganzen treffend.

Das Hauptproblem wird wie folgt artikuliert (S. 2). Es gibt keinen Schutz „vor einem Ausverkauf deutscher Waren durch asymmetrische Geldproduktion.“ Das ist in der Tat der entscheidende Punkt.

Es gibt nur indirekt eine Begrenzung der asymmetrischen Geldproduktion über den Stabilitäts- und Wachstumspakt (oder den Fiskalpakt) und das Inflationsziel der EZB (sowie ihrer Refinanzierungsbedingungen). Beide Grenzen können jedoch geändert oder nicht respektiert werden.

Es könnte noch hinzugefügt werden, dass neben Geldschöpfung und Kapitalflucht auch das Anleihekaufprogramm ein Grund für die steigenden T2-Salden ist, wobei diese Salden auch als Kapitalflucht interpretiert werden können (s.o.).

Auch dem siebten Punkt der Lageerfassung stimme ich zu. Die T2-Salden sind nicht durch „regulatorische Hemmnisse“ entstanden. Eine Kapitalmarktunion geht an den tieferliegenden Problemen vorbei. Wenn mit der Kapitalmarktunion gemeint ist, dass kleinere und mittlere Unternehmen durch welche Maßnahmen auch immer, einen

¹⁹ Siehe Huerta de Soto (2011, Kapitel 7) oder Hayek (1988).

besseren Zugang zu den Kapitalmärkten erhalten, dann könnten die T2-Salden in der Folge sogar noch steigern, weil vermutlich mehr Griechen in kleine deutsche Unternehmen investieren wollen als umgekehrt. Auch das Argument zur Defragmentierung des Bankensektors ist korrekt. Denn alle Maßnahmen, die die zwischenstaatlichen Geldflüsse erhöhen, wie z.B. eine Defragmentierung des Bankensektors, bedeuten nicht automatisch einen Rückgang der T2-Salden.

Der AfD-Antrag mahnt korrekterweise die Kosten und Risiken einer Bankenunion an.

Es ist auch richtig, dass bei Fortbestand des Euro durch das Zinspooling ein Risiko aus den T2-Forderungen für die Bundesbank besteht.²⁰ Ein negatives Eigenkapital gefährdet in der Tat die „Unabhängigkeit“ einer Zentralbank.

Ein sehr interessanter und eleganter Vorschlag ist der von Goldkäufen der Bundesbank im Euroausland um die T2-Forderungen zu reduzieren. Dem ist hinzuzufügen, dass die Bundesbank ihre T2-Forderungen auch direkt bei der EZB gegen Gold eintauschen könnte. Jedoch ist die Bundesbank formal „unabhängig“ von direkten Weisungen des Parlaments und der Regierung. Die Initiative müsste hier also von der Bundesbank selbst kommen.

Der AfD-Antrag befindetet, dass die Besicherung von Targetforderungen bei Austritt zu kurz greift. In der Tat ist die von der FDP geforderte „Austrittssicherung“ mit Risiko behaftet (s.o.), dass bei einer direkten Deckung, wie von der AfD vorgeschlagen, verschwinden würde. Noch tiefer gehend sollte die asymmetrische Geldschöpfung selbst begrenzt werden durch Volldeckung und beispielsweise einen reinen Goldeuro. Der AfD-Antrag greift also selbst noch zu kurz.

Zu den Forderungen der AfD

Die wichtigste Forderung ist die Hinterlegung von Targetverbindlichkeiten durch werthaltige, marktfähige Sicherheiten unter Berücksichtigung von Haircuts. Diese sollen auf die EZB übertragen werden und von dort auf die Zentralbanken mit T2-Forderungen. Dabei sollen Sicherheit beginnend mit Gold und dann mit absteigender Bonität verwendet werden. Falls das Vermögen der Zentralbanken nicht ausreicht, sollen die Sicherheiten aus Refinanzierungsgeschäften verwendet werden. In diesem Falle kann ich nicht einschätzen, ob die Verwendung von Sicherheiten aus Refinanzierungsgeschäften nicht rechtliche Problem mit sich bringt.

In jedem Fall ist der Antrag dahingehend zu ergänzen, dass davon abgesehen werden sollte, dass eine Zentralbank Staatsanleihen des eigenen Staates als Besicherung der T2-Verbindlichkeiten einbringt, da diese bei einem Euroaustritt oder Bankenzusammenbruch wertlos werden können. Als Verbesserung des AfD-Antrags sollten nur Gold und Goldforderungen als Sicherheit zugelassen und am besten gleich ein Goldeuro eingeführt werden.

²⁰ Siehe Fuest und Sinn (2018) sowie oben.

Fazit: Auch die AfD-Forderungen sind ein Schritt in die richtige Richtung, wenn man Risiko und Schaden von deutschen Bürgern und Geldnutzern abwenden möchte. Sie gehen noch ein Stück weiter als die FDP-Forderungen, greifen jedoch auch noch zu kurz. Denn die T2-Salden sind nur das Spiegelbild des tieferliegenden und im AfD-Antrag angesprochenen Problems der asymmetrischen Geldschöpfung, das mit Blick auf die T2-Salden immer nur indirekt begrenzt werden kann, entweder durch Obergrenzen oder durch das Erfordernis von Sicherheiten. Wem die Interessen der deutschen Bürger, vor allem Sparer und Geldnutzer, zweitrangig sind und wer in erster Linie an der Verwirklichung einer Transferunion interessiert ist, für den sind die monetäre Umverteilung und die T2-Salden ohnehin unproblematisch.

Literatur

- AfD (2019), Targetforderungen unabhängig vom Fortbestand des Euros besichern, *Bundestagsdrucksache* 19/9232.
- Bagus, P. (2009), The Quality of Money, *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 12, no. 4, 41-64.
- Bagus, P. (2011), The Tragedy of the Euro, *The Independent Review*, 15 (4), 563-576.
- Bagus, P. und M. Schiml (2009), Notenbankbilanzanalyse: Ein neues Werkzeug der Geldpolitik in der Subprime-Krise, *Wirtschaftsdienst*, 89 (3), 184-188.
- Bagus, P. und D. Howden (2016), Central Bank Balance Sheet Analysis, *BFUP – Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 68 (2), 109-125.
- Bofinger, P. (2018), Sind Target-Salden eine „Druckerpresse“ für Kredite?, *Handelsblatt* vom 19. August 2018.
- Eisenschmidt, J., D. Kedan, M. Schmitz, R. Adalid und P. Papsdorf (2017), The Eurosystem’s Asset Purchase Programme and Target balances, *ECB Occasional Paper* Nr. 196, European Central Bank, Frankfurt.
- FDP (2019), Kapitalmarktunion vertiefen, Staatsschulden entprivilegieren, TARGET2-Salden verringern, *Bundestagsdrucksache* 19/6416.
- Fratzcher, M. (2018), Das Target-System ist für Deutschland und Europa ein Anker der Stabilität, *Handelsblatt* vom 2. August 2018.
- Fuest, C. und H.-W. Sinn (2018), Target-Risiken ohne Euro-Austritte, *ifo Schnelldienst*, 24, 20. Dezember 2018, 15-25.
- Hayek, F. v. (1988). *The Fatal Conceit. The Errors of Socialism*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Hellwig, M. F. (2018a), Wider die deutsche Target-Hysterie, *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung* vom 29. Juli 2018.
- Hellwig, M. F. (2018b), Target-Falle oder Empörungsfalle?, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 19 (4), 345-382.
- Homburg, S. (2012), Notes on the Target2 Dispute, *CESifo Forum* 13, Special issue, 50–54, verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/forum-0112-special-9.pdf>.
- Huerta de Soto, J. (2011), *Geld, Bankkredit und Konjunkturzyklen*, De Gruyter Oldenbourg.
- Krahen, J. P. (2018), Über Scheinriesen: Was TARGET-Salden tatsächlich bedeuten, unveröffentlichtes Manuskript, Center for Financial Studies, Frankfurt.

- Marquart, A. und P. Bagus (2014), *Warum andere auf Ihre Kosten immer reicher werden – und welche Rolle der Staat und unser Papiergeld dabei spielen*, FinanzbuchVerlage, München.
- Mayer, T. (2018), Ein Wahnsinn namens Target 2, *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung* vom 10. Juli 2018.
- Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2012), Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility, *International Tax and Public Finance* 19(4), 468–508.
- Sinn, H.-W. (2015), *Der Euro. Vom Friedensprojekt zum Zankapfel*, Hanser, München 2015, Übersetzung von *The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets and Beliefs*, Oxford University Press, Oxford, 2014.
- Thornton, M. (2018). *The Scyscarper's Curse. And How Austrian Economists predicted every major economic crisis in the Last Century*. Ludwig von Mises Institute, Auburn, Ala.
- Westermann, F. (2018), Europe's Target2 can Learn from US, *OMFIF*, 2. Juli, verfügbar unter: <https://www.omfif.org/analysis/commentary/2018/july/europes-target-2-can-learn-from-us/>.
- Whelan, K. (2017), Should we be concerned about Target balances?, Europäisches Parlament, Directorate General for Internal Policies, Policy Department A: Economic and Scientific Policy, Economic and Monetary Affairs, Monetary Dialogue, November 2017, online verfügbar unter [http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/131947/MD %20WHELAN %20 f.r.matted_FINAL %20publication.pdf](http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/131947/MD%20WHELAN%20f.r.matted_FINAL%20publication.pdf).
- Winkler, A. (2018b), Große Summe – großes Problem? Warum die Debatte um die Target-Salden so hitzig ist, *Wirtschaftsdienst* 98 (10), S. 744–51.



Schriftliche Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestags am 5. Juni 2019 zu dem Antrag der Fraktion der FDP „Kapitalmarktunion vertiefen, Staatsschulden entprivilegieren, TARGET2-Salden verringern“ (BT-Drucksache 19/6416) sowie zu dem Antrag der Fraktion der AfD „Target-Forderungen unabhängig vom Fortbestand des Euros besichern“ (BT-Drucksache 19/9232)

1 Zu TARGET2

TARGET2 ist ein Verbund von Zahlungssystemen auf der Grundlage einer einheitlichen technischen Plattform, der sowohl von Zentralbanken als auch von Geschäftsbanken genutzt wird, um auf Euro lautende Zahlungen in Form von Zentralbankgeld in Echtzeit zu verarbeiten. Die abgewickelten Zahlungen beinhalten geldpolitische Operationen, Interbanken- und Kundenzahlungen sowie Transaktionen anderer Systeme. TARGET2 sichert den freien Fluss von Zentralbankgeld im gesamten Euroraum und unterstützt damit die Transmission der Geldpolitik, gut funktionierende Finanzmärkte, die Wirtschaftstätigkeit und die Finanzstabilität. Es ist daher ein unverzichtbarer Bestandteil unserer Währungsunion. Nur mit einem gut funktionierenden Zahlungssystem können ihre Vorteile genutzt werden.

Die Währungsunion ist darauf aufgebaut, dass Kapital und Geld frei zirkulieren können. TARGET2 leistet dazu seinen Beitrag, indem es einen einheitlichen Geldmarkt ermöglicht. Jeder Euro hat in jedem Mitgliedsland des Euroraums den gleichen Wert, unabhängig davon, wo und wie er durch die Zentralbanken geschaffen wurde. Dies bedeutet auch, dass jeder Euro zunächst frei zwischen den Ländern transferiert werden können muss. Maßnahmen, die den freien Zahlungsverkehr zwischen den Ländern beschränken könnten, stünden grundsätzlich in einem Spannungsverhältnis zu den Prinzipien der Europäischen Währungsunion.

2 Zur Entwicklung der TARGET2-Salden

Hinter steigenden TARGET2-Salden steht immer die vom Eurosystem geschaffene Zentralbankliquidität – diese muss erst geschaffen werden, bevor sie über TARGET2 umverteilt werden kann und sich im Rahmen dessen möglicherweise in positiven oder negativen Salden einzelner Zentralbanken des Eurosystems niederschlägt. Die Höhe der TARGET2-Salden ist daher durch die vom Eurosystem geschaffene Menge an Zentralbankliquidität begrenzt. Zentralbankliquidität wird etwa dadurch geschaffen, dass Geschäftsbanken im Rahmen von geldpolitischen Operationen Liquidität nachfragen oder das Eurosystem Wertpapiere kauft und somit von sich aus den Umfang der

Zentralbankliquidität erhöht. Grundsätzlich zeigen steigende TARGET2-Salden an, dass die Liquidität in anderen Ländern geschaffen wird als den Ländern, in denen sie letztlich gehalten wird. Dabei stellen die TARGET2-Salden nur ein Symptom dar, während die Ursachen für ihre Entwicklung außerhalb von TARGET2 liegen und sehr vielfältig sein können. So können etwa Zweifel an der Nachhaltigkeit der Wirtschaftspolitik und der öffentlichen Finanzen, mangelnde Wettbewerbsfähigkeit oder Refinanzierungsprobleme im Bankensektor Zahlungsabflüsse aus den betreffenden Mitgliedstaaten bedingen oder verhindern, dass Geld- oder Kapitalmarktanlagen in den entsprechenden Ländern getätigt werden. All diese Situationen können mit steigenden TARGET2-Salden einhergehen, wenn sie mit einem Vertrauensverlust im Bankensektor und Friktionen am Interbankenmarkt zusammenfallen. Seit Beginn der Finanzkrise 2007 bis Sommer 2012 waren schnell steigende TARGET2-Salden zu verzeichnen. Dies kann überwiegend auf die hier genannten ökonomischen Ursachen zurückgeführt werden.

Die Entwicklung der TARGET2-Salden seit dem Jahr 2015 bis Ende 2018 erklärt sich nicht zuletzt mit den Effekten der technischen Abwicklung der Wertpapierankaufprogramme. Anders als konventionelle geldpolitische Maßnahmen führen diese größtenteils unmittelbar zu grenzüberschreitenden Transaktionen in TARGET2. Dahinter stehen vielfach historisch-institutionelle Ursachen, wie die Konzentration von Liquidität durch internationale Bankengruppen in bestimmten Ländern. Insbesondere viele internationale Banken mit Sitz außerhalb des Euroraums nutzen seit jeher die Bundesbank für ihren Zugang zu TARGET2 und ihre Geschäfte im Euroraum – die Liquidität dieser Banken konzentriert sich dann in Deutschland. Werden beispielsweise französische Staatspapiere durch die Banque de France (BdF) von ausländischen Banken, die ihre TARGET2-Konten bei der Bundesbank unterhalten, erworben, schafft die BdF zwar Zentralbankgeld, um den Kauf zu bezahlen. Dieses fließt aber direkt an den Verkäufer der Wertpapiere weiter und erhöht so für sich genommen den deutschen TARGET2-Saldo.¹

Stärkere kurzfristige Schwankungen der TARGET2-Salden, die durchaus im mittleren zweistelligen Milliardenbereich liegen können, sind vor allem zu Monatsultima, Quartalsultima und im besonderen Maße zu Jahresultima regelmäßig zu beobachten. Dahinter stecken oft Verlagerungen von Einlagen motiviert durch Portfolio- und Liquiditätsüberlegungen von Anlegern und Kreditinstituten mit Blick auf Bilanzstichtage. Teilweise kann es durch „Window-Dressing“ zu größeren grenzüberschreitenden Liquiditätsströmen kommen. Längerfristig sind jedoch andere Treiber für die Entwicklung der TARGET2-Salden maßgeblich.

¹ Weitere Informationen zur Entwicklung der TARGET2-Salden und dem Zusammenhang zu den Ankaufprogrammen: Monatsberichte März 2016 (Seite 56-58) und März 2017 (Seite 33-34) der Bundesbank sowie Wirtschaftsberichte Ausgabe 7 / 2016 (Seite 26-29) und Ausgabe 3 / 2017 (Seite 26-32) der Europäischen Zentralbank.

3 Zu den Risiken der TARGET2-Salden

TARGET2-Salden entstehen durch die dezentrale Konstruktion des Eurosystems – die zugrunde liegenden Risiken aus der Schaffung von Zentralbankgeld sind jedoch unabhängig davon.

TARGET2-Salden einer Nationalen Zentralbank (NZB) bestehen immer gegenüber der EZB. Risiken für das Eurosystem und die Mitgliedstaaten der Währungsunion könnten aus TARGET2-Verbindlichkeiten einer NZB allenfalls dann entstehen, wenn deren Mitgliedstaat die Währungsunion verlasse und die NZB dabei ihren Verbindlichkeiten nicht nachkäme. Die Bundesregierung hat u.a. in ihrer Antwort auf die Kleine Anfrage der AfD 19/3244 vom 05.07.2018 darauf hingewiesen, dass sie sich nicht an Spekulationen über den Austritt von Mitgliedstaaten aus der Währungsunion beteiligt. Auch die Bundesbank geht davon aus, dass die Währungsunion Bestand hat.

Im Übrigen ist zu den Risiken Folgendes zu bemerken:

- (1) Die von den Zentralbanken des Eurosystems geschaffene Zentralbankliquidität geht im Wesentlichen auf die Anleihekäufe des Eurosystems sowie auf besicherte Kredite an die Geschäftsbanken zurück. Letztlich liegen hier die Risiken für das Eurosystem, die durch entsprechende Maßnahmen, wie den gemeinsamen Sicherheitenrahmen und Risikokontrollmaßnahmen, begrenzt werden.
- (2) Für den hypothetischen Fall eines Austritts eines Mitgliedstaats dürfte es zu einer Gesamtbetrachtung der Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten und -Forderungen kommen. Die TARGET2-Verbindlichkeiten stellen dabei einen Teil der zu berücksichtigenden Forderungen dar. Sollten solche Forderungen durch die NZB des ausscheidenden Mitgliedstaates nicht erfüllt werden, würde sich dies auf die EZB auswirken.
- (3) Entscheidend für den Ausgleich von TARGET2-Verbindlichkeiten im hypothetischen Fall des Austritts eines Mitgliedstaats aus der Währungsunion wäre die Fähigkeit der betreffenden NZB, diese Verbindlichkeit zu begleichen.
- (4) Sollte die ausscheidende NZB ihre TARGET2-Verbindlichkeiten nicht tilgen, müsste für die verbleibende Differenz – unter Berücksichtigung der übrigen Intra-Eurosystem-Salden – eine Regelung gefunden werden. Erst wenn man eine Restforderung für uneinbringlich hielte, entstünde bei der EZB durch deren Abschreibung ein bilanzwirksamer Verlust. Die EZB könnte zunächst eigene Reserven zur Kompensation dieses Verlustes verwenden. Die potenziell verbleibenden Verluste könnten nach den Kapitalanteilen aus dem an die verbleibenden Mitglieder des Eurosystems auszuschüttenden monetären Einkommen einbehalten werden. Die Höhe des TARGET2-Saldos der Bundesbank wäre in diesem Fall unerheblich für das Ausmaß der Verluste, die auf die Bundesbank entfielen.
- (5) Die FDP-Fraktion hat die Umwandlung eventueller TARGET2-Verbindlichkeiten in Anleihen des Staates auf Euro-Basis für den hypothetischen Fall vorgeschlagen, dass ein Mitgliedstaat die Währungsunion verlassen sollte. Dies ist eine Möglichkeit für den Umgang

mit einer entsprechenden Verbindlichkeit der Zentralbank dieses Mitgliedstaates. In jedem Fall muss eine solche Verbindlichkeit ausgeglichen werden (vgl. EZB-Präsident Draghi, wonach mögliche TARGET2-Verbindlichkeiten in einem solchen Fall „would need to be settled in full“²). Unabhängig davon, dass die genaue Ausgestaltung des Prozederes und die Qualität der hierfür neu zu begebenden Staatsanleihen (über die Denominierung in Euro hinaus) spezifiziert werden müssten (bspw. im Hinblick auf die Laufzeit und die Verzinsung), hängt die Werthaltigkeit der Staatsanleihen (und damit die Vorteilhaftigkeit einer Umwandlung) von der Zahlungsfähigkeit des austretenden Staates ab, der zumindest in einer Übergangsphase vor gravierenden ökonomischen und finanziellen Herausforderungen stehen dürfte. Im Übrigen ist darauf hinzuweisen, dass die frühzeitige Festlegung eines Austrittsverfahrens zwar die Transparenz der weiteren Schritte erhöhen könnte, sie aber auch die Gefahr birgt, Spekulationen um den möglichen Austritt eines Landes Vorschub zu leisten.

4 Zu möglichen Lösungsansätzen

Lösungen sollten an den Ursachen und nicht an den Symptomen orientiert sein. Es bietet sich eine Reihe von Maßnahmen an, die entweder zu einer Reduktion der TARGET2-Salden oder zu einer Verringerung ihres Risikogehaltes beitragen dürften.

TARGET2-Salden können durch privatwirtschaftliche Entscheidungen reduziert werden. Sobald in der Summe Liquidität aus Deutschland abfließt – zum Beispiel, um in anderen Ländern des Euroraums Waren zu erwerben oder Geldanlagen am dortigen Geld- oder Kapitalmarkt zu tätigen – sinkt der TARGET2-Saldo der Bundesbank. Diesen Abfluss zu initiieren, ist jedoch nicht Aufgabe der Bundesbank. Die hohen TARGET2-Forderungen der Bundesbank besagen vor allem, dass Kreditinstitute, die über die Bundesbankkomponente an TARGET2 angeschlossen sind, mehr Zentralbankliquidität bei der Bundesbank halten, als die Bundesbank selber geschaffen hat. Der Transfer dieser Zentralbankliquidität muss durch die Kreditinstitute, gegebenenfalls in Reaktion auf Kundentransaktionen, initiiert werden.

Mit einem Abbau der derzeitigen Überschussliquidität erscheint ein schrittweiser Rückgang der TARGET2-Salden im Eurosystem wahrscheinlich. Dies ist jedoch auch von den ökonomischen Rahmenbedingungen, wie einem funktionierenden Interbankenmarkt, abhängig.

Dabei kommt es entscheidend darauf an, dass der Euroraum als Ganzes und insbesondere die Mitgliedstaaten mit NZBen mit hohen TARGET2-Verbindlichkeiten von internationalen Investoren als attraktive Anlageziele wahrgenommen werden. Eine stabilitätsorientierte Finanzpolitik, die im Einklang mit den europäischen und nationalen Fiskalregeln tragfähige

² Brief an die Abgeordneten des Europaparlaments, Marco Valli und Marco Zanni vom 18. Januar 2017, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/170120letter_valli_zanni_1.en.pdf

Staatsfinanzen nachhaltig gewährleistet, und eine Wirtschaftspolitik, die die Wachstumskräfte und die Widerstandsfähigkeit der jeweiligen Volkswirtschaften stärkt sowie verbliebene bilanzielle Altlasten abbaut, können hierzu ganz entscheidend beitragen. Die entsprechenden Effekte dürften durch eine vertiefte Kapitalmarktunion noch verstärkt werden.



Deutscher Sparkassen- und Giroverband
e.V.



Bundesverband der Deutschen
Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V.



Bundesverband Öffentlicher
Banken Deutschlands

Berlin, 29. Mai 2019

Stellungnahme

zur Anhörung am 5. Juni 2019 im Deutschen Bundestag, Antrag der FDP-Fraktion, Drucksache 19/646

Kontakt (stellvertretend für alle drei Spitzenverbände):

Deutscher Sparkassen und Giroverband

Charlottenstraße 47

10117 Berlin

Tel: 030 – 20225- 5303

Email: DSGV-Volkswirtschaft@dsgv.de

Diese drei Spitzenverbände der Deutschen Kreditwirtschaft stehen für:

- über 70 % der Beschäftigten in der deutschen Kreditwirtschaft,
- rund 2/3 aller Kredite, darunter auch für rund 2/3 aller Unternehmenskredite und rund 2/3 aller privaten Wohnungsbaukredite,
- rund 75 % aller Kredite an öffentliche Haushalte,
- über 60 % aller Kundeneinlagen
- und rund 2/3 aller Einlagen von Privatkunden

1. Kapitalmarktunion weiterentwickeln, kreditbasierte Mittelstandsfinanzierung stärken

DSGV, BVR und VÖBteilen die Einschätzung, dass Kapital- und Kreditmärkte in Europa eine hohe Bedeutung für den Wohlstand in Europa haben. Mit Blick auf die insbesondere mittelständischen Strukturen müssen daher auch adäquate Finanzierungsstrukturen gesichert und weiter angepasst werden. Dies umfasst neben der Finanzierung über die Kapitalmärkte für den weit größeren Teil der europäischen Wirtschaft auch die Kreditfinanzierung durch Banken und Sparkassen. Insofern unterstützen wir das grundsätzliche Ziel einer Weiterentwicklung des europäischen Binnenmarktes für Kreditinstitute und Kapital. Dieses Ziel sollte aber wie bisher im Rahmen von zwei gleichberechtigten Säulen umgesetzt werden.

Ziel eines Binnenmarktes für Kapitalmärkte muss sein, die Effizienz der europäischen Kapitalmärkte zu erhöhen, die Wertpapierkultur zu stärken und dadurch Anleger an der Wertschöpfung in der Wirtschaft auch in einem Niedrigzinsumfeld teilhaben zu lassen. Hierdurch wird letztlich die Finanzierung von stabilem Wachstum in Europa gestärkt. Die Kapitalmarktunion muss dafür zusammen mit der Wirtschafts- und Währungsunion sowie auch der Politischen Union in einen ganzheitlichen Ansatz eingebettet sein. Zugleich soll die Kapitalmarktunion einschließlich der Kreditfinanzierung den Finanzplatz Europa im weltweiten Wettbewerb stärken. Die Finanzplätze in Europa können dabei durch ihre Wettbewerbsfähigkeit und Offenheit gegenüber ausländischen Investoren und Märkten Kapital und Liquidität aus dem Ausland anziehen.

Grundprinzip eines Binnenmarktes für Kapital- und Bankenmärkte sollte sein, dass die Marktteilnehmer im europaweiten, grenzüberschreitenden Wettbewerb über die richtigen Finanzierungslösungen und -produkte bestimmen. Voraussetzung dafür können weitere Fortschritte bei der europaweiten Harmonisierung von rechtlichen Grundlagen, bei Berücksichtigung nationaler Spielräume im Sinne der Subsidiarität sein.

Die Kapitalmarktunion muss auf ein starkes und effizientes Bankensystem aufbauen. Banken und Kapitalmärkte wirken zusammen und stehen nicht unverbunden nebeneinander. Die Finanzmarktstabilität in Europa kann durch die Kapitalmarktunion unter besonderer Beachtung der hohen Bedeutung der Kreditfinanzierung gestärkt werden, indem Risiken angemessen reduziert und nach dem Grundsatz der Eigenverantwortung und insbesondere Subsidiarität behandelt werden. Zur Finanzmarktstabilität trägt zudem bei, die Vielfalt der europäischen Bankenslandschaft zu erhalten. Daher muss es von hoher Priorität sein, diese Pluralität der europäischen Finanzbranche zu erhalten. Proportionalität und eine Differenzierung nach Geschäftsmodellen darf durch die Weiterentwicklung der Kapitalmarktunion nicht in Frage gestellt werden.

Bei der Umsetzung von Basel III müssen alle Spielräume und Möglichkeiten für Erleichterungen genutzt und die Besonderheiten des europäischen Bankenmarktes berücksichtigt werden, um der Entstehung von Wettbewerbsbenachteiligungen vorzubeugen. Bei Bedarf sind auch Korrekturen vorzunehmen. Nicht sinnvoll bleibt es dagegen, wenn die Finanzmarktstabilität leidet, weil Risiken aus dem regulierten Bereich in den nicht regulierten Bereich gedrängt werden.

Die Vorschläge der Kommission in ihrem Aktionsplan zur Kapitalmarktunion von 2015 greifen zu kurz. Wichtig bleibt es zudem, der Vielfalt am Markt Rechnung zu tragen und nur dort Angleichungen anzustreben, wo ein europäischer Mehrwert erkennbar ist. Die in Europa schwach ausgeprägte Wertpapierkultur muss gestärkt werden. Deshalb sollte die Weiterentwicklung der Kapitalmarktunion zunächst zu einer Überarbeitung der Finanzmarktgesetzgebung, insbesondere auch der Finanzmarktrichtlinie MiFID II und der Verordnung für verpackte Finanzprodukte für Kleinanleger PRIIPs, führen. Die Regelungen sollten daraufhin geprüft werden, ob mit ihnen ein tatsächlicher Mehrwert für die Kunden verbunden ist. Dieser Mehrwert sollte dann den möglichen negativen Auswirkungen für die Kunden sowie der voraussichtlichen Kostenbelastung für die Institute gegenübergestellt werden (Kosten-Nutzen-Analyse). Gegebenheiten der nationalen Finanzmärkte müssen bei der europäischen Kapitalmarktregulierung stärker berücksichtigt werden. Wesentliche Hindernisse für grenzüberschreitende Wertpapiermärkte sind bislang nicht angegangen. Hierzu gehören insbesondere die Barrieren im Nachhandel, die zu hohen Transaktionskosten führen. Ebenso konnte sich ein einheitliches Haftungsregime für Anlegerinformationen im Rahmen der EU-Prospektrichtlinie nicht durchsetzen. Nationale Haftungsregime müssen so bei der Erstellung von Prospekten berücksichtigt werden.

Ein weiteres Instrument, das Banken- und Kapitalmarktfinanzierung im Sinne der kreditnehmenden Wirtschaft und der Investoren verbindet, bleibt die Verbriefung. Ob mit der bisherigen Regulierung (STS-Verbriefungen im Rahmen der Kapitalmarktunion) eine Wiederbelebung dieses Marktes ermöglicht wird, ist nicht absehbar. Viel entscheidender wäre es, die Negativ- und Niedrigzinsphase zu überwinden. Angesichts der aktuellen Zinslage bleiben solche Versuche gemeinsamer Verbriefungen am Markt ohne Erfolgchancen.

Banken übernehmen eine Intermediärsfunktion auch bei der Kapitalmarktfinanzierung. Bisherige Regulierungsmaßnahmen tragen allerdings dazu bei, dass diese Rolle perspektivisch eingeschränkt wird (Beispiele: Market Making, OTC, Langfristfinanzierung). Die bestehende Finanzmarktregulierung sollte grundlegend überprüft werden mit dem Ziel, Inkonsistenzen und Dopplungen zu beseitigen. Weitere Belastungen der Kreditwirtschaft müssen vermieden werden.

2. Staatsschulden-Nexus weiter vermindern

Dass Kredite an Staaten in den Südländern Europas nicht per se risikofrei sind, hat die Staatsschuldenkrise gezeigt. Eine angemessene Behandlung von Sovereign Exposures gerade mit Blick auf den so genannten Banken-Staaten-Nexus ist ein wichtiges Thema. Im Euroraum wurde daher zu Recht auf eine Verbesserung der Staatsverschuldungsquoten und der Defizitquote hingewirkt. Im Euroraum hat hier Deutschland seine Staatsschuldenquote mittlerweile an den Referenzwert von 60% herangeführt und hat damit eine Vorbildfunktion eingenommen. Neben Überlegungen hin zu einer Risikogewichtung von Forderungen gegenüber staatlichen Institutionen ist es daher wichtig, konsequent die Staatsverschuldung nach dem finanzpolitischen europäischen Stabilitätskonzept zurückzuführen und damit auch die Stabilität der Bankensysteme zu sichern. Allerdings gibt es noch bedeutende Teilgebiete des Euroraums wie u.a. in Italien, in denen es bisher nicht gelungen ist, einen Abbau der gesamtstaatlichen Verschuldung auf den Weg zu bringen. Hier bleiben Rat und Europäische Kommission gefordert, dies auch weiter voran zu bringen.

Insofern ist ein geeignetes Instrument zum Abbau des Staatsschulden-Banken-Nexus der weitere konsequente Abbau der Staatsschulden und die Begrenzung der Neuverschuldung in allen Mitgliedstaaten des Euroraums.

Sollten Änderungen am Status Quo müsste vor dem Hintergrund der Bedeutung von Sovereign Exposures geplant werden, müsste in jedem Fall Bestands- und Übergangsregeln geprüft und überlegt eingeführt werden, um Anpassungsschocks abzufedern.

3. TARGET2-Salden verringern

Gegenwärtig wird immer noch eine intensive Debatte über die Weiterentwicklung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion geführt. Dabei ist bereits schon einiges an Maßnahmen auf den Weg gebracht worden. Die Reformvorschläge zielen unter anderem darauf ab, Instrumente und Strukturen zu schaffen, mit denen der Euroraum besser vor künftigen Krisen geschützt wird. In dieser Debatte geht es zum Beispiel um ein gemeinsames Haushaltsinstrument im Rahmen der nächsten europäischen Haushaltsperiode ab 2020 (BICC – Haushaltsinstrument für Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit) oder die Umgestaltung des Europäischen Sta-

bilitätsmechanismus (ESM) zu einem Europäischen Währungsfonds. Ein Instrument, das zumindest als Nebeneffekt eine wichtige Funktion beim Abfedern der Wirtschaftskrise gespielt hat, findet bislang in diesen Überlegungen aber kaum Beachtung: die sogenannten Target2-Salden.

Im Gefolge der Finanzkrise 2008/2009 haben die Target2-Salden zumindest teilweise als Zahlungsbilanzhilfen fungiert. In der vorangegangenen Aufschwungsphase hatten sich in zahlreichen Eurostaaten erhebliche Leistungsbilanzdefizite aufgebaut. In Spanien stieg das Defizit der Leistungsbilanz vor der Finanzkrise auf fast 10 % des Bruttoinlandsprodukts; in Portugal (12 %), Griechenland (15 %) und Zypern (28 %) war es noch ausgeprägter.

Mit dem Beginn der Finanzkrise wurde es immer schwieriger, diese hohen Leistungsbilanzdefizite durch private Kapitalzuflüsse zu finanzieren. In den Defizitländern setzte daher ein abrupter wirtschaftlicher Anpassungsprozess ein, der entsprechend mit steigenden Target2-Salden abgedeckt wurde. Ohne die damals gestiegenen Target-Salden wäre es in den Leistungsbilanzdefizitländern zu einem noch schärferen Nachfrageeinbruch gekommen. Womöglich wären sogar externe Finanzierungskredite (z. B. Zahlungsbilanzhilfen des IWF) nötig gewesen.

Dass die Target2-Salden auf dem Höhepunkt der europäischen Staatsschuldenkrise in den Jahren 2011 und 2012 den Ruf eines „Krisenthermometers“ erhielten, lag daran, dass in dieser Phase insbesondere die Kapitalflucht aus den Krisenländern die Target-Salden in die Höhe getrieben hat. Mit dem allmählichen Abklingen der Staatsschuldenkrisen bildeten sich daher auch die Target-Salden wieder zurück.

Zu einem neuerlichen Anschwellen der Salden kam es mit dem Start des Aufkaufprogramms für Staatsanleihen der EZB im März 2015. Die in der Folgezeit auf neue Höchststände gestiegenen Salden resultierten zum Beispiel daraus, dass ein großer Teil der von den nationalen Notenbanken erworbenen Staatsanleihen am Finanzplatz Frankfurt abgewickelt wurde und die Zahlungen deswegen über die Deutsche Bundesbank flossen. Diese Situation war mit der – vor allem durch Kapitalflucht – zugespitzten Lage vor sieben Jahren nicht vergleichbar. Mit dem Ende der Nettokäufe durch die EZB im Dezember 2018 haben sich dann auch die Targetsalden wieder leicht zurückgebildet.

Unmittelbarer Reformbedarf für den grundsätzlichen Umgang mit den Target2-Salden ergibt sich aus Sicht der tragenden Säulen der Deutschen Kreditwirtschaft daher nicht. Vereinzelt Vorschläge, die Target-Salden ähnlich wie im Zahlungssystem in den USA zu behandeln – dort

werden die Salden zwischen den Fed-Distrikten regelmäßig durch die Übertragung von Wertpapieren ausgeglichen – ist nicht zweckdienlich. Eine solche Änderung könnte im Euroraum sogar zu neuerlichen Verunsicherungen an den Finanzmärkten führen. Eine formelle Begrenzung der Target2-Salden oder eine Ausgleichspflicht durch Wertpapierübertragungen ist aus Sicht der tragenden Säulen der Deutschen Kreditwirtschaft derzeit nicht angebracht.

Die Target-Salden können als Zahlungsbilanzhilfen fungieren. Dies sollte bei den aktuellen Reformvorschlägen für die Währungsunion berücksichtigt werden, denn die Möglichkeit von Target-Salden reduziert die Notwendigkeit zusätzlicher automatischer Stabilisatoren.

Statt formeller Restriktionen für die Target-Salden sollten besonders hohe Target-Salden ursachengerecht in die Risikobetrachtungen einbezogen werden.

Die Inkaufnahme dieser elastischen Saldenentwicklungen ist zum gewissen Grade für die Funktionsfähigkeit der Währungsunion, für die Fungibilität der Notenbankguthaben und die Einheitlichkeit des Euro notwendig. Sie bedeutet aber in der bestehenden Konstruktion auch eine erhebliche Inanspruchnahme von Solidarität. Zwar ist mittlerweile durch das Einstellen von QE die Saldoausweitung treibende Ausrichtung der Geldpolitik begrenzt worden. Dennoch stützen nach wie vor die hohen Bestände an Staatsanleihen im Eurosystem auch die Liquidität und Stabilität der Bankensektoren insbesondere in einigen Ländern des Euroraums. Länder und Banken mit hohen Positionen an risikoreichen Assets (insbesondere Staatsanleihen) in den Bank-Büchern profitierten von QE und von der Reduktion von Risikoprämien. Vertrauensverlusten und Mittelabflüssen aus bestimmten Ländern und Bankensystemen, einem Run, wird vorgebeugt bzw. diese werden mit TARGET-Salden elastisch refinanziert.

In diesem Sinne entspricht das TARGET-System bereits anderen vorgeschlagenen und diskutierten Systemen einer Risikoteilung und solidarischen Stabilisierung im Euroraum. Das bereits geleistete erhebliche Ausmaß der länderübergreifenden Finanzierung und Risikoübernahme sollte deshalb bei allen Erwägungen zusätzlicher neuer Systeme mit bedacht werden.

Auch kann und sollte überlegt werden, ob es nicht sachgerecht und angemessen wäre, im Falle neuer länderübergreifender Risikoteilung (Europäischer Währungsfonds, Abwicklungsfonds, EDIS) die TARGET-Salden explizit als Deckung einzurechnen. Das würde die Salden einer sinnvollen Verwendung und einem potenziellen Abbau zuführen und Doppellasten vermeiden. Bestehende Positiv-Salden könnten etwa als Beitragsvolumen angerechnet werden.

Nur die Defizitländer müssten dann neue Sicherungstöpfe aktiv befüllen. Aber das wäre angesichts der Risikolagen nur angemessen und anreizkompatibel. Denn diese Länder und ihre Bankensysteme erzeugen auch die relevanten Risiken, geben den Anlass für Kapitalflucht oder den Bedarf für stabilisierende Notenbankeingriffe. Und sie profitieren auch von der elastischen Refinanzierung über TARGET. Die TARGET-Salden gehören somit in die Gesamtbeurteilung der Erwägung neuer europäischer gemeinsamer Sicherungstöpfe. Insofern sollte der Abbau der Bestände an Anleihen im Eurosystem mit der politischen Diskussion der Sicherungstöpfe verknüpft werden.

Eine Risikoteilung über ein vergemeinschaftetes Einlagensicherungssystem wird in seiner derzeit diskutierten Konstruktion abgelehnt und für nicht erforderlich erachtet. Aus Sicht der bestehenden Stabilität der deutschen Sicherungssysteme ist vor jeder Art ihrer Schwächung zu warnen.

Stellungnahme

des Bankenverbandes zur Anhörung am 5. Juni 2019 im Deutschen Bundestag, Antrag der FDP-Fraktion, Drucksache 19/6416

3. Juni 2019

Telefon: +49 30 1663-0
bankenverband@bdb.de

Bundesverband deutscher Banken e. V.
Burgstraße 28
10178 Berlin
Telefon: +49 30 1663-0
Telefax: +49 30 1663-1399
www.bankenverband.de
USt.-IdNr. DE201591882

1. Kapitalmarktunion vertiefen

Der Bundesverband deutscher Banken teilt die Einschätzung, dass die Kapitalmarktunion konsequent vertieft, die nationale Fragmentierung im europäischen Geschäftsbankenmarkt abgebaut und die private grenzübergreifende Risikoteilung erhöht werden sollten. Wir unterstützen das Ziel einer weiteren Vertiefung des Europäischen Binnenmarktes für Banken und Kapital (Bankenunion und Kapitalmarktunion).

Ziel des vertieften Kapitalbinnenmarktes muss sein, seine Effizienz zu erhöhen und letztlich die Finanzierung von stabilem Wachstum in Europa zu stärken. Die Kapitalmarktunion muss zusammen mit der Wirtschafts- und Währungsunion, der Bankenunion und auch der politischen Union in einen ganzheitlichen Ansatz eingebettet sein. Zugleich soll die Kapitalmarktunion den Finanzplatz Europa im weltweiten Wettbewerb stärken und aufgrund seiner Wettbewerbsfähigkeit und Offenheit gegenüber ausländischen Investoren und Märkten Kapital und Liquidität aus dem Ausland anziehen.

Grundprinzip des Kapitalbinnenmarktes sollte sein, dass die Marktteilnehmer im europaweiten, grenzüberschreitenden Wettbewerb über die richtigen Finanzierungslösungen und -produkte bestimmen. Voraussetzung dafür ist ein weiterer Fortschritt bei der europaweiten Harmonisierung von rechtlichen Grundlagen wie etwa in (Teil-)Bereichen des Gesellschaftsrechts, Insolvenzrechts, der Rechnungslegungsvorschriften oder der Besteuerung.

Die Kapitalmarktunion muss auf ein starkes und effizientes Bankensystem aufbauen. Banken und Kapitalmärkte wirken zusammen und stehen nicht unverbunden nebeneinander. Die Finanzmarktstabilität in Europa muss durch die Kapitalmarktunion gestärkt werden, indem Risiken besser als bislang grenzüberschreitend und auf mehr Akteure verteilt werden können. Nicht sinnvoll wäre es dagegen, wenn die Finanzmarktstabilität leidet, weil Risiken aus dem regulierten Bereich in den nicht-regulierten Bereich gedrängt werden.

Die Vorschläge der Kommission in ihrem Aktionsplan zur Kapitalmarktunion von 2015 greifen insgesamt noch zu kurz. Bei der Harmonisierung von rechtlichen Grundlagen gab es kaum Fortschritte. Um diese zu erreichen, wäre allerdings die Unterstützung des Rates notwendig. Einige Maßnahmen beziehen sich zudem auf die Schaffung oder Regulierung von Produkten. Eine solche Produktregulierung erscheint rückwärtsgewandt. Auch die bessere Alternative, die Auflistung von best practices, bleibt Status quo-orientiert, da sie zukünftige Entwicklungen wie Produktverbesserungen und echte Innovation gar nicht antizipieren kann.

Ein zentrales Instrument, das Banken- und Kapitalmarktfinanzierung im Sinne der kreditnehmenden Wirtschaft und der Investoren verbindet, bleibt die Verbriefung. Ob mit der

bisherigen Regulierung (STS-Verbriefungen im Rahmen der Kapitalmarktunion) eine Wiederbelebung dieses Marktes ermöglicht wird, ist nicht absehbar.

Banken übernehmen eine Intermediationsfunktion auch bei der Kapitalmarktfinanzierung. Bisherige Regulierungsmaßnahmen tragen allerdings dazu bei, dass diese Rolle perspektivisch eingeschränkt wird (Beispiele: Market Making, OTC, Langfristfinanzierung). Die bestehende Finanzmarktregulierung sollte daher grundlegend überprüft werden mit dem Ziel, Inkonsistenzen und Dopplungen zu beseitigen und ein *Single Rule Book* zu schaffen. Eine weitere Belastung der Kreditwirtschaft muss vermieden werden.

2. Aufsichtliche Behandlung von Staatsschulden prüfen

Dass Kredite an Staaten nicht per se risikofrei sind, hat die Staatsschuldenkrise gezeigt. Deshalb ist die Frage einer angemessenen aufsichtlichen Behandlung von Sovereign Exposures gerade mit Blick auf den so genannten Banken-Staaten-Nexus ein wichtiges Thema.

Um Wettbewerbsverzerrungen zu vermeiden, müssen Lösungen jedoch nicht auf nationaler oder europäischer Ebene, sondern auf internationaler Ebene, beispielsweise über den Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCSB) erarbeitet werden. Der BCBS hatte im Dezember 2017 ein Diskussionspapier mit ersten Vorschlägen für eine höhere Eigenkapitalunterlegung von Staatspapieren veröffentlicht, die von den Mitgliedern des Basler Ausschusses jedoch mehrheitlich nicht akzeptiert wurden.

Jedwede Änderung am Status Quo müsste vor dem Hintergrund der Bedeutung von Sovereign Exposures sehr sorgfältig geplant, geprüft und überlegt eingeführt werden, wobei Anpassungsschocks mit Hilfe von Bestands- und Übergangsregeln abgefedert werden müssten. Auch müssten Interdependenzen zu bestehenden aufsichtlichen Vorgaben, beispielsweise den Liquiditätsvorschriften, berücksichtigt werden. So sind Banken heute durch die Liquidity Coverage Ratio (LCR) bspw. gefordert, einen bestimmten Anteil von so genannten hochliquiden Aktiva (HLQA) vorzuhalten. Sovereign Exposures stellen einen wesentlichen Teil dieser HLQA dar, so dass Institute qua Gesetz motiviert werden, in Staatsanleihen zu investieren.

3. TARGET2-Salden: Ein „verborgenes“ Stabilisierungsinstrument

Gegenwärtig wird eine intensive Debatte über die Weiterentwicklung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion geführt. Die Reformvorschläge zielen unter anderem darauf ab, Instrumente und Strukturen zu schaffen, mit denen der Euroraum besser vor künftigen Krisen geschützt wird. In dieser Debatte geht es zum Beispiel um einen gemeinsamen

Haushaltsinstrument der Eurostaaten (im Dezember 2018 hat sich der Europäische Rat grundsätzlich für ein gemeinsames Haushaltsinstrument im Rahmen des EU-Haushalts ausgesprochen) oder die Umgestaltung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) zu einem Europäischen Währungsfonds. Ein Instrument, das zumindest als Nebeneffekt eine wichtige Funktion beim Abfedern der Wirtschaftskrise gespielt hat, findet bislang in diesen Überlegungen aber kaum Beachtung: die sogenannten Target2-Salden.

Im Gefolge der Finanzkrise 2008/2009 haben die Target2-Salden zumindest teilweise als Zahlungsbilanzhilfen fungiert. In der vorangegangenen Aufschwungphase hatten sich in zahlreichen Eurostaaten erhebliche Leistungsbilanzdefizite aufgebaut. In Spanien stieg das Defizit der Leistungsbilanz vor der Finanzkrise auf fast 10 % des Bruttoinlandsprodukts; in Portugal (12 %), Griechenland (15 %) und Zypern (28 %) war es noch ausgeprägter.

Mit dem Beginn der Finanzkrise wurde es immer schwieriger, diese hohen Leistungsbilanzdefizite durch private Kapitalzuflüsse zu finanzieren. In den Defizitländern setzte daher ein abrupter wirtschaftlicher Anpassungsprozess ein, der entsprechend mit steigenden Target2-Salden abgedeckt wurde. Ohne die damals gestiegenen Target-Salden wäre es in den Leistungsbilanzdefizitländern zu einem noch schärferen Nachfrageeinbruch gekommen. Womöglich wären sogar externe Finanzierungskredite (z. B. Zahlungsbilanzhilfen des IWF) nötig gewesen.

Dass die Target2-Salden auf dem Höhepunkt der europäischen Staatsschuldenkrise in den Jahren 2011 und 2012 den Ruf eines „Krisenthermometers“ erhielten, lag daran, dass in dieser Phase insbesondere die Kapitalflucht aus den Krisenländern die Target-Salden in die Höhe getrieben hat. Mit dem allmählichen Abklingen der Staatsschuldenkrisen bildeten sich daher auch die Target-Salden wieder zurück.

Zu einem neuerlichen Anschwellen der Salden kam es mit dem Start des Aufkaufprogramms für Staatsanleihen der EZB im März 2015. Die in der Folgezeit auf neue Höchststände gestiegenen Salden resultierten zum Beispiel daraus, dass ein großer Teil der von den nationalen Notenbanken erworbenen Staatsanleihen am Finanzplatz Frankfurt abgewickelt wurde und die Zahlungen deswegen über die Deutsche Bundesbank flossen. Diese Situation war mit der – vor allem durch Kapitalflucht – zugespitzten Lage vor sieben Jahren nicht vergleichbar. Mit dem Ende der Nettokäufe durch die EZB im Dezember 2018 haben sich dann auch die Target2-Salden wieder leicht zurückgebildet.

Unmittelbarer Reformbedarf für den grundsätzlichen Umgang mit den Target2-Salden ergibt sich aus Sicht der privaten Banken daher nicht. Vereinzelt Vorschläge, die Target-Salden ähnlich wie im Zahlungssystem in den USA zu behandeln – dort werden die Salden zwischen den Fed-Distrikten regelmäßig durch die Übertragung von Wertpapieren ausgeglichen –, scheint nicht

zweckdienlich. Eine solche Änderung könnte im Euroraum sogar zu neuerlichen Verunsicherungen an den Finanzmärkten führen.

Das „Atmen“ der Target2-Salden ist zu einem gewissen Grade für die Funktionsfähigkeit der Währungsunion, für die Fungibilität der Notenbankguthaben sowie für einen reibungslosen Kapital- und Zahlungsverkehr in der Währungsunion notwendig. Letztlich sind die Target2-Salden eine Art „eingebauter Stabilisator“ für Zahlungsbilanzprobleme. Dieser Punkt sollte in der laufenden Debatte um die Weiterentwicklung der Währungsunion mehr Berücksichtigung finden, denn er kann erstens die Sorge etwas reduzieren, dass die Währungsunion derzeit über keinerlei automatische Stabilisierungsinstrumente verfüge, und würde zweitens bei dem vielfach als notwendig empfundenen Aufbau zusätzlicher automatischer Stabilisatoren den Umfang des dafür erforderlichen Finanzvolumens etwas relativieren.

Um dauerhaft hohe Target2-Salden zu reduzieren, ist es daher entscheidend, dass die diesen Salden zugrundeliegenden wirtschaftlichen Ungleichgewichte und Friktionen abgebaut werden. Weitere Schritte auf dem Weg zu einem echten europäischen Finanzbinnenmarkt wären dabei eine wichtige Wegmarke.

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.

Prof. Dr. Stefan Kooths
 Institut für Weltwirtschaft (IfW Kiel)
 Prognosezentrum

Schriftliche Stellungnahme
 zur öffentlichen Anhörung vor dem Finanzausschuss des Deutschen Bundestages
 am 5. Juni 2019

- (1) **Persistente und ausgeprägte Target2-Salden sind Ausdruck einer massiven Zahlungsbilanzfinanzierung durch das Eurosystem.** Hierdurch werden private grenzüberschreitende Finanzierungsströme durch solche des Notenbanksystems ersetzt, wodurch die Mechanismen des Kapitalmarktes außer Kraft gesetzt werden. Dies verzerrt die Allokation neuen Kapitals im Europäischen Währungsraum (laufende Leistungstransaktionen) und erlaubt Kapitalfluchtbewegungen. Im Ergebnis können Anleger mit Hilfe des Eurosystems Vermögenswerte aus den Krisenländern gegen Vermögenswerte aus den Kernländern zu Preisen tauschen, für die sie am Markt keine Tauschpartner fänden. Hierzu zählt auch die Repatriierung vormaliger Kapitalexporte etwa aus Deutschland (Rückabwicklung vorangegangener Kapitalströme). Auf diese Weise wird das Haftungsprinzip beschädigt und die Risikobepreisung verzerrt. Ohne monetäre Zahlungsbilanzfinanzierung wäre hingegen das vormals in die Krisenländer geflossene Kapital dort „eingesperrt“ und könnte nur unter Inkaufnahme entsprechender Preisabschläge wieder in die Herkunftsländer zurückfließen.
- (2) **Verlierer und Gewinner der Target2-Problematik lassen sich nicht an Landesgrenzen festmachen.** Das mit monetärer Zahlungsbilanzfinanzierung einhergehende Verzerren von Marktmechanismen ist ordnungspolitisch ein Problem des gesamten Währungsraums. In dem Maße, wie das Eurosystem vor allem Vermögenswerte aus den Krisenländern refinanziert, nimmt es zusätzliche Risiken auf die Bilanzen der Notenbanken. Diese Risiken werden im Wesentlichen entsprechend des EZB-Kapitalschlüssels zwischen den nationalen Notenbanken geteilt. Zudem sagt der Ankauf von Vermögenswerten noch nichts über die Herkunft der Vorbesitzer und damit über die letztlich Begünstigten aus. Kauft etwa die italienische Notenbank Staatsanleihen Italiens von einer deutschen Lebensversicherung, die den Erlös nach Deutschland transferiert, so würde sich dies in den Target2-Salden Deutschlands (Überschuss) und Italiens (Defizit) niederschlagen. Im Ergebnis wurde aber deutschen Anlegern ein Risiko durch das Eurosystem abgenommen. Die Konfliktlinie der Target2-Problematik verläuft somit primär zwischen EWU-Steuerzahlern (und Geldnutzern), denen zusätzliche Risiken aufgebürdet werden, einerseits und Anlegern, die von Risikopositionen entlastet werden, andererseits. So hätte eine rein marktwirtschaftliche Lösung der Europäischen Schuldenkrise zu deutlicheren Wertberichtigungen geführt, die im Einklang mit dem Haftungsprinzip maßgeblich die Anleger aus dem Euroraum und der übrigen Welt hätten tragen müssen.
- (3) **Das Anschwellen der Target2-Salden konnte in diesem Ausmaß nur auftreten, weil die Geldpolitik drastisch gelockert wurde und es so zu einer asymmetrischen Geldschöpfung im Euroraum kam.** Eine bloße Liquiditätsflucht (Verlagerung von Guthabenpositionen) von Banken der Krisenländer zu Banken im Kern des Euroraums würde sich in einem einmaligen Anstieg der Target2-Salden niederschlagen, wäre aber nicht als problematische Zahlungsbilanzfinanzierung einzustufen (sondern könnte im Gegenteil sogar als Ausdruck einer Europäisierung des Bankwesens gelten). Die Liquiditätsabflüsse aus den Krisenländern (in denen sich Liquiditätsflucht, Kapitalflucht und – anfänglich – Leistungsbilanzfinanzierung niederschlugen), wurde jedoch durch eine Neuschöpfung von Zentralbankgeld in den Krisenländern immer wieder kompensiert. Dies war wiederum nur möglich, weil im Zuge der Vollzuteilungspolitik zugleich Kollateralanforderungen herabgesetzt wurden. Hinzu kamen zusätzliche Liquiditätsinjektionen, die ebenfalls vor allem durch Banken der Krisenländer in Anspruch genommen wurden. Im Ergebnis hat sich die Geldschöpfung in

asymmetrischer Weise in die Krisenländer des Euroraums verlagert, wodurch erst das Anschwellen der Target2-Salden in der beobachteten Größenordnung möglich wurde. Denn ein Euro, der in einem Land nicht geschöpft wird, kann von dort auch nicht abfließen.

- (4) **Um die Target2-Problematik zu lösen, muss die Geldpolitik in einem robusten Bankensystem agieren können.** Das Einschwenken auf den letztlich für das Entstehen der Target2-Problematik ursächlichen geldpolitischen Kurs erfolgte vor allem aus Sorge um die Stabilität des Bankensystems. Der Liquiditätsabfluss aus den Krisenländern hätte ohne die Interventionen des Eurosystems zu Bankenzusammenbrüchen in den Krisenländern geführt, die aufgrund der finanzwirtschaftlichen Verflechtung auch die Kernländer massiv betroffen hätte. Um der Target2-Problematik wirksam zu begegnen, muss daher die Widerstandsfähigkeit der Geschäftsbanken im Euroraum und insbesondere die nationale Segmentierung der Bankenmärkte überwunden werden. Hierzu gehört in erster Linie, den Nexus zwischen Geschäftsbanken und Solvenz der Staaten ihrer jeweiligen Sitzländer zu überwinden. Es ist dringend erforderlich, die Geldpolitik von der Verantwortung für die Stabilität des Finanzsystems zu entlasten, andernfalls bleiben die Mechanismen auf den Kapitalmärkten (insbesondere das Haftungsprinzip) dauerhaft verwässert, während zugleich die Grenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik verwischen. Der Antrag der FDP-Fraktion macht hierzu wichtige Vorschläge (insbesondere II.1 und II.2).
- (5) **Das Glattstellen von Target2-Salden setzt an Symptomen an, löst aber das grundlegende Problem nicht.** Das Übertragen von Vermögentiteln zur Ablösung von Target2-Defiziten verbessert die Risikoexposition der Überschussländer nicht, sondern würde sie im Gegenteil vollständig dem Ausfallrisiko eines einzelnen Defizitlandes aussetzen. Eine Übertragung von Vermögentiteln, für die dieses Risiko nicht gilt, dürften hingegen enge Grenzen gesetzt sein. Ebenfalls nicht zielführend ist der Vorschlag, die Bundesbank solle ihrerseits als Käuferin von Vermögentiteln im Euro-Ausland auftreten (I.10 im Antrag der AfD-Fraktion). Die im Zuge solcher Operationen neu geschaffene Euroliquidität würde voraussichtlich unverzüglich nach Deutschland zurückfließen, solange die Gründe, die bislang für das Entstehen von Target2-Positionen vorliegen, nicht behoben sind. Im Ergebnis bliebe der Target2-Saldo weitgehend unverändert.
- (6) **Die Target2-Problematik lässt sich nicht über Nacht lösen und bedarf eines monetären Konsenses im Euroraum.** Maßgeblich für ein Abschmelzen der Target2-Positionen (bzw. ihre risikobezogene Entschärfung) ist eine Rückkehr des Eurosystems zu erstklassigen Kollateralstandards sowie eine Rückführung der übermäßigen Liquiditätsversorgung, damit die Liquiditätsverteilung im Euroraum wieder über Marktmechanismen erfolgt. Dies setzt ein insgesamt robustes europäisches Bankensystem voraus. In dem Maße, wie dies gelingt, bauen sich Target2-Positionen im Zuge von Markttransaktionen von selbst ab. Dies wird jedoch nur nach und nach erfolgen. Voraussetzung hierfür ist ein gemeinsames währungspolitisches Verständnis über die Bedingungen eines Hartwährungsregimes, zu dem insbesondere die Frage des strikten Verbots der monetären Staatsfinanzierung zählt. Kann ein solcher Konsens zwischen den EWU-Mitgliedsstaaten nicht erzielt werden, wäre die Zukunft des Euroraums stark gefährdet. Denn Institutionen können immer nur so stabil sein, wie der Konsens, der sie trägt.

Weiterführende Beiträge

- Kooths, S., und B. van Roye (2012): Nationale Geldschöpfung im Euroraum: Mechanismen, Defekte, Therapie. Kieler Diskussionsbeiträge 508/509, Kiel.
- Fiedler, S., S. Kooths und U. Stolzenburg (2017): Target (im-) balances at record level: Should we worry? In-depth analysis for the European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, Brussels.
- Gern, K.-J., S. Kooths und U. Stolzenburg (2019): Euro at 20: The Monetary Union from a Bird's-eye View - A concise critical assessment. In-depth analysis for the European Parliament, Committee on Economic and Monetary Affairs, Brussels.

Martin Hellwig¹ und Isabel Schnabel²

**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:

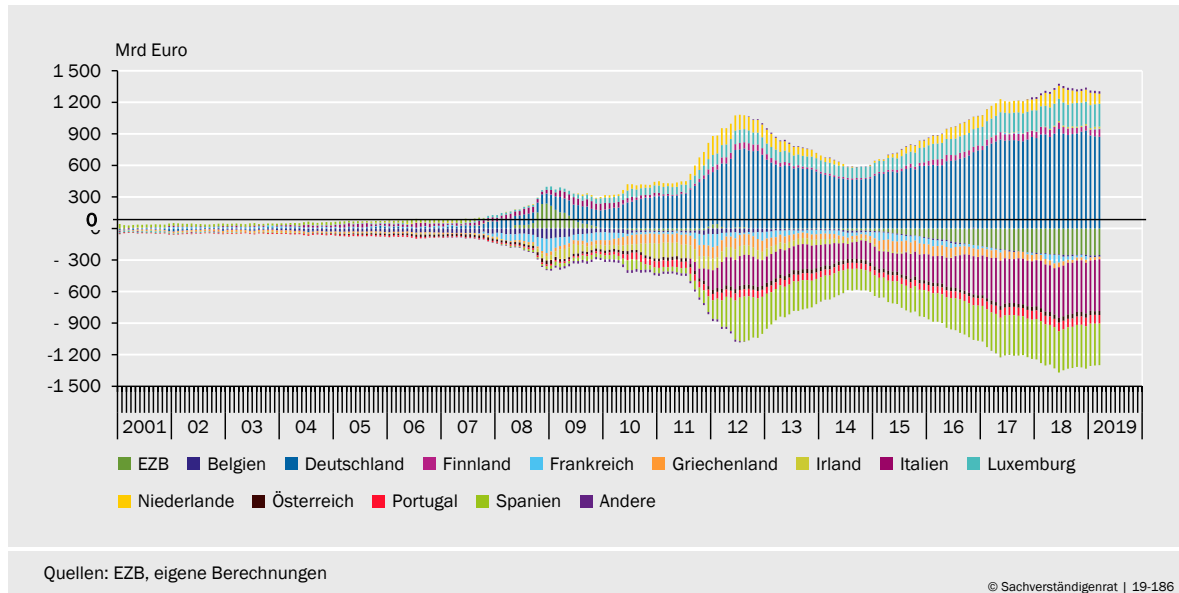
- Von 2000 bis 2007 waren die Intra-Eurosystem-Forderungen und -Verbindlichkeiten relativ klein, obwohl die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse ab 2004 stark anwuchsen.
- Die Positionen erreichten einen ersten Höhepunkt in der Finanzkrise 2008.
- Nach einem Rückgang 2009 kam es im Zuge der Euro-Krise 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.

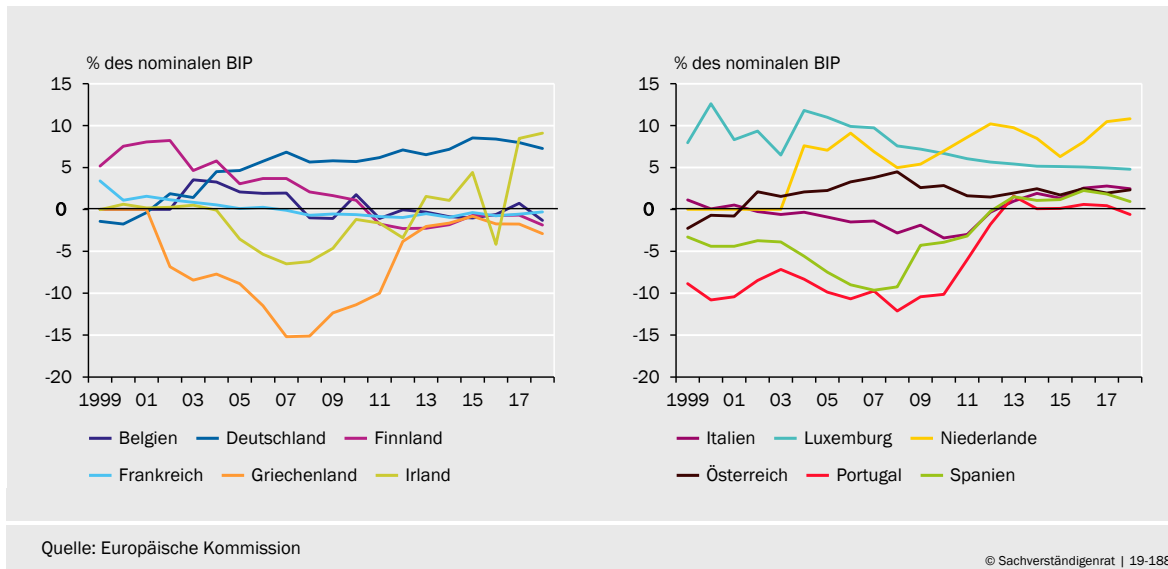
- In der Euro-Krise beschleunigte sich der Rückzug deutscher Banken aus den Märkten für Kredite an Banken in den Peripherieländern. Als der griechische Schuldenschnitt angekündigt wurde und im Laufe des Jahres 2011 dann deutlich wurde, wie hoch dieser ausfallen würde, zogen Banken und andere Investoren 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 Schultitel 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 Einkünften 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 ESZB 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 das 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 Geisel 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.