

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.