

Clemens Fuest und Hans-Werner Sinn

# Target-Risiken ohne Euro-Austritte

Jens Weidmann (2018)

*»Zusätzliches Zentralbankgeld entsteht, indem die Zentralbanken solventen Banken gegen Sicherheiten Kredit geben oder beispielsweise Staatsanleihen kaufen. Die Fragen sind hierbei: Sind die Sicherheiten ausreichend? Sind die Banken hinreichend solvent? Haben die Staaten, deren Anleihen gekauft werden, genügend Bonität? Das ist der Kern der geldpolitischen Risiken.«*

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2018, S. 186, Kasten 6)

*»So lange kein Mitgliedstaat den Euro-Raum verlässt, unterliegen die TARGET2-Forderungen keinem Ausfallrisiko.«*

Die Target-Forderungen der Bundesbank entstanden durch die Regeln des Eurosystems und der dadurch erzwungenen Kreditvergabe der deutschen an die übrigen europäischen Zentralbanken. Es gilt heute als unstrittig, dass diese Forderungen im Risiko stehen, sollten Target-Schuldner aus dem Eurosystem austreten. Doch wie steht es mit den Target-Risiken bei Fortbestand des Euro? Dieser Beitrag zeigt, dass Target-Salden für die Gläubigerstaaten auch dann reale Risiken implizieren. Wir erläutern, dass es verschiedene Möglichkeiten gibt, Risiken aus Target-Salden zu begrenzen. Die Funktionsfähigkeit der Währungsunion und des gemeinsamen Kapitalmarkts wird damit nicht beeinträchtigt, das Gegenteil ist der Fall.

## 1. VORBEMERKUNGEN: AUSTRITTSRISIKEN UND KREDITEIGENSCHAFT DER TARGET-SALDEN

Im Sommer 2018 gab es, moderiert von Carl Christian von Weizsäcker, eine interne Debatte unter einer Vielzahl von Ökonomen um die Target-Forderungen der Bundesbank, nachdem diese Forderungen zur Jahresmitte bei fast 1 000 Mrd. Euro (976 Mrd.) angekommen waren. Es ging zentral um die These, die Target-Salden seien irrelevante Verrechnungsposten und nicht etwa Kredite. Bei einer Streichung dieser Salden nach einem Austritt eines Landes passiere nichts, war gemutmaßt worden.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Die Diskussion verlief nach den Chatham-House-Regeln. Insofern können wir hier nur über Inhalte, Ergebnisse und Argumente berichten, nicht aber Personen damit assoziieren. Personen nennen wir hier nur, sofern sie ihre Meinung veröffentlicht haben. Man vergleiche in diesem Zusammenhang die kontroverse Diskussion der Problematik durch Hellwig (2018), Sinn (2018a; 2018b; 2018c) und Westermann (2018). Eine allgemeine Diskussion der Problematik findet man in Sinn (2015) und eine erste Studie zum Zusammenhang zwischen Target-Salden und Zahlungsbilanz in Sinn und Wollmershäuser (2012). Vgl. auch Homburg (2012).

Diese Position hat sich nun als unhaltbar erwiesen, denn die Diskussion hat zweierlei klar gezeigt. Zum einen, dass die Target-Salden keine irrelevanten Verrechnungsposten sind, deren Streichung bei einem Austritt eines Mitgliedslandes aus der Eurozone ohne Konsequenzen für die anderen Länder ist:

*Feststellung I. Target-Verbindlichkeiten implizieren ein Austrittsrisiko für die verbleibenden Länder, denn im Umfang der Summe der Target-Salden gerieten Güter und Vermögenswerte wie Aktien, Immobilien oder auch nur inländische Bankkonten in den Besitz anderer Länder, oder es kam zur Tilgung marktfähiger Forderungen aus bereits bestehenden Schuldverhältnissen. Wenn ein Schuldnerland den Euro aufgibt oder das Eurosystem zerbricht, werden die Gläubigerländer vermutlich niemals in der Lage sein, den Anspruch auf gegenläufige Übertragungen entsprechender Güter und Vermögensposten zu realisieren.*

Zum anderen erwies sich, dass Target-Salden, was häufig geleugnet wird, in der Tat Kredite zwischen den Notenbanken messen. Die durch die

Salden erfassten Nettoüberweisungen zwischen den nationalen Notenbanken bedingen nämlich einen gegenläufigen öffentlichen Kapitalfluss zwischen den nationalen Notenbanken, ähnlich wie jede Überweisung zwischen privaten Banken innerhalb eines Landes einen gegenläufigen privaten Kapitalfluss zwischen den beteiligten Banken impliziert. Da der mit grenzüberschreitenden Überweisungen einhergehende, gegengerichtete öffentliche Kapitalfluss zwischen den nationalen Notenbanken nicht mit der Übertragung bereits vorhandener Vermögenswerte (wie z.B. Einlagen der nationalen Zentralbanken beim Eurosystem) zwischen diesen Notenbanken einhergeht, räumen sich die Notenbanken im Zuge der Überweisungen gegenseitig Überziehungskredite ein.

**Feststellung II. Der Target-Forderung der Bundesbank liegt eine durch die Regeln des Eurosystems erzwungene Vergabe von Krediten an andere Notenbanken des Eurosystems zugrunde. Deswegen ist es nicht nur richtig, sondern im Sinne einer aufklärenden Kommunikation gegenüber der Öffentlichkeit auch notwendig, von »Target-Krediten« oder auch »Überziehungskrediten« zu sprechen, die andere Notenbanken auf dem Umweg über das Eurosystem bei der Bundesbank bezogen haben.**

Es ist zutreffend, dass im Fall einer Streichung der Target-Schulden eines einzelnen Landes die Folgen für Deutschland unabhängig davon sind, wie hoch die deutschen Target-Forderungen sind. Deutschland wäre an den Ausfällen stets in der Höhe seines EZB-Kapitalanteils beteiligt. Insofern ist es, was begrenzte Ausfallszenarien angeht, besonders wichtig, die Länder mit großen Target-Verbindlichkeiten in den Blick zu nehmen. Dennoch muss man damit rechnen, dass die hohen Target-Forderungen Deutschlands in einem Ausfallszenario die Forderung aufkommen ließe, Deutschland solle sich überproportional an den Ausfällen beteiligen. Auch aus diesem Grund – und nicht nur wegen des Risikos eines Zerbrechens der Eurozone insgesamt – stellen die hohen deutschen Target-Forderungen ein besonderes politisches Risiko der Bundesrepublik Deutschland dar.

Uns ist bewusst, dass öffentliche Stellen bei der Kommunikation zu den Target-Risiken häufig beschwichtigende Vokabeln wählen, um die Öffentlichkeit nicht zu beunruhigen. So ist die Rede davon, dass die Target-Salden »nur« Symptome tiefer liegender Probleme sind, die die eigentlichen Risiken darstellen. Gegen diese Semantik ist nicht viel zu sagen, außer dass sie Nebel verbreitet. In diese Diskussion wollen wir uns hier nicht einbringen.

Eine weitere Vorbemerkung ist zu den sogenannten Bargeldverbindlichkeiten angebracht. Ähnlich wie die Target-Salden sind die Forderungen und Verbindlichkeiten der Notenbanken aus einer unter- und überproportionalen Bargeldausgabe zu sehen, die ebenfalls bilanziert werden (siehe dazu z.B. Weidmann 2018 oder Sinn 2015a; 2018b). Wenn nämlich ein Land

überproportional viel Bargeld ausgibt, geht man von der Hypothese aus, ohne es freilich direkt messen zu können, dass das überschüssige Bargeld aus diesem Land in andere Länder wandert, um dort ebenfalls Güter und Vermögensobjekte zu erwerben. Daher sind die deutschen Target-Forderungen rechtlich mit den deutschen Verbindlichkeiten aus einer überproportionalen Bargeldausgabe zu saldieren, die zur Jahresmitte bei 379 Mrd. Euro lagen. Die Saldierung ist ökonomisch geboten, wenn die Hypothese stimmt, dass das überproportional ausgegebene Bargeld tatsächlich in andere Länder wandert. Sonst freilich nicht. Wir unterstellen in diesem Aufsatz, dass diese Hypothese korrekt ist, um die Dinge nicht im Übermaß zu verkomplizieren und uns auf das wesentlich wichtigere Target-Thema konzentrieren zu können.

## 2. TARGET-RISIKEN OHNE AUSTRITTE: UNSER ERGEBNIS

Es geht uns hier um die Bedeutung der Target-Salden beim Zusammenbruch eines nationalen Zahlungssystems, das die Insolvenz einer nationalen Notenbank nach sich ziehen kann. Immer wieder wird in der Presse behauptet, die Target-Salden zwischen den nationalen Notenbanken seien kein Risiko für die Target-Gläubiger, wenn der Euro unverändert fortbesteht.<sup>2</sup> Auch der Sachverständigenrat (2018) schließt sich dieser Sichtweise an.<sup>3</sup> Ergänzend hört man die Behauptung, eine Notenbank könne nicht insolvent werden, weil sie ihre Zahlungsverpflichtung durch Selbstdruck von Geld jederzeit erfüllen könne.<sup>4</sup> Beide Behauptungen sind falsch. Die zweite stimmt zwar im Außenverhältnis für das Eurosystem als Ganzes. Für die Zahlungsverpflichtungen im Innenverhältnis, also zwischen den nationalen Notenbanken, stimmt sie jedoch nicht, weil diese Verpflichtungen nicht durch Geldschöpfung erfüllbar sind. Wie wir zeigen werden, ist der Fall der Insolvenz einer nationalen Notenbank im Eurosystem möglich, wenn es Target-Salden gibt und die jeweiligen Notenbanken für Verluste aus Geldschöpfungskrediten selbst haften müssen und nicht in der Lage sind, sie auf andere Notenbanken abzuwälzen. Wie wir zeigen werden, ist die Selbsthaftung nach der Sat-

<sup>2</sup> Stellvertretend für viele ähnliche Stellungnahmen von Journalisten sei hier nur auf Beermann (2018) verwiesen. Eine ähnliche Position vertritt Krahen (2018).

<sup>3</sup> Der Sachverständigenrat zitiert Whelan (2017), der in einem Papier für die EU-Kommission seine früheren Ausführungen aus dem Jahr 2014 (Whelan 2014) deutlich relativiert und nun bestätigt, dass Target-Salden mit realen Ausfallrisiken für die Gläubiger verbunden sind. Whelan konzentriert sich in seiner Analyse aber ebenfalls auf den Fall von Risiken, die bei einem Euro-Austritt entstehen. Whelan wurde seinerzeit von Ilzetki (2014) und Westermann (2014) kritisiert und widerlegt. Westermann (2014, S. 117) hatte dem Autor dabei zudem vorgeworfen, bei den richtigen Teilen seines Aufsatzes die Analyse von Sinn und Wollmershäuser (2012) in ihren zentralen Punkten zu übernehmen, diese Analyse aber für sich zu reklamieren und Sinn und Wollmershäuser sodann Aussagen zu unterstellen, die sie gar nicht getan hatten, um sie anschließend widerlegen zu können (so z.B. die Behauptung, die Target-Defizite erklärten die Leistungsbilanzdefizite und seien deshalb mit ihnen korreliert).

<sup>4</sup> So Hellwig (2018) in einer Kritik von Mayer (2018), der dies gesagt hatte.

zung der Europäischen Zentralbanken und der EZB die Regel, und sie folgt im Übrigen aus der Umstellung der Refinanzierungskredite auf Notfallkredite (ELA) in der Krise, wie sie z.B. im Jahr 2012 zum Schutz der anderen Notenbanken beim Konkurs des griechischen Staates realisiert wurde. Dies ist die Aussage, die wir in diesem Beitrag beweisen:

*Feststellung III. Nach der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der EZB unterliegen die Geldschöpfungskredite einer Notenbank im Regelfall nicht der internationalen Risikoteilung. In der Tat schützt der Ausschluss der Risikoteilung die nationalen Zentralbanken vor der Übernahme möglicher Verluste anderer nationaler Zentralbanken, wenn jedes Land gerade so viel Geldschöpfungskredit ausgibt, wie es der im Inland zirkulierenden Geldmenge entspricht, es also keine Target- oder Banknotenverbindlichkeiten gibt. Wenn sich jedoch die Geldschöpfungskredite des Eurosystems zu einer von einer Finanzkrise betroffenen nationalen Notenbank verlagern, um Liquiditätsabflüsse aufgrund von Nettoüberweisungen und Bargeldabflüssen in andere Länder auszugleichen oder zu ermöglichen, entsteht bei den anderen Notenbanken ein Verlustrisiko in Höhe der Summe der durch die Liquiditätsabflüsse verursachten Target- und Banknotenverbindlichkeiten der betroffenen Notenbank, obwohl ein solches Risiko eigentlich rechtlich ausgeschlossen ist. Falls ausnahmsweise eine explizite Risikoteilung vereinbart wird, treten noch andere Risiken hinzu.*

Als Geldschöpfungskredite bezeichnen wir hier die Summe aus allen das Zentralbankgeld in Umlauf bringenden Maßnahmen im weitesten Sinne, also nicht nur die Refinanzierungskredite üblicher Art, sondern auch die Käufe von Schuldtiteln inklusive der Käufe im Rahmen des PSPP-Programms und nach dem ANFA-Abkommen. Auch ELA-Kredite rechnen wir dazu. Die Summe der Geldschöpfungskredite ist deshalb gleich der Geldbasis (M0).

### 3. RISIKOTEILUNG UND HAFTUNG IM EUROSYSYSTEM

Damit der Leser unsere Analyse verstehen kann, müssen wir uns zunächst mit Fragen der Risikoteilung und Haftung im Eurosystem auseinandersetzen. Grundsätzlich gibt es nach der Satzung der Europäischen Zentralbanken und der EZB statt einer Risikoteilung eine Selbsthaftung der nationalen Notenbanken für ihre Geschäfte. Konkret heißt das, dass die Notenbanken die Erträge der mit selbst hergestelltem Zentralbankgeld erworbenen Finanztiteln (Forderungen aus Refinanzierungskrediten und am Markt erworbenen Vermögenstiteln) behalten und die Verluste aus dem Erwerb solcher Titel selbst tragen. Nur im Ausnahmefall können sie auf eine Sozialisierung einzelner, wohldefinierter Verluste hoffen, wenn es der EZB-Rat explizit beschließt. Dies folgt aus §§ 32.2 und 32.4 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESCB) und der EZB, kurz Eurosystem:

»32.2. The amount of each national central bank's monetary income shall be equal to its annual income derived from *its assets* held against notes in circulation and deposit liabilities to credit institutions. These assets shall be earmarked by national central banks in accordance with guidelines to be established by the Governing Council.

[...]

32.4. [...] The Governing Council may decide that national central banks shall be indemnified against costs incurred in connection with the issue of banknotes or *in exceptional circumstances for specific losses arising from monetary policy operations undertaken for the ESCB*. Indemnification shall be in a form deemed appropriate in the judgment of the Governing Council; these amounts may be offset against the national central banks' monetary income.« (Hervorhebung durch uns.)

Von den so definierten Grundsätzen wurde dann aber durch den EZB-Rat in mehreren, leider nicht im Detail veröffentlichten Einzelentscheidungen zugunsten einer Vergemeinschaftung der Risiken abgewichen, so dass eine Gruppe von EZB-Autoren im Jahr 2017 konträr zur Formulierung in der Satzung schrieb:

»As a rule, income *and losses* from decentralised monetary policy operations conducted by the Eurosystem are shared. This is the case for all currently active programmes apart from the PSPP for which only profits and losses on ECB holdings and EU supranationals are shared.« (Alvarez et al. 2017, S. 55; Hervorhebung durch uns.)

Diese Aussage der EZB-Autoren ist aber bereits in sich selbst widersprüchlich, denn die Ausnahme, die hier genannt wird, nämlich der Rückkauf der Staatspapiere durch die jeweiligen nationalen Notenbanken im Rahmen des seit März 2015 laufenden QE- bzw. Public Sector Purchasing Programme (PSPP), machte Anfang November 2018 1,9 Billionen Euro aus (siehe Graef 2018, vgl. auch Kaden 2018). Demgegenüber betrug die Zentralbankgeldmenge, und damit das gesamte Volumen der Geldschöpfungskredite, zu diesem Zeitpunkt 3,2 Billionen Euro. Rein quantitativ gesehen entspricht also das, was in dem satzungswidrig formulierten Zitat der EZB-Autoren aus dem Jahr 2017 als Ausnahme definiert wird, schon im Hinblick auf die Staatspapierkäufe im Rahmen des PSPP mehr als der Hälfte der Geldschöpfungskredite.<sup>5</sup>

Es kommt hinzu, dass Käufe von Unternehmensanleihen im Zuge früherer Kaufprogramme (CBPP1 und CBPP2) (vgl. Alvarez et al. 2017, S. 55, FN 65) sowie

<sup>5</sup> Das Gesamtvolumen des QE-Programms lag bei 2,6 Billionen Euro und des PSPP, das Teil davon ist, bei 2,1 Billionen. Zur Natur des Programms vergleiche man <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp-qa.en.html>.

ELA- und ANFA-Kredite, die bei Hunderten von Milliarden Euro lagen, ebenfalls explizit von der Risikoteilung ausgenommen sind. Insofern drückt die zitierte Formulierung der EZB-Autoren bestenfalls Wunschenken aus. Weder rechtlich noch empirisch kann die Rede davon sein, dass der Fall der Vergemeinschaftung von Risiken den Normalfall darstellt.

ELA steht für Emergency Liquidity Assistance und beschreibt Kredite, die eine nationale Notenbank auf eigenes Risiko und, innerhalb des Regelwerks des Eurosystems, nach eigenen Besicherungsregeln an die Banken ihres Geschäftsbereichs ausgeben darf, die dann selbst damit wiederum die Staaten und Unternehmen finanzieren.<sup>6</sup> Die Entscheidung, solche Kredite zu vergeben, obliegt nicht dem EZB-Rat, sondern der einzelnen Notenbank eines jeden Mitgliedstaates. Der EZB-Rat hat allerdings das Recht, diese Kredite zu verbieten, wenn dafür mindestens zwei Drittel der Stimmen im Rat zusammenkommen. In der Krise wurden vermutlich bis zu 251 Mrd. Euro (Juni 2012) ELA-Kredite von den Krisenländern Südeuropas und Irlands vergeben (vgl. Sinn 2015a, S.232 f., FN 74). Vor dem Beitritt Lettlands zum Jahreswechsel 2013/2014 hatten diese Länder eine Stimme mehr als ein Drittel im EZB-Rat und konnten deshalb nicht daran gehindert werden, sich die ELA-Kredite aus dem System der gemeinsamen Kassen zu besorgen.

ELA-Krediten kommt insofern eine besondere Rolle bei der Erklärung der Target-Risiken im Falle eines fortbestehenden Eurosystems zu, als die Finanzprobleme Griechenlands in den Jahren 2012 und 2015 gezeigt haben, dass sie im Falle einer Kapitalflucht, die sich in einem Liquiditätsverlust mit entsprechenden Target-Salden äußert, die relevante Finanzierungsquelle für das betroffene nationale Finanzsystem sind. Kurz vor dem Höhepunkt der Eurokrise, am 28. Februar des Jahres 2012, hatte der EZB-Rat von Griechenland verlangt, sogar die normalen Refinanzierungskredite auf ELA umzustellen, um die anderen Notenbanken des Eurosystems vor dem Ausfall der griechischen Refinanzierungskredite zu schützen (vgl. Europäische Zentralbank 2012; vgl. auch Sinn 2015b, S. 4).

ANFA steht für Agreement on Net Financial Assets. Damit ist ein im Grundsatz im Jahr 2003 beschlossenes und im Jahr 2014 konkretisiertes Abkommen zwischen den Notenbanken gemeint, durch das das Anlagegeschäft begrenzt wird, das die nationalen Notenbanken auf eigene Rechnung und zugunsten ihrer zumeist staatlichen Eigentümer betrieben hatten. Nachdem dieses Eigengeschäft im Jahr 2015 durch einen Berliner Doktoranden aufgedeckt worden war (vgl. Hoffmann 2015), wurde das Abkommen im Jahr 2016 veröffentlicht (vgl. Europäische Zentralbank 2016b; vgl. auch Deutsche Bundesbank 2016). Vor dem

Abkommen hatten die Notenbanken des Eurosystems bis zum Herbst des Jahres 2011 für 600 Mrd. Euro Geldschöpfung außerhalb des allgemeinen Programms der Geldpolitik betrieben. Sie hatten sich zum Vorteil ihrer jeweiligen nationalen Eigentümer mit dem selbst geschaffenen Gemeinschaftsgeld Vermögensportefeuilles zusammengekauft, ähnlich wie es die Staatsfonds Norwegens, Singapurs, Hongkongs oder der Golfstaaten schon lange tun. Die Bundesbank war daran nicht beteiligt und hielt anschließend sogar negative ANFA-Positionen, indem sie Geld absorbierte und den privaten Geschäftsbanken dafür Forderungen gegen sich selbst einräumte (vgl. Deutsche Bundesbank 2016, Abb. auf S. 94). Zu den Banken, die fleißig von den Möglichkeiten des ANFA-Abkommens Gebrauch machten, gehörte die Banca d'Italia. Sie hatte, wie Hoffmann berichtet, allein für 105 Mrd. Euro Staatspapiere im Rahmen dieses Abkommens erworben. Die EZB hat mit ihrem ANFA-Abkommen versucht, diese Form von selbständiger Geldschöpfung zu deckeln, doch noch im März 2018 standen Italien mit 114 Mrd. Euro, Griechenland mit 42 Mrd. Euro, Spanien mit 35 Mrd. Euro und selbst Frankreich mit 27 Mrd. Euro an ANFA-Geldschöpfungskrediten zu Buche. In der Summe waren zu dem Zeitpunkt brutto noch für 281 Mrd. Euro ANFA-Kredite verbucht, wobei die EZB-Zentrale selbst mit knapp 6 Mrd. Euro beteiligt war.<sup>7</sup>

#### 4. ZINSPooling IMPLIZIERT KEINE RISIKOTEILUNG

Ungeachtet des Ausschlusses einer gemeinsamen Haftung bei den genannten Geldschöpfungskrediten werden die Zinseinnahmen der nationalen Notenbanken gepoolt und dann in Proportion zur jeweiligen Landesgröße an diese Notenbanken zurückverteilt. So heißt es in Artikel 32.5 der Satzung:

»32.5. The sum of the national central banks' monetary income shall be allocated to the national central banks in proportion to their paid up shares in the capital of the ECB [...].«

Das Pooling scheint auf den ersten Blick einer Selbsthaftung zu widersprechen und eine Risikoteilung zu implizieren. Der Schein trügt aber, denn die Zinsen, die in den Pool abzuführen sind, sind nicht notwendigerweise die tatsächlichen Erträge. Bei den PSPP-, ELA- und ANFA-Aktiva handelt es sich vielmehr um fiktive Erträge, die sich durch Multiplikation des Hauptrefinanzierungssatzes mit den entsprechenden Ausgaben beim Erwerb der Aktiva, also den dabei ausgegebenen Geldschöpfungskrediten, ergeben. Zahlungen in Höhe dieser fiktiven Erträge sind auch

<sup>6</sup> Eine ausführliche Diskussion der ELA-Kredite findet man bei Sinn (2015a, S. 219 ff.). Auf den Seiten 377 bis 385 dieses Buches wird das Target-Risiko für den Fall nationaler Konkurse im Falle einer Umstellung auf ELA ohne Euro-Austritte diskutiert. Vgl. auch Sinn (2018b, S. 32 f.).

<sup>7</sup> Netto gerechnet, unter Abzug der negativen ANFA-Salden der Bundesbank, war die Summe kleiner, doch eine Nettobetrachtung ergibt keinen Sinn, wenn man die asymmetrische Versorgung mit Geldschöpfungskrediten problematisieren möchte.

dann an den Pool abzuführen, wenn die Geldschöpfungskredite von den Schuldnern nicht bedient werden und insofern gar keine echten Erträge anfallen. Umgekehrt dürfen die nationalen Notenbanken den Überschuss der echten Erträge über den Hauptrefinanzierungssatz, die sie auf die erworbenen Aktiva verdienen, behalten und an die jeweiligen nationalen Fisci ausschütten.

Dieser Punkt war lange Zeit manchen Ökonomen nicht klar. So wurde zum Beispiel behauptet, die jeweilige nationale Notenbank dürfe die Erträge auf die von ihr vergebenen ELA-Kredite behalten, und weil das so sei, würden die anderen Notenbanken nichts verlieren, wenn diese Kredite nicht bedient würden, quasi nach dem Motto: Was einem nicht gehört, das kann man auch nicht verlieren (vgl. Hellwig 2015a; 2015b). Eine Diskussion des Sachverhalts unter den Ökonomen, deren Anfänge auf der Internet-Plattform *Ökonomenstimme* dokumentiert sind (vgl. Fuest und Sinn 2015; 2016) und die anschließend in dem erwähnten Internet-Diskussionszirkel unter Moderation von Carl Christian von Weizsäcker fortgesetzt wurde, hat inzwischen aber Interpretationssicherheit geschaffen, zumal auch die Bundesbank bei der Darstellung der faktischen Buchungsvorgänge, die auf internen, teilweise nicht veröffentlichten Beschlüssen des EZB-Rates beruhen, behilflich war. Wir zitieren hier aus der Stellungnahme der Bundesbank uns gegenüber:<sup>8</sup>

»Bei der Ermittlung und Verrechnung der monetären Einkünfte aus geldpolitischen Geschäften des Eurosystems gemäß Artikel 32 der ESZB-Satzung werden Konkretisierungen vorgenommen (vgl. Art. 32 (6) und (7) der ESZB-Satzung), die mit dem Beschluss der EZB vom 25. November 2010 über die Verteilung der monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist (Neufassung)(EZB/2010/23), getroffen wurden (zuletzt geändert durch Beschluss EZB/2015/37). **Diese haben den Effekt, dass eine NZB Erträge aus einer ELA-Gewährung in Höhe des Hauptrefinanzierungssatzes in die Verteilung der monetären Einkünfte einbringen muss.**« (Hervorhebung durch uns.)

Wie uns die Bundesbank mitteilte, erfolgt die Berechnung der Zinsen, die eine Notenbank in den Zinspool geben muss, indem den Erträgen auf normale geldpolitische Operationen Erträge in Höhe des Hauptrefinanzierungssatzes auf die ELA-Kredite hinzugerechnet werden. Diese Hinzurechnung hat zur Folge, dass ELA-Kredite wie auch ANFA-Kredite und PSPP-Wertpapiere, für die ein etwas anderer Rechengang verwendet wird, im Endergebnis mit dem Hauptrefinanzierungssatz statt mit ihren wirklichen Erträgen zu Abführungen in den Zinspool führen, aus dem alle anteilig bedient werden.

<sup>8</sup> Erläuterungen zur Frage, ob die Zinsen auf ELA-Kredite »vergemeinschaftet« werden, Bundesbank, Schreiben an die Verfasser vom 13. Januar 2016.

## 5. ZINSPoolING UND TARGET-VERZINSUNG

Das Zinspooling dient somit grundsätzlich nicht der Risikoteilung. Es wird vielmehr durch das Bestreben erklärt, Zinserträge, die aus einer überproportionalen nationalen Vergabe von Geldschöpfungskrediten resultieren, anderen Notenbanken zuzuführen, die relativ wenige Kredite von dieser Art vergeben haben. Wie wir sehen werden, folgt aus diesem Bestreben die Verzinsung der Target- und Banknotenverbindlichkeiten.

Nach der Buchungssystematik des Eurosystems vergibt eine nationale Notenbank Geldschöpfungskredite,

- (1) um Bargeld in Höhe eines großenproportionalen Anteils (statutorische Bargeldmenge) auszugeben,
- (2) um darüber hinaus überproportional Bargeld auszugeben, welches als »Bargeldverbindlichkeit« verbucht wird, weil angenommen wird, dass es in andere Euroländer fließt,
- (3) um die Mindestreserven der Geschäftsbanken aufzufüllen,
- (4) um den Geschäftsbanken die Möglichkeit zu geben, Einlagen im weiteren Sinne, d.h. inklusive der Einlagefazilität, bei der Notenbank zu bilden, und
- (5) um den Liquiditätseinzug bei Nettoüberweisungen der Geschäftsbanken in andere Länder zu kompensieren, wie sie durch die Target-Verbindlichkeiten gemessen werden. (Solche Nettoüberweisungen führen zum Einzug von Zentralbankgeld im Land, das die Überweisung in Auftrag gibt, und zur Neuschaffung von Zentralbankgeld durch die Notenbank, die den Überweisungsauftrag ausführt.)

Und tatsächlich werden die von einer nationalen Zentralbank in den Pool abzugebenden Zinsen auf Geldschöpfungskredite durch die Zuordnung von in ihrem Besitz befindlichen Assets zur Summe dieser Posten berechnet, wobei das für die Auffüllung der Mindestreserven nötige Geld zinsfrei verliehen wird. ELA-, ANFA- und Staatsanleihen, die von den nationalen Notenbanken im Rahmen des PSPP gekauft wurden, nehmen, wie erläutert, im Endergebnis interner Umrechnungen unabhängig von ihren tatsächlichen Erträgen mit dem Hauptrefinanzierungssatz am Zinspooling teil. Da die aggregierten Zinseinnahmen großenproportional (gemäß Kapitalschlüssel) wieder an die einzelnen Notenbanken zurücküberwiesen werden, ist eine Verzinsung der Target-Salden sowie der Verbindlichkeiten (5) und Forderungen aus einer nicht proportionalen Bargeldausgabe (2) impliziert. Das Zinspooling hat die Aufgabe, eine Notenbank dafür zu belasten, dass sie mehr lokalen Geldschöpfungskredit ausgegeben hat, als in ihrem Hoheitsgebiet an Zentralbankgeld verwendet wird, weil ein Teil des Geldes



- physisch abfließt (Banknotenverbindlichkeit (2) oder
- durch Überweisungen eingezogen und von einer anderen Notenbank als Außengeld neu geschaffen und verteilt wird (Target-Verbindlichkeit (5)), ohne dass dieser anderen Notenbank, wie es in einer geschlossenen Wirtschaft üblich ist, für das geschaffene Geld verzinsliche Ansprüche gegen die lokalen Geschäftsbanken erwachsen.

Im Umfang der Zinsen auf ihre Target- und ihre Bargeldverbindlichkeit hat eine Notenbank im Vergleich zu einer Vergabe nur solcher Geldschöpfungskredite, die der Bereitstellung der im Inland kursierenden Zentralbankgeldmenge dienen, ein zusätzliches eigenes Zinseinkommen. Entsprechend haben andere Notenbanken, in deren Hoheitsgebiet viel Außengeld kursiert, im Umfang der Zinsen auf ihre Target-Forderungen und ihre Forderungen aus einer unterproportionalen Bargeldausgabe ein entsprechend verringertes eigenes Zinseinkommen im Vergleich zu einer Situation, bei der das bei ihr zirkulierende Geld vollständig durch eigene Geldschöpfungskredite geschaffen wurde. *Genau diese bei den Target- und Banknotenschuldnern überschüssigen und den entsprechenden Gläubigern fehlenden Zinseinnahmen werden durch das Pooling ausgeglichen. Bei gegebener Summe der Geldschöpfungskredite aller Notenbanken des Eurosystems sind die Zinseinnahmen einer nationalen Notenbank somit unabhängig von den Target-Salden und den Salden aus einer nicht-proportionalen Bargeldausgabe, und genau deshalb bedeutet eine Verlagerung der Geldschöpfungskredite zwischen den Notenbanken eine Verzinsung dieser Salden: Obwohl Kredite und damit die Zinseinnahmen zwischen den Notenbanken verlagert werden, erhält jede einzelne Notenbank über das Pooling noch genauso viele Zinsen wie ohne eine solche Verlagerung.* Dieser Sachverhalt wird leider häufig von jenen übersehen, die behaupten, die Target-Salden würden nicht verzinst. Tatsächlich dient das Zinspooling der Verzinsung der Target-Salden und der Salden aus einer überproportionalen Bargeldausgabe, um die nationalen Zinseinnahmen gegen die Verschiebung der Geldschöpfungskredite zu immunisieren.

Nur dann, wenn die Target- und Bargeldsalden aus einer nicht durch neue Geldschöpfungskredite kompensierten Verschiebung von Überschussreserven der Geschäftsbanken bei der nationalen Notenbank entstehen (4), es also um die Verlagerung nicht benötigter Einlagen der Banken bei ihrer Notenbank geht, impliziert das Zinspooling keine Verzinsung der Target-Salden und der Salden aufgrund einer nicht-proportionalen Bargeldausgabe. Das ist aber der Fall der Liquiditätsschwemme, in dem es ohnehin keine Zinsen gibt. Diesen Fall betrachten wir hier nicht. Stattdessen nehmen wir an, dass Target- und Bargeldsalden stets mit einer entsprechenden Ver-

änderung der nationalen Geldschöpfungskredite einhergehen.

## 6. GEMEINSCHAFTSHAFTUNG TROTZ HAFTUNGSAUSSCHLUSS UND DIE ROLLE DER TARGET-SALDEN

Obwohl die Gemeinschaftshaftung vom Grundsatz her in der Satzung der Europäischen Zentralbanken und der EZB nicht vorgesehen ist und durch verschiedene Vorkehrungen ausgeschlossen wird, die in der Krise noch intensiviert werden, kann sie gleichwohl stattfinden, wenn eine nationale Notenbank überproportional viele Geldschöpfungskredite ausgegeben hat und mangels Masse nicht haften kann. Genau das ist gemäß der obigen Feststellung III der Fall, wie wir nun beweisen wollen, wenn die Aktiva einer Notenbank ausfallen und sie eine Bargeldverbindlichkeit und/oder eine Target-Verbindlichkeit gegenüber anderen Notenbanken hat. So gesehen sind Bargeld- und Target-Verbindlichkeiten sehr wohl auch dann ein Risiko für andere Notenbanken, wenn der Euro fortbesteht und diese Verbindlichkeiten formell bestehen bleiben.

Wir nennen die Target-Verbindlichkeit  $T$ . Sie ist definiert als die Summe aus dem Nettoverlust an Liquidität in Form von grenzüberschreitenden Überweisungen zum Zweck des Erwerbs von Vermögenspositionen und Gütern sowie auch zum Zweck der Schuldentilgung. Die Bargeldverbindlichkeit  $B$  ist definiert als überproportionale Banknotenausgabe über den Größenanteil eines Landes hinaus, wie er durch den EZB-Kapitalschlüssel für eingezahltes Kapital gemessen wird. Wie schon erläutert, nehmen wir an, dass die Bargeldverbindlichkeit einen physischen Nettoabfluss von Bargeld in andere Länder misst, wobei dieser Abfluss ähnlichen Zwecken dient wie die grenzüberschreitenden Überweisungen.

Der Beweis für Feststellung III lässt sich in verschiedenen gedanklichen Schritten führen, wie sie nachfolgend mit Buchstaben spezifiziert sind. Er basiert auf der Annahme des oben beschriebenen Zinspooling bei unzureichender Haftungsmasse.

### Die Beweisschritte

A) Unterstellen wir zunächst eine symmetrische Situation, in der ein einzelnes Land A, dessen Größenanteil (Kapitalschlüssel)  $a$  beträgt, so viele Zinseinnahmen in den Zinspool gibt, wie es zurückerhält. Alle nationalen Notenbanken geben größenproportional Geldschöpfungskredite an die jeweiligen Geschäftsbanken ihres Hoheitsgebiets aus. Die Summe aller Geldschöpfungskredite und damit die Zentralbankgeldmenge sei  $G$ . In Höhe der Mindestreserven  $M$  sind diese Kredite zinslos. Darüber hinausgehende Kredite seien zum Hauptrefinanzierungssatz  $r$  verzinst. Dann ist  $Z = r(G - M)$  die Summe der Zinseinnahmen aus den geldpolitischen Operationen aller nationalen Notenbanken. Land A gibt Zinsen im Umfang von  $aZ$  in den Pool und erhält genauso viel zurück.

B) Im nächsten Schritt sei angenommen, alle Assets der Notenbank A und die sie besichernden Pfänder seien wegen einer nationalen Finanzkrise ausfallgefährdet. Der EZB-Rat stelle die bereits ausgegebenen Geldschöpfungskredite auf ELA um, wie er es in der Griechenlandkrise tat – soweit sie nicht schon aus ELA-, PSPP- oder ANFA-Geldschöpfungskrediten bestanden –, um so die anderen nationalen Notenbanken zu schützen. Die Ausnahme von der Risikoteilung bei diesen Formen des Geldschöpfungskredits wurde im Eurosystem, wie erläutert, nicht durch die Aussetzung des Zinspooling realisiert, sondern durch die Auferlegung der Pflicht, Zinsen in Höhe des Hauptrefinanzierungssatzes unabhängig davon in den Pool zu überführen, welche Zinsen die entsprechenden Assets tatsächlich liefern. Die Pflicht erlischt bei einem Ausfall der Assets nicht. Es sei  $r^*$  der tatsächliche Zins, den die von Land A ausgegebenen Geldschöpfungskredite dauerhaft erwirtschaften, und  $r$  nach wie vor der Hauptrefinanzierungssatz, von dem wir annehmen, dass die anderen Notenbanken ihn noch erzielen. Notenbank A muss in unserem Beispiel nun Zinsen in Höhe von  $ar(G - M)$  an den Pool abführen, obwohl sie  $ar^*(G - M)$  erwirtschaftet, und erhält wiederum den gleichen Betrag, also  $ar(G - M)$ , zurück. Fallen die Assets von Notenbank A aus, ist dauerhaft  $r^* = 0$ . Die Notenbank kann ihren Zahlungsverpflichtungen im Eurosystem gerade noch genügen, indem sie die Zinsrückflüsse aus dem Pool auf Ewigkeit abtritt und nie mehr ein eigenes Zinseinkommen hat, das sie an ihren Eigentümer, meistens der jeweilige Nationalstaat, abführen kann.

C) Nun unterstellen wir, es komme zu Liquiditätsabflüssen, seien sie durch eine Kapitalflucht erzeugt oder dadurch, dass die lokalen Geldschöpfungskredite zu günstigeren Konditionen zur Verfügung gestellt werden, als der Kapitalmarkt für ähnliche private Kredite verlangt. Die Liquiditätsabflüsse führen entweder zu Überweisungen in andere Länder und lassen damit eine Target-Verbindlichkeit  $T$  entstehen, oder sie nehmen die Form physischer Bargeldtransporte an, was durch eine überproportionale Bargeldausgabe  $B$ , also die oben unter (2) beschriebene Bargeldverbindlichkeit, gemessen wird. Der Liquiditätsverlust wird annahmegemäß umgehend von der nationalen Notenbank durch *neue* Geldschöpfungskredite  $E$  ausgeglichen, um ein Austrocknen des lokalen Geldkreislaufs zu verhindern. Die neuen Geldschöpfungskredite, typischerweise wohl neue ELA-Kredite, aber möglicherweise auch Kredite in Form von neuen Staatspapierkäufen wie im PSPP-Programm, sind gleich der Summe aus der Target-Verbindlichkeit und der Verbindlichkeit aus einer überproportionalen Banknotenausgabe:

$$E = T + B.$$

Notenbank A muss nun dauerhaft und netto gerechnet, also zusätzlich zu den Zinsen  $ar(G - M)$ , die sie

wieder zurückerhält, weitere Zinsen in Höhe von  $r(T + B)$  an andere Notenbanken abführen, kann es im Falle eines Totalverlustes ihrer Aktiva aber nicht. Insofern misst die Summe aus der Target-Verbindlichkeit und der Verbindlichkeit aufgrund einer überproportionalen Banknotenausgabe von Notenbank A nun den Barwert des Verlustrisikos der anderen Notenbanken aufgrund eines Zusammenbruchs des Finanzsystems in Land A. Damit endet der Beweis.

## 7. ANMERKUNGEN

7.1. Das Verlustrisiko besteht in Bezug auf die vertragliche Vereinbarung zwischen den Notenbanken. Notenbank A muss Zinsen auf  $T + B$  an andere Notenbanken zahlen, kann es aber nicht. Das Verlustrisiko besteht aber auch im Vergleich zu einer Situation ohne die Liquiditätsabflüsse, wie sie durch  $T + B$  gemessen werden, denn diese Abflüsse bedeuten, dass die Geschäftsbanken im Hoheitsbereich der anderen Notenbanken das ihnen zufließende Außen- oder Überweisungsgeld, das eine unnötige Überschussliquidität bildet, zur Rückzahlung ihrer bestehenden Refinanzierungskredite verwenden, auf die sie Zinsen zahlen müssen. Das wiederum bedeutet, dass den anderen Notenbanken Einnahmen im Umfang  $r(T + B)$  entgehen, für die sie über das Zinspooling keinen Ersatz mehr bekommen.

Dieser Zusammenhang ist keineswegs irrelevant, wie die Verhältnisse während der Krisenjahre 2012 und 2013 in Deutschland und Finnland zeigten. Damals waren in diesen beiden Ländern die gesamten Geldschöpfungskredite der nationalen Notenbanken durch das hereinfließende Außengeld verdrängt worden, denn die Target-Forderungen der beiden Notenbanken hatten das Niveau der gesamten dort ausgegebenen Geldmenge im Sinne der Summe aus Bankeinlagen, Mindestreserven und Bargeldbeständen – statutorische Bestände (1) und Bestände aufgrund einer überproportionalen Bargeldausgabe (2) – erreicht. Es gab damals in diesen Ländern nur noch Zentralbankgeld, das die Notenbanken Deutschlands und Finnlands im Zuge von Überweisungsaufträgen seitens anderer Notenbanken hatten schaffen müssen (vgl. Sinn 2015a, Abb. 6.8, S. 267).

7.2. Sofern die Notenbank A, anders als bislang angenommen, noch über Aktiva verfügt, die nicht ausfallen, ist das Risiko der anderen Notenbanken kleiner als  $T + B$ , weil die Erträge dieser Aktiva zur Zahlung der Zinsen auf  $T + B$  herangezogen werden können. Beim Zusammenbruch des Finanzsystems in A ist das aber kaum zu erwarten. Auch Goldvorräte würden nicht wirklich helfen, denn Wertzuwächse oder fiktive Erträge auf Gold muss eine nationale Notenbank nicht in den Pool abführen. Die Notenbank müsste schon gezwungen werden können, ihr Gold in zinstragende Erträge umzuwandeln, doch dafür gibt es keine Handhabe. Ob die Goldvorräte selbst zur Erfüllung der Forderungen der anderen Notenban-

ken herangezogen werden könnten, ist rechtlich unklar.

7.3. Sofern die Erträge einiger der Aktiva von Notenbank A entgegen unserer Annahme der Vergemeinschaftung unterliegen, sind die möglichen Verluste der anderen Notenbanken größer als nur  $T + B$ . Den anderen Notenbanken entgehen nicht nur dauerhaft Zinsen auf diese Summe, weil in diesem Umfang eigene Geldschöpfungskredite nach A verlagert wurden, ohne dass sie über das Zinspooling nun die entsprechenden Erträge von A bekommen. Vielmehr müssen sie wegen der Vergemeinschaftung nun auch noch einen Teil ihrer verbleibenden Erträge aus ihren Geldschöpfungskrediten an A abführen. Wenn  $\alpha$  den Größenanteil von Notenbank A (am eingezahlten Kapital des Eurosystems) misst, dann verlieren die anderen Notenbanken möglicherweise den Anteil  $1 - \alpha$  an den der Vergemeinschaftung unterworfenen Erträgen zusätzlich zu den Erträgen auf  $T + B$ .

7.4. Man könnte meinen, das von uns berechnete Verlustrisiko könne es schon deshalb nicht geben, weil nun der zuständige Staat seine Notenbank A im Zuge seiner Anstaltslast stützen müsse. Die Verträge der EU sehen aber keine Rekapitalisierung der Notenbanken vor. Es ist für Land A billiger, seine eigene Notenbank in die Insolvenz gehen zu lassen und eine neue Notenbank mit neuem Eigenkapital zu gründen, als die alte Notenbank wiederzubeleben, sofern die nachgeschossenen Mittel zunächst zur Erfüllung der Target- und Bargeldverpflichtungen zu verwenden wären.

Sicher, ein Überschussland wie Deutschland würde seine eigene Notenbank vermutlich rekapitalisieren, sollte es durch die Abschreibung des deutschen Anteils der Target- und Bargeldverbindlichkeiten von Land A sein Eigenkapital verlieren. Das ist zwar ökonomisch nicht erforderlich, weil sie dann vermutlich immer noch Erträge erwirtschaftet, die sie zur Auffüllung ihres Eigenkapitals verwenden kann. Doch tritt ein Verlust in Folge verringerter Ausschüttungen an den deutschen Staat in einem solchen Fall ohnehin in vollem Umfang der Verluste auf, und weil das so ist, kann er die Notenbank auch gleich rekapitalisieren.

Ähnliches gilt aber nicht für die Target-Schuldnerländer. Nach Meinung des Bundesverfassungsgerichts und der EZB könnte die Rekapitalisierung zwar geboten sein, um einen ordentlichen Geschäftsbetrieb zu gewährleisten (vgl. Bundesverfassungsgericht 2017, Rn. 131, sowie Europäische Zentralbank 2016a, S. 27). Das sind indes nur Meinungen und noch keine rechtsverbindlichen Fakten. Tatsächlich besteht die Gefahr, dass die Krisenländer Mittel und Wege finden werden, sich der Rekapitalisierung im Falle des Falles zu entziehen. Dann sind Verluste in Höhe der Target- und Bargeldverbindlichkeiten imminant.

Gelegentlich wurde der Standpunkt vertreten, dass die Staatengemeinschaft Land A nun bedrängen könnte, seinen Zahlungsverpflichtungen doch

nachzukommen, etwa mit dem Argument, dass es andernfalls keine geordneten politischen Beziehungen mit den restlichen Ländern der Eurozone geben könne. Diese Sicht ist aber sehr optimistisch angesichts des Umstandes, dass im betrachteten Fall von einem Staatskonkurs von A auszugehen ist. Speziell Deutschland wird in einem solchen Fall eher erwarten können, dass das kollabierende Land den deutschen Forderungen mit bislang unter dem Tresen gehaltenen Reparationsforderungen oder anderen Gegenforderungen begegnen wird.

Wahrscheinlicher ist es in einem solchen Fall, dass der EZB-Rat zur Abwendung der Insolvenz von Notenbank A gemäß § 32.4 der Satzung selbst eine Rekapitalisierung dieser Notenbank durch eine Verlustbeteiligung der anderen Notenbanken beschließt. In diesem Sinne äußerten sich erstaunlich einhellig sowohl die Prozessvertreter der Kläger als auch der Prozessvertreter der EU, der ansonsten stets die Position der EZB vertreten hatte, bei der Verhandlung des QE-Programms vor dem EuGH am 10. Juli 2018.<sup>9</sup> In diesem Fall tritt bei den anderen Notenbanken der Verlust in Höhe der Target- und Banknotenverbindlichkeit unmittelbar auf.

## 8. SOLLTEN RISIKEN AUS TARGET-SALDEN BEGRENZT WERDEN UND, FALLS JA, WIE?

Wenn es richtig ist, dass mit wachsenden Target-Salden auch wachsende Verlustrisiken für die Gläubiger verbunden sind, dann stellt sich die Frage, ob und, falls ja, wie man diese Risiken begrenzen kann und sollte. Zu den möglichen Maßnahmen gehören absolute Obergrenzen für die Target-Salden oder eine Besicherung beispielsweise dadurch, dass die nationalen Zentralbanken am Ende eines jeden Jahres zur Sicherung der Forderungen Goldbestände in Höhe der Saldenveränderung an die EZB übertragen.

Oft wird behauptet, frei und unbesichert vorhandene Target-Salden seien unverzichtbarer Bestandteil der Europäischen Währungsunion, jede Begrenzung dieser Salden bedeute das Ende einer einheitlichen Geldpolitik im Euroraum. Ein Euro in einer griechischen Bank sei dann nicht mehr das gleiche wie ein Euro in einer deutschen Bank.

Die Frage ist allerdings, warum ein Euro auf allen Bankkonten des Eurogebietes den gleichen Wert haben muss, selbst wenn eine nationale Notenbank und die privaten Geschäftsbanken ihres Hoheitsgebietes nicht mehr als sicher gelten können. Jahrelang lag z.B. der Marktwert großer Buchgeldbestände bei griechischen Banken um 10 bis 20% unter den Werten entsprechender Bestände bei deutschen Banken, weil griechische Banken von den Märkten als unsicher eingestuft wurden und die EZB nicht mehr bereit war, der griechischen Notenbank den Nachdruck der durch die Überweisungen abfließen-

<sup>9</sup> Eigenes Zeugnis von H.-W. Sinn als anwesendem Zuhörer.



den Liquidität in beliebigem Umfang zu erlauben. Griechenland musste deswegen Kapitalverkehrskontrollen verhängen, was eine Begrenzung der Target-Salden bedeutete. Ähnlich war es temporär in Zypern. Dieser Sachverhalt offenbart zwar bedauerliche Schwächen der Aufsicht über die Banken und die Schuldenpolitik der griechisch sprechenden Länder des Eurosystems durch die EU, doch widerspricht er weder der Existenz des Euro an sich noch den Regeln funktionsfähiger Kapitalmärkte, ganz im Gegenteil.

Tatsächlich ist eine Begrenzung der Target-Salden, wie sie die EZB in Griechenland und Zypern erzwang, sehr wohl vereinbar mit einer einheitlichen Geldpolitik. Sie ist nicht vereinbar mit der Forderung, überall in der Währungsunion müssten die gleichen nominellen Zinsen und unbegrenzter Zugang zu Zentralbankkrediten bestehen, unabhängig von länderspezifischen Verlustrisiken. Aber einen solchen Zustand herzustellen ist nicht die Aufgabe der europäischen Geldpolitik. Die Geldpolitik soll gerade nicht dafür sorgen, dass sich Risikoprämien europaweit angleichen, obwohl die tatsächlichen Risiken in der Beurteilung der Marktteilnehmer unterschiedlich sind, denn wenn sie das tut, unterscheiden sich die effektiven, mathematisch erwarteten Zinsen, die unter Berücksichtigung des Ausfallrisikos zu berechnen sind. Nur auf letztere kann sich in der Marktwirtschaft die Forderung der gleichen Zinsen beziehen. Eine Begrenzung der Target-Salden würde dazu führen, dass sich die monetären Bedingungen in einem Land, das sich der Obergrenze nähert, restriktiver werden und die Zinsen dort steigen. Dieser Zinsanstieg hätte zur Folge, dass es für privates Kapital attraktiver wäre, ins Land zu kommen. Es ist also keineswegs stets so, dass das Land von Krediten abgeschnitten würde, die Kredite würden nur richtig bepreist.

Richtig ist, dass es im Extremfall zur Totalverweigerung der Kapitalmärkte kommen kann, weil jegliches Vertrauen in die Bonität der Schuldnerländer verloren ist. In dem Fall müsste das betroffene Land seine Ausgaben für Importe einschränken und die erwähnten Kapitalverkehrskontrollen zur Vermeidung von Nettoüberweisungen in andere Länder verhängen.

Im Normalfall braucht man eine solche Entwicklung aber nicht zu erwarten, denn gerade wenn es Obergrenzen gibt, würde sich die nationale Notenbank rechtzeitig bemühen, Liquiditätsabflüsse durch Nettoüberweisungen zu verhindern, indem sie die asymmetrische nationale Vergabe von Geldschöpfungskrediten frühzeitig begrenzt, um die Salden über steigende nationale Zinsen einzudämmen, die Kapitalimporte induzieren.

Das private Kapital, das durch höhere Zinsen angelockt würde, käme aufgrund von Anlageentscheidungen von Investoren aus aller Welt ins Land, es könnte aber auch bereits auf dem Wege von Über-

weisungen in andere Länder, die beliebigen Zwecken dienen, selbst aktiviert werden, wenn sich diese Überweisungen privater internationaler Zahlungssysteme statt des öffentlichen Target-Systems bedienen. Solche privaten Zahlungssysteme haben ohnehin in den letzten Jahren einen großen Aufschwung genommen. Wenn sich bei diesen Zahlungssystemen private Salden bilden, weil Nettoüberweisungen aus den Target-Defizitländern zu verkräften sind, kommt es automatisch zu einem gegenläufigen privaten Kapitalfluss in diese Defizitländer, weil die Betreiber der Zahlungssysteme mit der Entstehung der privaten Salden bereits implizit selbst schon private Kredite an die Auftraggeber der Überweisungen vergeben. Man kann davon ausgehen, dass sich die Überweisungsgebühren bei fortwährenden Defiziten, die wegen möglicher Kapitalverkehrskontrollen nicht mehr vom Target-System absorbiert werden können, so einstellen würden, dass sie eine adäquate Bepreisung der Risiken implizieren. Solange die Target-Kredite unbegrenzt zur Verfügung stehen, werden es die Betreiber der privaten internationalen Zahlungssysteme indes vorziehen, ihre Salden und damit ihre offenen Kreditpositionen im öffentlichen Target-System abzuladen und damit öffentliche internationale Kredite abzurufen, die unterhalb der Marktkonditionen verfügbar sind, weil sie von den Steuerzahlern der Eurozone kostenlos besichert werden.

Gegen die Begrenzung der Target-Salden gibt es den Einwand, diese Salden seien gerade in Krisensituationen eine wichtige Liquiditätsversicherung. Das mag sein, aber eine Versicherung gegen Liquiditätsschocks für Staaten gibt es bereits in Form des permanenten fiskalischen Rettungsschirms ESM, der sie zumindest mit Konditionalität und parlamentarischer Kontrolle versieht. Ähnliches könnte man für das Finanzsystem vorsehen. Es wäre sogar denkbar, unter außergewöhnlichen Umständen die Obergrenzen für Target-Salden vorübergehend aufzuheben, aber auch hier unter parlamentarischer Kontrolle und eventuell mit Konditionalität versehen. Bei einer Besicherung der Salden durch Gold greift dieser Einwand ohnehin nicht.

Sicherlich stellt sich bei solchen Forderungen die Frage, warum vor allem die Schuldnerstaaten solchen Einschränkungen zustimmen sollten, da sie vom Status quo unbegrenzter Verfügbarkeit von Target-Krediten profitieren. Doch umgekehrt ergibt sich ja auch die Frage, warum die Gläubigerstaaten die vielen anderen Forderungen auf eine Ausweitung der Umverteilung im Eurosystem akzeptieren sollten, die derzeit auf dem Tisch liegen. Bei den derzeit verhandelten Reformen der Eurozone werden sowohl Maßnahmen zur stärkeren Risikoteilung als auch Maßnahmen zur Risikobegrenzung diskutiert. Eine Begrenzung der Target-Salden könnte Teil der risikobegrenzenden Maßnahmen sein, die im Rahmen des Gesamtpakets beschlossen werden.

## 9. SCHLUSSBEMERKUNG

Das Target-Thema ist von der Politik und von den Medien bislang überwiegend heruntergespielt worden. Das wird der tatsächlichen Gefährdungslage nicht gerecht. Die Summen, die inzwischen aufgelaufen sind, entsprechen bald der Hälfte des Nettoauslandsvermögens der Bundesrepublik Deutschland, das selbst durch die Exportüberschüsse früherer Jahre aufgebaut wurde. Schon dieses Faktum verbietet eine Verharmlosung der Problematik.

Es ist uns bewusst, dass es sich bei den Target-Salden um ein Thema handelt, das sich angesichts seiner Komplexität nicht gut für öffentliche politische Debatten eignet. Indes führt gerade der Schleier der hohen Komplexität dazu, dass sich hohe Vermögensrisiken für die Bundesrepublik Deutschland anhäufen können, ohne dass rechtzeitig Bremsen aktiviert werden. Dass die Target-Salden nicht nur beim Austritt von Ländern aus der Eurozone, sondern im Falle des Kollapses eines nationalen Finanzsystems auch ohne einen solchen Austritt zu massiven Verlusten für die Gläubigerländer führen können, ist ein Faktum, an dem die Politik nicht vorbeigehen kann.

Man kann den Target-Risiken nicht mit dem Hinweis begegnen, dass bei einem Kollaps eines nationalen Finanzsystems so viele weitere Risiken auftreten würden, dass es auf den Verlust eines Teils der Target-Forderungen dann auch nicht mehr ankomme. Tatsächlich sind nämlich gerade dann, wenn noch weitere Verluste in anderen Bereichen anfallen, die Grenzkosten der Target-Verluste besonders groß, weil es vorn und hinten bereits an Mitteln fehlt.

Besonders problematisch sind die Target-Risiken auch deshalb, weil sie den Handlungsspielraum der Politik begrenzen und die Überschussländer zwingen, sie mit immer wieder neu aufgesetzten Systemen der Gemeinschaftshaftung und der Umverteilung von Steuermitteln zumindest scheinbar im Zaum zu halten. Der Weg in die europäische Transferunion in einer Kette von Verhandlungsrunden, bei denen immer mehr weitere Systeme der Gemeinschaftshaftung verlangt werden, ist vorgezeichnet, wenn es nicht gelingt, die Target-Salden zu begrenzen.

Als überzeugte Europäer, die keine Alternative zum Fortschritt der europäischen Integration sehen, möchten wir unsere Analyse nicht als Grundsatzkritik am Euro und schon gar nicht an der europäischen Integration an sich verstanden wissen. Vielmehr sind wir der Meinung, dass nur eine fortwährende Nachbesserung und Korrektur der im Laufe des Einigungsprozesses sichtbaren Systemfehler einen erfolgreichen Verlauf des Integrationsprozesses ermöglichen. Die Möglichkeit einer letztlich schrankenlosen Ausweitung der Target-Kredite ohne parlamentarische Kontrolle, bloß auf der Basis von Beschlüssen des EZB-Rates, halten wir für einen solchen Systemfehler. Er muss dringend korrigiert werden.

## LITERATUR

- Alvarez, I, F. Casavecchia, M. De Luca, A. Duering, F. Eser, C. Helmus, C. Hemous, N. Herrala, J. Jakovicka, M. Lo Russo, F. Pasqualone, M. Rubens, R. Soares und F. Zennaro (2017), »The Use of the Eurosystem's Monetary Policy Instruments and Operational Framework since 2012«, *European Central Bank Occasional Paper Series*, No. 188, Mai 2017, verfügbar unter: [www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op188.en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op188.en.pdf).
- Beermann, J. (2018), »Wenn der Euro unverändert fortbesteht, ist Target kein Risiko«, *Die Welt*, Nr. 167, 20. Juli, 15.
- Bundesverfassungsgericht (2017), Beschluss des Zweiten Senats vom 18. Juli 2017, 2 BvR 859/15, Randnr. 1-137, verfügbar unter: [www.bverfg.de/e/rs20170718\\_2bvr085915.html](http://www.bverfg.de/e/rs20170718_2bvr085915.html).
- Deutsche Bundesbank (2016), »Zur Bedeutung und Wirkung des Agreement on Net Financial Assets (ANFA) für die Implementierung der Geldpolitik«, *Monatsbericht der Deutschen Bundesbank*, März.
- Europäische Zentralbank (2012), *Eligibility of Greek Bonds Used as Collateral in Eurosystem Monetary Policy Operations*, Pressemitteilung, 28. Februar, verfügbar unter: [www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120228.en.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120228.en.html).
- Europäische Zentralbank (2016a), *Konvergenzbericht*, Juni 2016, verfügbar unter: [www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr201606.de.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr201606.de.pdf).
- Europäische Zentralbank (2016b), *Agreement of 14 November 2014 on Net Financial Assets*, veröffentlicht am 5. Februar 2016, verfügbar unter: [www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_anfa\\_agreement\\_19nov2014\\_f\\_sign.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_anfa_agreement_19nov2014_f_sign.pdf).
- Fuest, C. und H.-W. Sinn (2015), »Die Risiken der Notkredite«, *Ökonomenstimme*, 13. November, verfügbar unter: [www.oekonomenstimme.org/artikel/2015/11/die-risiken-der-notkredite/](http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2015/11/die-risiken-der-notkredite/).
- Fuest, C. und H.-W. Sinn (2016), »Non tacemus«, *Ökonomenstimme*, 18. Januar, verfügbar unter: [www.oekonomenstimme.org/artikel/2016/01/non-tacemus/](http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2016/01/non-tacemus/).
- Graef, C. (2018), »Ohne die EZB stünde die deutsche Wirtschaft heute schlechter da«, *Welt online*, Leserbrief, 16. November, verfügbar unter: [www.welt.de/wirtschaft/bilanz/article183975300/Leserbrief-Ohne-die-EZB-stuende-die-deutsche-Wirtschaft-heute-schlechter-da.html](http://www.welt.de/wirtschaft/bilanz/article183975300/Leserbrief-Ohne-die-EZB-stuende-die-deutsche-Wirtschaft-heute-schlechter-da.html).
- Hellwig, M. (2015a), »Die EZB und die Deutschen in der Griechenlandkrise«, *Ökonomenstimme*, 7. Juli, verfügbar unter: [www.oekonomenstimme.org/artikel/2015/07/die-ezb-und-die-deutschen-in-der-griechenlandkrise](http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2015/07/die-ezb-und-die-deutschen-in-der-griechenlandkrise).
- Hellwig, M. (2015b), »Si tacuissent«, *Ökonomenstimme*, 8. Dezember, verfügbar unter: [www.oekonomenstimme.org/artikel/2015/12/si-tacuissent/](http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2015/12/si-tacuissent/).
- Hellwig, M. (2018), »Wider die deutsche Target-Hysterie«, *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, Nr. 30, 29. Juli, 20.
- Hoffmann, D. (2015), *Die EZB in der Krise*, Pro Business Verlag, Berlin.
- 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>.
- Ilzetzki, E. (2014), »Comment« (on Whelan 2014), *Economic Policy* 29, Nr. 77, 125-130, verfügbar unter: [www.hanswernersinn.de/dcs/Ilzetzki\\_Comment\\_on\\_Whelan\\_Target2-Balances\\_Economic\\_Policy\\_2014.pdf](http://www.hanswernersinn.de/dcs/Ilzetzki_Comment_on_Whelan_Target2-Balances_Economic_Policy_2014.pdf).
- Kaden, W. (2018), »Geldpolitik der EZB hat deutsche Sparer um Milliarden ärmer gemacht«, Kommentar zu Graef (2018), *Welt online*, 20. November, verfügbar unter: [www.welt.de/wirtschaft/bilanz/article184200760/Antwort-auf-Leserbrief-Geldpolitik-der-EZB-hat-deutsche-Sparer-um-Milliarden-aermer-gemacht.html](http://www.welt.de/wirtschaft/bilanz/article184200760/Antwort-auf-Leserbrief-Geldpolitik-der-EZB-hat-deutsche-Sparer-um-Milliarden-aermer-gemacht.html).
- Krahnen, J. P. (2018), »Über Scheinriesen: Was TARGET-Salden tatsächlich bedeuten. Eine finanzökonomische Überprüfung«, Working Paper, White Paper Series, Research Center SAFE – Sustainable Architecture for Finance in Europe, No. 56, Goethe-Universität, Frankfurt am Main.
- Mayer, T. (2018), »Ein Wahnsinn namens Target 2«, *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, Nr. 28, 15. Juli, 36.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2018), *Vor wichtigen wirtschaftspolitischen Entscheidungen*, Jahresgutachten 18/19, Wiesbaden.
- Sinn, H.-W. (2015a), *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.
- Sinn, H.-W. (2015b), *Die griechische Tragödie*, ifo Schnelldienst, Sonderausgabe, 26. Mai.
- Sinn, H.-W. (2018a), »Fast 1000 Milliarden Euro«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 163, 17. Juli, 16.
- Sinn, H.-W. (2018b), »Fast 1000 Milliarden Target-Forderungen der Bundesbank: Was steckt dahinter« (Langfassung von Sinn 2018a), *ifo Schnelldienst*, 71(14), 26-37.

Sinn, H.-W. (2018c), »Irreführende Verharmlosung«, *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, Nr. 31, 5. August, 20.

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.

Weidmann, J. (2018), »Den Unmut der Sparer kann ich gut verstehen«, *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, Nr. 33, 19. August, 22–23.

Westermann, F. (2014), »Comment« (on Whelan 2014), *Economic Policy* 29, Nr. 77, 117–125, verfügbar unter: [www.hanswernersinn.de/dcs/Westermann\\_Comment\\_on\\_Whelan\\_Target2-Balances\\_Economic\\_Policy\\_2014\\_0.pdf](http://www.hanswernersinn.de/dcs/Westermann_Comment_on_Whelan_Target2-Balances_Economic_Policy_2014_0.pdf), Langfassung: »Discussion of TARGET2 and Central Bank Balance Sheets« Working Paper 99, Institut für Empirische Wirtschaftsforschung, Universität Osnabrück, Februar, verfügbar unter: [www.wiwi.uni-osnabrueck.de/fileadmin/documents/public/2\\_institute/2.02\\_IEW/IEW\\_Working\\_Paper/WP\\_99.pdf](http://www.wiwi.uni-osnabrueck.de/fileadmin/documents/public/2_institute/2.02_IEW/IEW_Working_Paper/WP_99.pdf).

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. (2014), »TARGET2 and Central Bank Balance Sheets«, *Economic Policy* 29, Nr. 77, 79–137, verfügbar unter: <https://doi.org/10.1111/1468-0327.12025>.

Whelan, K. (2017), »Should we be Concerned about Target Balances?« *European Parliament*, In-depth Analysis for the Econ Committee, IP/A/ECON/2017-04, verfügbar unter: [www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/607366/IPOL\\_IDA\(2017\)607366\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/607366/IPOL_IDA(2017)607366_EN.pdf).