

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

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

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

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

Weiterführende Beiträge

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