

Working Papers on Global Financial Markets

No. 29

Mythos TARGET₂ – ein Zahlungsverkehrssystem in der Kritik

Peter Burgold und Sebastian Voll

**GLOBAL FINANCIAL
MARKETS**

University Jena
Carl-Zeiss-Str. 3
D-07743 Jena

University Halle
Universitätsplatz 5
D-06099 Halle

Tel.: +49 3641 942261
+49 345 5523180

E-Mail: info@gfinm.de
www.gfinm.de

April 2012



Mythos TARGET₂ – ein Zahlungsverkehrssystem in der Kritik¹

Peter Burgold und Sebastian Voll

Abstract: TARGET₂ ist seit gut einem Jahr Zielscheibe massiver akademischer Kritik. Wir legen dar, dass TARGET₂ keiner Veränderungen bedarf. Die Salden sind keine Kredite und sollten nicht als solche betrachtet werden. Die zugrunde liegenden ökonomischen Probleme sind weder hinreichend noch notwendig mit dem Zahlungssystem verknüpft und können deswegen darüber nicht sinnvoll angegangen werden. Die geforderten Modifikationen stellen zudem keine überzeugenden Alternativen dar, insbesondere auch nicht für den Fall eines Auseinanderbrechens der Eurozone. Dann sind sie im Übrigen auch nur ein Teilproblem der zu regelnden Desintegration der Zentralbankbilanzen.

¹Wir bedanken uns bei Konstantin Wagner für viel hilfreiche Zuarbeit. Frühere Versionen der vorliegenden Arbeit wurden ganz oder in Auszügen gelesen von Christian Fahrholz, Andreas Freytag, Matthias Lengnick, Markus Pasche, Christopher Ohler, Konstantin Wagner und Rupert Windisch, für deren hilfreiche Anmerkungen wir uns ebenso bedanken, wie für eine raffinierte L^AT_EX-Vorlage für das Layout von Co-Pierre Georg.

Peter Burgold ist wiss. Mitarbeiter am Lehrstuhl für AVWL/Finanzwissenschaft der FSU-Jena. Sebastian Voll ist wiss. Mitarbeiter am Lehrstuhl für Wirtschaftspolitik der FSU-Jena.

Die vorliegende Version des Arbeitspapiers wurde zuletzt am 28.8.2013 überarbeitet.

I. Einleitung

Es war ein Hinweis des ehemaligen Bundesbankvorstands Helmut Schlesinger an den Münchner Ifo-Chef und Professor für Finanzwissenschaft Hans-Werner Sinn, der letzteren dazu bewog, sich mit den sogenannten TARGET₂-Salden auseinanderzusetzen.² Nach eigenen Nachforschungen meinte Sinn Schlesingers Vermutung untermauern zu können, dass das TARGET₂ abgekürzte System zur Abwicklung transeuropäischer Überweisungen (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System) Anreize setzt, die Wettbewerbsschwäche der Peripherieländer des Eurosystems über die Notenbanken zu finanzieren.³ Seither gab es eine Welle an Publikationen und Kommentaren zur ökonomischen Interpretation von TARGET₂.

Der vorliegende Artikel zeigt, dass die Vorwürfe gegen das Zahlungssystem letztlich haltlos sind und teilweise auf unzutreffenden Argumenten fußen. Es werden die durchweg nur rudimentär ausgearbeiteten Regulierungsvorschläge der TARGET₂-Kritiker diskutiert. In einigen Fällen sind diese überhaupt nicht in der Lage, eine Rückführung der TARGET₂-Salden zu bewirken, in anderen erscheinen sie einer kontrollierten Rückabwicklung der Währungsunion klar unterlegen. Einen Beitrag zur Überwindung der Schuldenkrise oder zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit der Peripherieländer lassen sie allesamt nicht erwarten.

Der folgende Abschnitt führt kurz in die TARGET₂-Diskussion ein. Wir identifizieren vier Hauptkritikpunkte und vier Lösungsvorschläge. In Abschnitt III.1 argumentieren wir, dass TARGET₂-Salden in einer Währungsunion keine Kredite sind und daher auch nicht als solche betrachtet werden sollten. Abschnitt IV diskutiert die vier Motive für Eingriffe in den Zahlungsverkehr und kommt zu dem Schluss, dass die zugrunde liegenden ökonomischen Probleme weder hinreichend noch notwendig damit verknüpft sind und deswegen auch nicht sinnvoll darüber angegangen werden können.⁴

Nach einer Analyse der Umgehungsmöglichkeiten (Abschnitt V), diskutiert Abschnitt VI die geforderten Änderungen. Sie erscheinen uns allesamt wenig treffsicher und unpraktikabel. Die Behandlung von Banknoten im Eurosystem wird in Abschnitt VII besprochen. Abschnitt VIII behandelt das von vielen Kritikern fokussierte Auseinanderbrechen der Eurozone. Wir zeigen, dass TARGET₂-Salden in diesem Fall nur ein Teilproblem der Desintegration der NZB-Bilanzen sind und dass es keine relevanten Vorteile mit sich bringen dürfte, diese Salden zu besichern. So-

²Stefan Kaiser: „Der Mann und die Milliarden-Bombe“, SpiegelOnline, 27.02.2012.

³Sinn, Hans-Werner: „Neue Abgründe“, in: Wirtschaftswoche, 21.02.2011, Nr. 8, S. 35.

⁴Vgl. dazu auch in Kurzform Ulrich Bindseil: „Deutschland und die TARGET₂-Salden“, www.faz.net vom 20.02.2012.

fern man in einem Währungsaustritt eine Lösung für die gegenwärtigen Probleme einiger Euro-Länder sieht, argumentieren wir, dass Modifikationen an TARGET₂ kein sinnvoller Ersatz dafür sind.

II. Beharrliche Vorwürfe – Ein Abriss der TARGET₂-Kritik

Zu den grundlegenden Einsichten der Außenwirtschaftstheorie gehört, dass ein Import durch einen wertmäßig entsprechenden Export oder einen Kredit oder eine Übertragung von Vermögenswerten finanziert wird. Werden Importe durch Exporte finanziert, hat das Ausland sofort eine realwirtschaftliche Gegenleistung für die erbrachte Leistung erhalten. Diesem Interessenausgleich ist auch Genüge getan, wenn der Exporteur oder ein vermögender Dritter bereit ist, dem Importeur Kredit zu gewähren. Die Gegenleistung – Lieferung von Vermögen, Gütern oder Dienstleistungen – ist dann aufgeschoben. Der Kreditgeber willigt aus freien Stücken in die Kreditvergabe ein und haftet dafür mit seinem Vermögen. Bei Zahlungsunfähigkeit des Importeurs fallen die Verluste ausschließlich bei seinem Kreditgeber an, der sich dagegen selbst durch Kreditsicherheiten und Zins absichern muss.

TARGET₂ stellt sich einigen Ökonomen als eine Perversion dieses Mechanismus dar. Der Zahlungsverkehr läuft hier über die nationalen Zentralbanken (NZB). Will ein französischer Importeur einen Betrag an einen deutschen Exporteur überweisen, so kann seine französische Geschäftsbank diese Zahlung über TARGET₂ ausführen. Sie lässt ihr Zentralbankguthaben dann von der Banque de France, der französischen NZB, um den Überweisungsbetrag verringern. Die deutsche Bundesbank schreibt der Geschäftsbank des Exporteurs den Überweisungsbetrag gut (s. Abb. 1). Weil die Bundesbank von der Banque de France einen Passivposten „Einlage einer Geschäftsbank“ übernommen hat, ergibt sich als Gegenbuchung auf der Aktivseite eine TARGET₂-Forderung bei der Bundesbank. Bei der Banque de France wird die Einlage der Geschäftsbank dagegen durch eine TARGET₂-Verbindlichkeit in gleicher Höhe ersetzt (s. Abb. 2). Vor der Finanzkrise im Jahr 2007 hielten sich die Überweisungen im Euroraum tendenziell die Waage. Seit ungefähr 2007 bewegen sich die Nettopositionen aus dem Überweisungsverkehr der Euroländer jedoch energisch auseinander (s. Abb. 3).

Im Februar 2011 bezeichnete der Münchner Ifo-Chef und Professor für Finanzwissenschaft Hans-Werner Sinn die Salden als „eine Art Kontokorrentkredit“, dessen Begrenzung ursprünglich nicht vorgesehen war, da man nicht mit einem anhaltenden Anstieg der Salden gerechnet hatte. Bei Zahlungsunfähigkeit der Schuldnerländer haften Deutschland, was in der bisherigen politischen Debatte um die Eurokrise unbeachtet geblieben sei.⁵ Im Juni sprach Sinn von TARGET₂-Forderungen als

⁵Sinn, Hans-Werner: „Neue Abgründe“, in: Wirtschaftswoche, 21. Februar 2011, Nr. 8, S. 35.

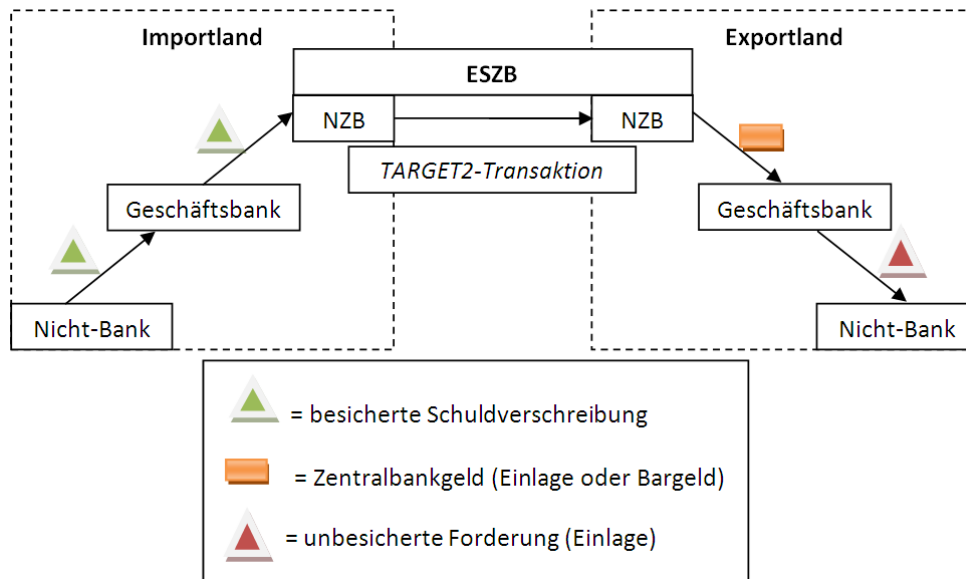


Abbildung 1: Schema eines über TARGET2 bezahlten Imports

Zentralbankbilanzen in der logischen Sekunde vor einer Überweisung von 100 GE mittels TARGET2:

NZB 1	
Aktiv	Passiv
Sachvermögen (50 GE)	Bargeld (200 GE)
Ford. ggü GB (950 GE)	GB-Einlagen (500 GE)
	Eigenkapital (300 GE)
=====	=====
1.000 GE	1.000 GE

NZB 2	
Aktiv	Passiv
Sachvermögen (150 GE)	Bargeld (200 GE)
Ford. ggü GB (550 GE)	GB-Einlagen (400 GE)
	Eigenkapital (100 GE)
=====	=====
700 GE	700 GE

Zentralbankbilanzen in der logischen Sekunde nach der Überweisung von 100 GE mittels TARGET2:

NZB 1	
Aktiv	Passiv
Sachvermögen (50 GE)	Bargeld (200 GE)
Ford. ggü GB (950 GE)	GB-Einlagen (400 GE)
	TARGET2-Verb. (100 GE)
	Eigenkapital (300 GE)
=====	=====
1.000 GE	1.000 GE

NZB 2	
Aktiv	Passiv
Sachvermögen (150 GE)	Bargeld (200 GE)
Ford. ggü GB (550 GE)	GB-Einlagen (500 GE)
TARGET2-Ford. (100 GE)	Eigenkapital (100 GE)
=====	=====
800 GE	800 GE

Abbildung 2: NZB-Bilanzen bei TARGET2-Transaktion

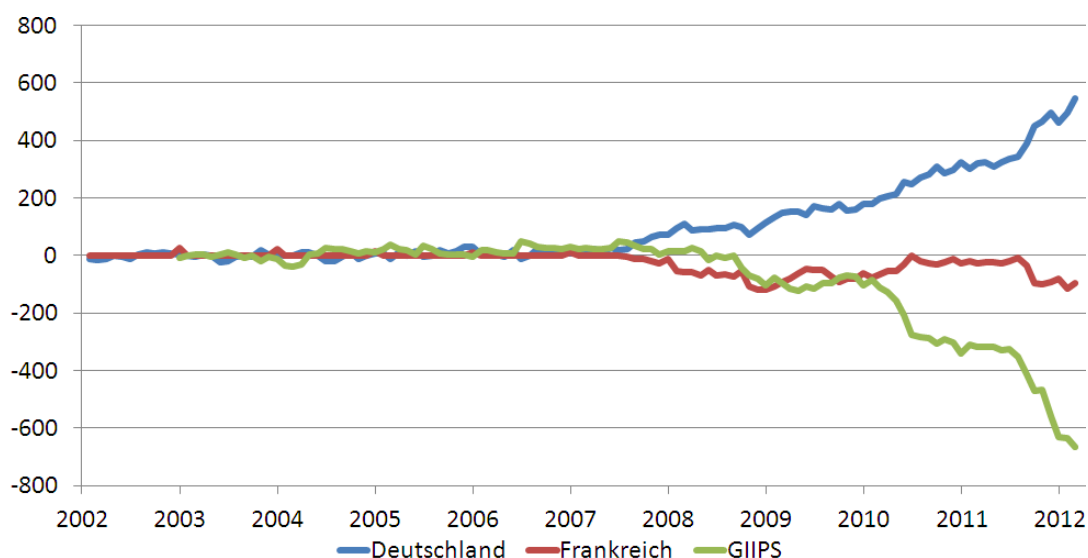


Abbildung 3: Entwicklung der Target2-Salden in Mrd. EUR
 Daten bereitgestellt von www.iew.uni-osnabrueck.de/8959.htm

„sort of transfer“, durch welchen die EZB einen versteckten Bailout praktiziere, indem die Bundesbank den NZB der GIPS-Staaten (Griechenland, Irland, Portugal, Spanien) automatisiert Geld zur Finanzierung ihrer Leistungsbilanzdefizite leihe. Letztlich seien die Salden ein Zeichen für den Ersatz von Privatkrediten aus den Kernländern des Euro durch solche in den Peripherieländern. Dies erhöhe die Haftungsrisiken der NZB in den Kernländern, speziell der Bundesbank, und belaste damit potentiell den deutschen Steuerzahler.⁶

Im Gegensatz zu Sinn erklärte die Bundesbank in ihrem Monatsbericht vom März 2011 den Anstieg der Salden mit „Anspannungen am Geldmarkt“ und „Problemen im Bankensektor innerhalb des Euro-Raums“ (S. 35). Es handele sich lediglich um eine „veränderte Verteilung der Refinanzierungsgeschäfte im Euro-Raum“. Sie machte insbesondere darauf aufmerksam, dass TARGET2-Salden keine eigenständigen Risiken darstellen und dass Verluste nach Maßgabe des Kapitalschlüssels aufgeteilt werden, unabhängig davon, bei welcher NZB sie auftreten.⁷ Auch Willem Buiter⁸, Karl Whelan⁹, Ulrich Bindseil¹⁰ u.a. wendeten sich energisch gegen die Einschät-

⁶Hans-Werner Sinn: „The ECB's stealth bailout“, voxeu.org, 1. Juni 2011.

⁷Deutsche Bundesbank: „Die Entwicklung des TARGET2-Saldos der Bundesbank“ in: Monatsbericht März 2011, S. 34-35.

⁸Willem Buiter, Ebrahim Rahbari und Jürgen Michels: „TARGETing the wrong villain: TARGET2 and intra-Eurosystem imbalances in credit flows“ in Global Economics View, Citigroup Global Markets, 9. Juni 2011.

⁹Karl Whelan: „Professor Sinn Misses the Target“, auf www.iiea.com/blogshere, dem online Blog des Institute of International and European Affairs (IIEA), 7. Juni 2011, sowie unter gleichem Titel auf www.voxeu.org, 9. Juni 2011.

¹⁰Ulrich Bindseil: „Deutschland und die TARGET2-Salden“, www.faz.net vom 20.02.2012.

zungen Sinns, insbesondere gegen die vermeintliche Leistungsbilanzfinanzierung, die Risikorelevanz für Deutschland und die von Sinn geforderten Maßnahmen.

Seither hat Sinn seine ursprünglichen Aussagen mehrfach konkretisiert und von einigen Abstand genommen.¹¹ Er besteht jedoch darauf, dass die Salden „eine öffentliche internationale Kreditvergabe“ zwischen den NZB „messen“, welche öffentlichen Krediten über die EFSF nahe kommt und „im Wesentlichen fiskalischer Natur“ ist. Auch wenn er ihren bisherigen Anstieg krisenbedingt für hilfreich und notwendig erachtet, fordert Sinn Anreize, die zur Tilgung der Salden führen.¹² Nicht abschließend klar ist, weshalb genau eine solche Tilgung wünschenswert sein sollte. So stellt zwar Sinn selbst fest: „Von Substanz ist die Frage, ob die Target-Kredite getilgt werden sollten.“¹³ Dieser Frage wird allerdings weder bei ihm noch in der sonstigen ökonomischen Diskussion nachgegangen. Aus den uns bekannten Diskussionsbeiträgen lassen sich folgende einander nicht ausschließende Tilgungsmotive rekonstruieren:

- (1) Begrenzung der Verlustrisiken für TARGET₂-Gläubiger,
- (2) Beseitigung von durch TARGET₂ vermeintlich entstandenen Anreizen zu überhöhter Staatsverschuldung,
- (3) Vermeidung von Inflation, welche als notwendige Folge einer ungebremsten Ausweitung der TARGET₂-Salden dargestellt wird oder
- (4) Anreize setzen, um das Leistungsbilanzdefizit der TARGET₂-Schuldner zurückzuführen.

Um den sich in TARGET₂ kristallisierenden Ersatz privater durch öffentliche Finanzierungsbereitschaft („Kreditersatzpolitik“) zurückzuführen, werden verschiedene Modifikationen an TARGET₂ erwogen:

- (1) eine Deckelung („Caps“),
- (2) progressiv gestaffelte Strafzinsen,
- (3) ein Tilgungs- oder Besicherungssystem oder
- (4) ein Markt für handelbare Verschuldungsrechte.

¹¹Vgl. Sinns Äußerungen in Willem Buiters, Ebrahim Rahbari und Jürgen Michels: „*TARGETing the wrong villain: a reply*“ in Global Economics View, Citigroup Global Markets, 5. Juli 2011.

¹²Hans-Werner Sinn: „*Fed versus EZB: Wie man Target-Schulden tilgt*“ in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung, 26. Februar 2012, auch: www.faz.net/-gqe-6xziy.

¹³In Hans-Werner Sinn: „*Fed versus EZB: Wie man Target-Schulden tilgt*“ in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung, 26. Februar 2012, auch: www.faz.net/-gqe-6xziy.

III. Die Klassifizierung von TARGET₂-Salden als Kredit

III.1. TARGET₂ als Überziehungskredit

Die gemeinsame Aufgabe des Eurosystems, also von NZB und EZB, ist die Verwaltung der gemeinsamen Währung gemäß den Vorgaben aus Art. 127(1) und (2) AEUV. Soweit die NZB geldpolitische Maßnahmen im Auftrag des Eurosystems durchführen, verwalten sie auch in seinem Auftrag die dabei entstehenden Forderungen und Verbindlichkeiten. Aufgrund ihrer rechtlichen Selbständigkeit unterhalten die NZB zudem untereinander Geschäftsbeziehungen, die in TARGET₂ zum Ausdruck kommen können. Dabei handelt es sich allerdings nicht um Kreditbeziehungen, sondern um Buchungsvorgänge aus einem internen Kontenverhältnis. Diese Buchungsvorgänge entstehen zwangsläufig im Zuge der Erfüllung der Gemeinschaftsaufgabe. Jede Einschränkung dieser Buchungen würde das Eurosystem in der Erfüllung seiner vertraglich festgelegten Aufgaben behindern.

Die Existenz der TARGET₂-Salden liegt allein in der Konstruktion der Europäischen Währungsunion begründet. Wäre das Eurosystem als monolithische Einheit ohne rechtliche Selbständigkeit der einzelnen NZB aufgebaut, würden diese Salden nicht entstehen. Nur im Außenverhältnis — bei Geschäften am Primär- oder Sekundärmarkt — entstünden Kreditbeziehungen. Im Innenverhältnis gäbe es dann keine Buchungen.

Der Grund für die Ausgleichsbuchungen liegt darin, dass — ungeachtet der Gemeinschaftsaufgabe — die NZB organisatorisch und rechtlich selbständig und die Euro-Mitgliedsländer alleinige Eigentümer ihrer jeweiligen NZB sind. Wird das Zentralbankguthaben einer Geschäftsbank, also die Verbindlichkeit einer bestimmten NZB, über TARGET₂ in ein Zentralbankguthaben bei einer anderen NZB umgewandelt, verringern sich bei der beauftragenden NZB die Einlagen (Passiva), während sie bei der empfangenden NZB steigen. Ohne weitere Ausgleichsbuchung würde das Eigenkapital der beauftragenden NZB zu- und das der empfangenden abnehmen. Damit der Gläubigertausch gewinnneutral bleibt und sich das Eigenkapital der NZB nicht verändert, werden TARGET₂-Forderungen und -Verbindlichkeiten verbucht (s. Abb. 2). Das Eigenkapital der NZB bleibt somit von den Strömungsbewegungen der Zentralbankeinlagen innerhalb der Eurozone unberührt. Wäre dem nicht so, müssten (netto) Zahlungen empfangende Länder wie Deutschland ihre NZB beständig rekapitalisieren, während andere Länder höhere Ausschüttungen erhielten. Da die eventuell notwendige Rekapitalisierung einer NZB Aufgabe des jeweiligen Nationalstaates ist, sorgen die TARGET₂-Buchungen dafür, dass es nicht zu geographischen Verzerrungen kommt.

Die Gleichsetzung einer TARGET2-Buchung mit einem Überziehungskredit ist erst recht nicht selbstverständlich, wenn man das die Zahlung veranlassende Rechtsgeschäft betrachtet. Bucht ein Wirtschaftler einen Geldbetrag von seinem griechischen auf sein deutsches Geschäftsbankkonto um, ist damit kein Anspruch entstanden, der die Behandlung dieser Überweisung als Kredit rechtfertigen könnte. Wenn ein deutscher Exporteur nach Erbringung seiner Leistung und einer gewissen Zahlungsfrist von seinem griechischen Kunden bezahlt wird, so beendet dieser Zahlungsvorgang ein privates Kreditgeschäft. Angenommen, eine TARGET2-Forderung entsteht, weil eine Geschäftsbank einer anderen im europäischen Ausland einen Geldbetrag als Kredit zur Verfügung stellt. Dann ist zwar ein privates Kreditgeschäft entstanden. Vertragsparteien sind allerdings nicht die NZB, welche auch keinen Einfluss auf die privatrechtliche Verzinsung und Besicherung haben. Analog verhält es sich, wenn zwei Geschäftsbanken auf nationaler Ebene ein Kreditgeschäft vereinbaren. Auch dann kommt es zu keinem Verpflichtungsgeschäft, in welchem die Zentralbank oder ein Teil von ihr Vertragspartei ist.

Die Frage, ob TARGET2-Salden als Überziehungskredit zu klassifizieren sind oder nicht, ist keine bloße Definitionsfrage. Durch die Übertragung eines Zentralbankguthabens entsteht für die beauftragende NZB keine Zahlungsverpflichtung. Im Gegenteil. Die Übertragung von auf Euro lautendem Zentralbankgeld tilgt per Definition auf Euro lautende Geldschulden. Wenn es sich bei TARGET2-Forderungen tatsächlich um Überziehungskredite der Kernländer an die Peripherie handeln würde, so könnten sie jederzeit mittels Übertragung von gesetzlichem Zahlungsmittel vom Schuldner auf den Gläubiger getilgt werden. Das ist aber genau der Mechanismus, durch den diese Forderungen entstanden sind. Paradoxerweise könnte hier also eine „Tilgung“ mittels gesetzlichen Zahlungsmittels nur stattfinden, indem der Gläubiger (hier: die Überweisungen empfangende NZB) dem Schuldner (hier: die Überweisungen beauftragende NZB) Geld übergibt.¹⁴

Die Verzinsung der TARGET2-Salden in Höhe des Hauptrefinanzierungssatzes trägt sicher zur Verwirrung um ihre Natur bei. Sie hat allerdings keinen Einfluss auf die tatsächlichen Einnahmen der NZB.¹⁵ Zinserträge und -aufwendungen gehen mit den Gewinnen und Verlusten aus geldpolitischen Operationen in die Berechnung des monetären Einkommens ein und werden unabhängig vom Ort der Entstehung auf alle NZB gemäß ihrem Kapitalschlüssel verteilt.

So wie die bloße Existenz der Salden an die institutionelle Trennung der NZB gebunden ist, so ist auch ihre Bedeutung als bilanzielle Risikoposition an einen

¹⁴Vgl. hierzu die Erläuterungen in Abschnitt III.2.

¹⁵Jens Ulbrich und Alexander Lipponer: „Balances in the Target2 Payments System – A Problem?“. „As the interest rates on TARGET2 settlement balances enter the profit distribution of the Eurosystem in the end, no additional interest income is generated for the participating national central banks.“

Austritt aus dem Euro-Währungsgebiet gebunden. Denn selbst wenn ein Euro-Mitgliedsland zahlungsunfähig wird, ist seine Zentralbank fähig, ihre Verbindlichkeiten in Eigenwährung zu bedienen. Erst die Möglichkeit eines Austritts aus dem Euro und damit der Verlust der Kompetenz, Euro-Guthaben auszugeben, eröffnet die Möglichkeit des Zahlungsausfalls einer Zentralbank in Bezug auf ihre (Euro-) Fremdwährungsschulden. Dass es zu einer Umwandlung der TARGET₂-Salden in Euro-Zahlungsverpflichtungen kommen wird, sobald ein Mitglied den Währungsraum verlassen sollte, ist zu bezweifeln, wie in Abschnitt VIII dargelegt wird.

III.2. TARGET₂ und die „Kreditersatzpolitik“

Die Aussage, die TARGET₂-Salden spiegeln das Ersetzen privater durch öffentliche Finanzierungsbereitschaft wider, erscheint uns ebenso missverständlich. Jede Übertragung von Zentralbankguthaben impliziert, dass dieses zuvor geschaffen wurde. Dafür ist im Eurosystem immer sowohl die öffentliche Bereitschaft des Eurosystems als auch die private Bereitschaft einer Geschäftsbank notwendig. Letztlich haften beide für den eingeräumten Kredit.

Vor dem Auseinanderlaufen der TARGET₂-Salden 2007 refinanzierte sich der deutsche Finanzsektor bei der EZB und gab Mittel an die Wirtschaftler in der Peripherie weiter. Diese bezahlten damit Importe aus Deutschland und anderen EU-Kernländern. Wenn nun deutsche Geschäftsbanken nicht mehr bereit sind, griechische Geschäftsbanken über den Interbankenmarkt zu refinanzieren, dann müssen sich letztere vermehrt bei der EZB refinanzieren. Während die Refinanzierung bei der EZB zuvor durch eine deutsche Geschäftsbank erfolgte, tut es nun eine griechische. In diesem Sinne findet ein „Kreditersatz“ statt. Durch die einheitlichen Besicherungsvorschriften der EZB für alle Geschäftsbanken im Euroraum ist der griechische Kredit jedoch grundsätzlich nicht schlechter als es der deutsche zuvor war. Wo dies doch der Fall ist, ist die Ursache in eben jenen zu nachlässigen Besicherungsvorschriften zu suchen und nicht in TARGET₂.

Der Anstieg der Liquiditätsnothilfen (Emergency Liquidity Assistance, ELA) in den Peripherieländern deutet im Übrigen an, dass das Bankensystem der jetzigen TARGET₂-Überschussländer ursprünglich unzureichend besicherte Kredite in unverantwortlicher Höhe gewährt hatte.¹⁶ Zur Aufrechterhaltung der Finanzstabilität sind einzelne NZB nun gezwungen, diese Kredite als Gläubiger weiterzuführen. Die diesem Aspekt zugrunde liegenden Probleme sind offensichtlich in jener Zeit entstanden als die TARGET₂-Salden „unbedenklich“ waren. Regulierungen des Interbankenmarktes, insbesondere der Eigenkapitalvorschriften, erscheinen hier zielführend, um eine Wiederholung zu vermeiden.

¹⁶Vgl. zu ELA auch unten Abschnitt IV.2.

Wie auch von anderen Autoren schon häufig ausgeführt, zielen die Änderungsvorschläge an TARGET₂ letztlich darauf ab, Euro-Zentralbankguthaben unterschiedlich zu behandeln, je nachdem in welchem geographischen Teil der Eurozone sie geschaffen wurden. Ließe sich diese Absicht umsetzen, wäre die Eurozone in ein System der einseitigen Wechselkursanbindung zurückgekehrt. Das widerspricht den wirtschaftlichen Absichten und Grundlagen der Währungsunion, wie auch der Vergleich mit der nationalen Geldpolitik der Euroländer vor Einführung der Gemeinschaftswährung zeigt, und lässt sich nur im Lichte der Zweifel an der Beständigkeit der Eurozone erklären.

Die (unzutreffende) Betrachtung als Festwechselkurssystem erklärt auch das obige Paradoxon der Tilgung von Krediten über einen Zahlungsstrom in gleicher Richtung wie bei der Kreditaufnahme. Nach der Logik der TARGET₂-Kritiker begründet eine Peripherie- oder „Schwach-Euro-Zahlung“ ein Schuldverhältnis, welches nur durch Tilgung in der „Fremdwährung Hart-Euro“ getilgt werden kann, aber nicht durch erneutes Aufdrängen von Peripherie-Euro. Der „schwache“ Euro wird nach dieser Perspektive nur vorläufig (auf Kreditbasis) akzeptiert und muss irgendwann durch Zahlung eines „erarbeiteten“ „harten Euros“ getilgt werden.¹⁷

So erklärt sich auch eine „Sprachverwirrung“ im Schlagabtausch von Sinn und seinen Kritikern. Sinn sieht in TARGET₂ eine Finanzierung der Peripherie durch die Kernländer, während andere darauf verweisen, dass das Geld aus den Peripherieländern stammt. Letzteres ist offensichtlich korrekt. Sinns Aussage basiert darauf, die Akzeptanz von Peripherie-Euros in den Kernländern als „Akzeptanz auf Kredit“ zu verstehen.

IV. Vermeintliche Probleme der TARGET₂-Salden

IV.1. Verlustrisiken für TARGET₂-Gläubiger

Bei Kreditausfällen bei einer NZB im Rahmen der geldpolitischen Maßnahmen teilen sich alle NZB gemäß ihrem Kapitalschlüssel diesen Verlust. Um diesen Verlust gering zu halten, müssen sich die NZB an weitgehend einheitliche Vorschriften bei der Kreditbesicherung halten. Wie bereits beschrieben, ist nicht TARGET₂, sondern die Besicherungspolitik für die eingegangenen Risiken ausschlaggebend.

¹⁷John Whittaker: „Eurosystem debts, Greece, and the role of banknotes“, Monetary Research, Lancaster University Management School, 14. November 2011, S. 4, hat ein ähnliches Phänomen beschrieben. Tilgt der griechische Staat Schulden gegenüber nicht-griechischen Gläubigern im Euroraum, so sinkt seine Gesamtverschuldung c.p. nicht, da ihm durch die Überweisung eine TARGET₂-Verbindlichkeit bei seiner NZB in gleicher Höhe entsteht. Analog steigt die griechische Staatsverschuldung nicht, wenn die Regierung einen Kredit aus dem europäischen Ausland erhält, weil im Zuge der Überweisung TARGET₂-Verbindlichkeiten getilgt werden.

Das ist auch die Position der Bundesbank, so z.B. Carl-Ludwig Thiele, Vorstand der Deutschen Bundesbank und zuständig für die Bereiche Bargeld sowie Zahlungsverkehr und Abwicklungssysteme: „Die Summen sind hoch. Aber der TARGET2-Saldo stellt für die Bundesbank kein eigenständiges Risiko dar. Das Risiko einer Geschäftsbank wie einer Notenbank liegt immer im Kreditbuch, nicht in dem, was der Kunde mit den gewährten Krediten macht.“¹⁸ Seltsamerweise behaupten Fahrholz und Freytag (2011) genau das Gegenteil, wenn sie auf dieselbe Quelle verweisen und schreiben „Aus Sicht der Bundesbank stellen TARGET2-Forderungen selbstverständlich nichts anderes dar als ein Darlehen in ihrem Kreditbuch (z.B. Thiele 2011).“¹⁹ Es ist aber für Höhe, Wahrscheinlichkeit und Aufteilung des Verlustes völlig irrelevant, ob das ausgegebene Zentralbankgeld das Schuldnerland über TARGET2 verlassen hat oder nicht. Die Verlustwahrscheinlichkeit wird durch die Geschäftstätigkeit des Kreditnehmers bestimmt, die Verlusthöhe durch den Marktwert der Sicherheiten und die Aufteilung der Verluste durch den Kapitalschlüssel der EZB. TARGET2-Salden spielen hierbei keine Rolle.

IV.2. Staatsverschuldung

Sinn vergleicht TARGET2-Verbindlichkeiten mit Eurobonds, weil sie dem Schuldnerland Zugriff auf ausländische Ressourcen verleihen und für die Rückzahlung der Schulden die Gemeinschaft haften. „Der Unterschied zu echten Eurobonds ist nur, dass die Zentralbanken der GIPS-Länder nach eigenem Gustus über diesen Kredit verfügen können, sofern sie Sicherheiten bieten, und dass die Bundesbank den Kauf der impliziten Eurobonds nicht ablehnen kann. Die Möglichkeit, Target-Kredite aufzunehmen, lädt zur Selbstbedienung ein.“²⁰ Die Ähnlichkeit zu Eurobonds erschließt sich nicht ganz so offensichtlich. Eurobonds würden dem ausgebenden Staat — wie herkömmliche Anleihen auch — einen direkten, unkonditionierten Mittelzufluss gewähren. Das TARGET2-Zahlungssystem stellt die Konvertibilität der durch die NZB begebenen Zentralbankguthaben sicher. Davon profitieren die Regierungen der Peripherieländer in dem Maße, wie sie sich über Steuern oder Verschuldung mit diesen Zahlungsmitteln eindecken können. Aber weder Besteuerung noch Verschuldung werden aktuell durch die Konvertibilität der Währung erleichtert. Eurobonds hingegen erleichtern die Verschuldung.

Sicher profitieren die Regierungen der Peripherieländer von den Interventionen des Eurosystems. Über das Ankaufprogramm für besicherte Anleihen (Covered Bond

¹⁸Carl-Ludwig Thiele: „Zahlungsverkehr Liquiditätsmanagement — Ein Blick in die Zukunft“, Begrüßungsrede zum Zahlungsverkehrs-Symposium der Bundesbank in Frankfurt am Main am 23. Mai 2011 (wortgleich im Vorjahr).

¹⁹Christian Fahrholz, Andreas Freytag: „Realwirtschaftliche Aspekte der gegenwärtigen Krise im Eurosystem: Ursachen, Wirkungen und Reformansätze“, in Working Papers on Global Financial Markets, No. 21, Juli 2011, S. 9.

²⁰Hans-Werner Sinn: „Eine Einladung zur Selbstbedienung“ in Handelsblatt, 14.06.2011, Nr. 113, S. 9.

Purchase Programme, CBPP) und die Liquiditätsnothilfen (ELA) der NZB werden Finanzinstitute gestützt, so dass ein Staatseingriff hinausgezögert oder gar vermieden werden kann.²¹ Über das Ankaufprogramm für Staatsanleihen (Securities Market Programme, SMP) werden am Sekundärmarkt Staatsanleihen aufgekauft.²² Dass einzelne NZB zusätzlich Staatsanleihen auf eigene Rechnung erwerben, ist nicht unwahrscheinlich. Werden so geschaffene Zentralbankguthaben zur Importfinanzierung oder zum Ankauf von Auslandsvermögen (Kapitalflucht) verwendet, entstehen TARGET₂-Salden.

Ohne Frage wird den Peripherieländer durch die gelockerten Sicherheitsbestimmungen der EZB die Weiterverschuldung erleichtert. Das ist ein wesentliches Ziel der Krisenmaßnahmen. Sobald die EZB den Anpassungsdruck auf die Peripherieländer erhöhen will, braucht sie dafür keine Anpassungen an TARGET₂ vornehmen. Vielmehr kann sie die Abschläge auf Staatsanleihen erhöhen und die Liquiditätsnothilfen der NZB beschränken oder an Bedingungen knüpfen. Im Ergebnis ist auch im Falle der Staatsverschuldung TARGET₂ weder Ursache noch geeigneter Lösungsansatz. Sicher beeinflussen die Krisenmaßnahmen der EZB die Salden des Zahlungssystems. Höhere Staatsverschuldung kann zu höheren TARGET₂-Salden führen. Die Kausalität ist aber keinesfalls umgekehrt. Es gibt keinen Grund zur Annahme, dass eine Beschränkung von TARGET₂-Salden den Anreiz zur Staatsverschuldung verändert.

IV.3. Inflation

Sinn schreibt, dass die „Kreditersatzpolitik“ der EZB dazu führt, dass Gläubiger-NZB ihre Kreditvergabe an Geschäftsbanken immer weiter zurückschrauben. Sobald überhaupt keine Kreditvergabe mehr erfolgt, könne eine Aufrechterhaltung der „Kreditersatzpolitik“, also der weiteren Erhöhung der TARGET₂-Salden, nur unter Hinnahme einer „inflationären Aufblähung der Geldmenge“ geschehen.²³ Abb. 4 zeigt, was damit gemeint ist. Die oberen beiden Bilanzzeilen wiederholen das Szenario aus Abb. 2. Nehmen wir an, dass die Wirtschaftler im Gläubi-

²¹ Aus den beiden Anleiheankaufprogrammen CBPP₁ und CBPP₂ hält das Eurosystem aktuell Wertpapiere im Umfang von 66 Mrd. EUR. Das entspricht 2% der Bilanzsumme des Eurosystems. ELA werden üblicherweise nicht explizit ausgewiesen. Der Posten 7.2 „Sonstige Wertpapiere“ betrug zum 23. März 2012 347 Mrd. EUR (12%). Fünf Jahre zuvor waren es noch 88 Mrd. EUR (8%).

²² Unter SMP wurden zuletzt (23. März 2012) Staatsanleihen im Wert von 214 Mrd. EUR (7% der Bilanzsumme des Eurosystems) gehalten.

²³ Hans-Werner Sinn: „Die riskante Kreditersatzpolitik der EZB“ in Frankfurter Allgemeine Zeitung, 04. Mai 2011, Nr. 103, S. 10., auch unter www.faz.net/-gqu-z3ty. Das ist auch die Argumentation von Aaron Tornell und Frank Westermann: „Eurozone Crisis, Act Two: Has the Bundesbank reached its limit?“, www.vox.eu, 6. Dezember 2011, sowie von Wilhelm Kohler: „The Eurosystem in Times of Crises – Greece in the Role of a Reserve Currency Country“, CESifo Forum, Vol. 13 (Special Issue), S. 17.

gerland keinen Bedarf an Zentralbankeinlagen haben, die über die ursprünglichen 400 GE hinausgehen. Das erhaltene Zentralbankgeld wird daher zur Tilgung oder Nicht-Verlängerung von Zentralbankkrediten verwendet, so dass die Bilanzlänge der NZB₂ in der dritten Zeile wieder auf den Ausgangsumfang schrumpft.

Zentralbankbilanzen in der logischen Sekunde vor einer Überweisung von 100 GE mittels TARGET2:

NZB 1		NZB 2	
Aktiv	Passiv	Aktiv	Passiv
Sachvermögen (50 GE)	Bargeld (200 GE)	Sachvermögen (150 GE)	Bargeld (200 GE)
Ford. ggü GB (950 GE)	GB-Einlagen (500 GE)	Ford. ggü GB (550 GE)	GB-Einlagen (400 GE)
	Eigenkapital (300 GE)		Eigenkapital (100 GE)
=====	=====	=====	=====
1.000 GE	1.000 GE	700 GE	700 GE

Zentralbankbilanzen in der logischen Sekunde nach der Überweisung von 100 GE mittels TARGET2:

NZB 1		NZB 2	
Aktiv	Passiv	Aktiv	Passiv
Sachvermögen (50 GE)	Bargeld (200 GE)	Sachvermögen (150 GE)	Bargeld (200 GE)
Ford. ggü GB (950 GE)	GB-Einlagen (400 GE)	Ford. ggü GB (550 GE)	GB-Einlagen (500 GE)
	TARGET2-Verb. (100 GE)	TARGET2-Ford. (100 GE)	Eigenkapital (100 GE)
	Eigenkapital (300 GE)		
=====	=====	=====	=====
1.000 GE	1.000 GE	800 GE	800 GE

Zentralbankbilanzen nach Kredittilgung von 100 GE bei NZB₂:

NZB 1		NZB 2	
Aktiv	Passiv	Aktiv	Passiv
Sachvermögen (50 GE)	Bargeld (200 GE)	Sachvermögen (150 GE)	Bargeld (200 GE)
Ford. ggü GB (950 GE)	GB-Einlagen (400 GE)	Ford. ggü GB (450 GE)	GB-Einlagen (400 GE)
	TARGET2-Verb. (100 GE)	TARGET2-Ford. (100 GE)	Eigenkapital (100 GE)
	Eigenkapital (300 GE)		
=====	=====	=====	=====
1.000 GE	1.000 GE	700 GE	700 GE

Zentralbankbilanzen nach TARGET2-Transaktionen und Kredittilgung von weiteren 900 GE:

NZB 1		NZB 2	
Aktiv	Passiv	Aktiv	Passiv
Sachvermögen (50 GE)	Bargeld (200 GE)	Sachvermögen (150 GE)	Bargeld (200 GE)
Ford. ggü GB (950 GE)	GB-Einlagen (400 GE)	Ford. ggü GB (450 GE)	GB-Einlagen (400 GE)
+ Ford. ggü GB (900 GE)	TARGET2-Verb. (100 GE)	- Ford. ggü GB (-450 GE)	+ GB-Einlagen (450 GE)
	+ TARGET2-Verb. (900 GE)	TARGET2-Ford. (100 GE)	Eigenkapital (100 GE)
	Eigenkapital (300 GE)	+TARGET2-Ford. (900 GE)	
=====	=====	=====	=====
1.900 GE	1.900 GE	1.150 GE	1.150 GE

Abbildung 4: Bilanzverlängerung durch TARGET₂

Offensichtlich ist das nicht mehr möglich, sobald die TARGET₂-Überweisungen das zurückführbare Aktivvermögen der NZB₂ übersteigen. Die unterste Bilanzzeile zeigt den Zustand nach weiteren 900 GE Zahlungseingängen. Die Kredite der NZB₂ an ihre Geschäftsbanken waren bereits nach der Überweisungsum-

me vollständig getilgt. Die Bilanzsumme musste mit der zweiten Hälfte der Überweisung zwangsläufig steigen.

Führt die Bilanzverlängerung der NZB₂ zu Inflation? Das hängt v.a. mit der Natur der den Überweisungen zugrunde liegenden Transaktionen zusammen. Wenn die TARGET₂-Salden entstanden sind, weil europäische Wirtschaftler ihre Vermögenswerte aus der Peripherie in die Kernländer transferieren, ist ein Anstieg der Verbraucherpreise nicht unmittelbar zu befürchten. Wer glaubt, sein Vermögen nun sicherer untergebracht zu haben als bisher, wird es nicht zu Konsumzwecken auflösen. Soweit es zu Preissteigerungen bei Vermögenspreisen kommt, ist dies Ausdruck der höheren vermuteten Sicherheit dieser Anlagen außerhalb der Peripherie.

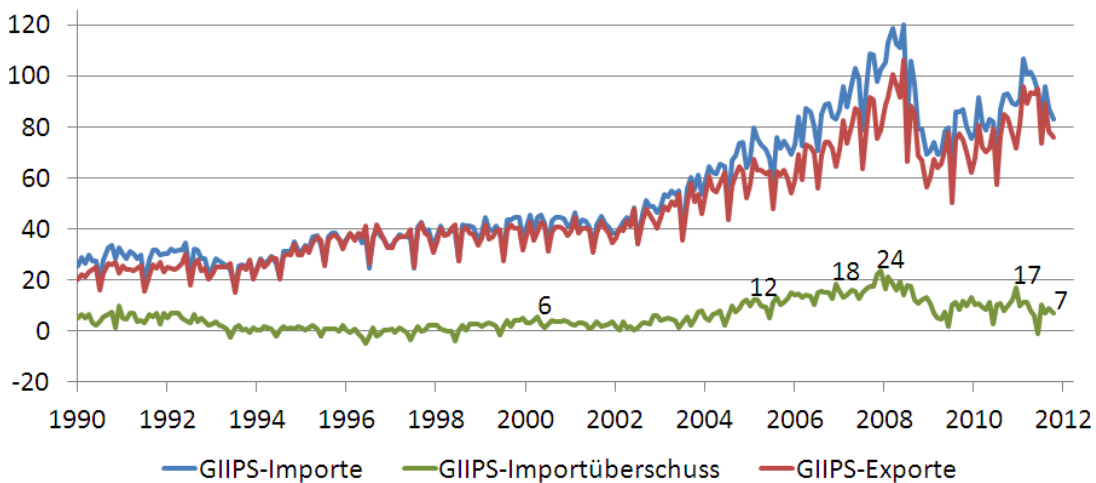


Abbildung 5: Entwicklung des Importüberschusses der GIIPS-Länder in Mrd. EUR
 Daten: OECD iLibrary

Ein Anstieg der Verbraucherpreise der Kernländer ist in diesem Zusammenhang nur als Folge der tatsächlichen Importnachfrage aus den Peripherieländern plausibel. Dabei ist es irrelevant, ob diese Importnachfrage über TARGET₂-Überweisungen bezahlt oder mittels Kreditaufnahme in den Exportländern finanziert wird. Ein direkter Zusammenhang zwischen dem Anstieg der Geldbasis und der Inflationsrate ist empirisch und theoretisch nicht zwingend. Der über alle sogenannten GIIPS-Länder aufsummierte Importüberschuss ist seit 2008 zudem erheblich zurückgegangen und befindet sich aktuell auf dem gleichen Niveau wie um die Jahrtausendwende (s. Abb. 5). Analog sollten auch die Risiken von über diesen Weg importierter Inflation für die Exportländer zurückgegangen sein.

Dass die zum Zwecke der Finanzmarktstabilisierung gelockerte Geldpolitik grundsätzlich Inflationsrisiken mit sich bringt, ist unbestreitbar. Die Risiken sind aber zum Einen nicht auf Deutschland beschränkt, selbst wenn die Einlagen vermehrt

bei deutschen Instituten gehalten werden. Diese nehmen dadurch lediglich Geschäfte wahr, welche bisher von ihrer europäischen Konkurrenz verwaltet wurden. Zum Anderen ist TARGET₂ für eine Erhöhung der Zentralbankgeldmenge (oder anderer Geldmengenaggregate) wieder weder hinreichend noch notwendig.

IV.4. Leistungsbilanzdefizite

Jeder Import muss finanziert werden, d.h. der Importeur muss das vom Exporteur verlangte Zahlungsmittel beschaffen. Dafür muss er Dienstleistungen, Güter oder Vermögen in den Währungsraum des Exporteurs verkaufen oder sich einen Kredit einräumen lassen. Im Aggregat können Leistungsbilanzdefizite, also Importüberschüsse, nur durch Kreditaufnahme finanziert sein. Nimmt ein Importeur heimisch Kredit und veranlasst eine Überweisung ins europäische Ausland, ergibt sich für sein Land eine TARGET₂-Verbindlichkeit. Nimmt er Kredit im Land des Exporteurs, ergibt sich diese Verbindlichkeit erst dann, wenn er den Kredit zurückzahlt.

Leidet ein Land unter Wettbewerbsschwäche und fährt damit dauerhaft Leistungsbilanzdefizite ein, so führt dies in dem Maße zu Geldabflüssen, wie die Leistungsbilanzdefizite über heimischen Zentralbankkredit finanziert wurden. Da nicht nur durch die Leistungsbilanz veranlasste Transaktionen zu transeuropäischen Überweisungen führen, heißt das aber nicht, dass aus einem TARGET₂-Saldo auf die Leistungsbilanz oder umgekehrt geschlossen werden kann.

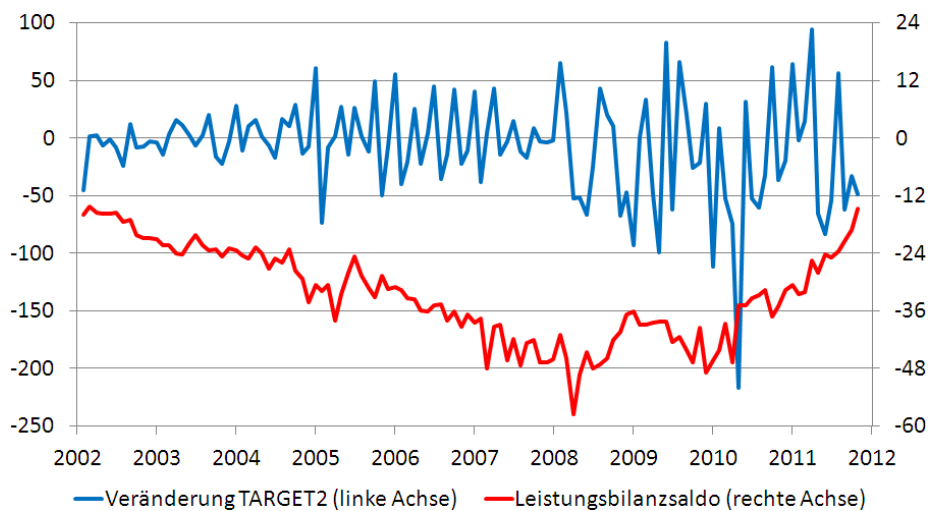


Abbildung 6: Änderung der TARGET₂-Position und Leistungsbilanzsaldo Griechenlands in Mrd. EUR (2002-2011)

Daten: www.iew.uni-osnabrueck.de/8959.htm und OECD iLibrary.

Abb. 6 vergleicht die monatliche Veränderung der TARGET₂-Verbindlichkeiten Griechenlands mit seinen Leistungsbilanzdefiziten von Januar 2002 bis Oktober

2011. Es ist zu erkennen, dass die Veränderungen im TARGET₂-Saldo deutlich stärker schwanken als das Leistungsbilanzdefizit. Die Korrelation beträgt 0,23; für Januar 2007 bis zum aktuellen Rand sogar nur 0,19. Die unmittelbare Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten scheint daher keinen nennenswerten Einfluss auf die TARGET₂-Salden zu haben.²⁴

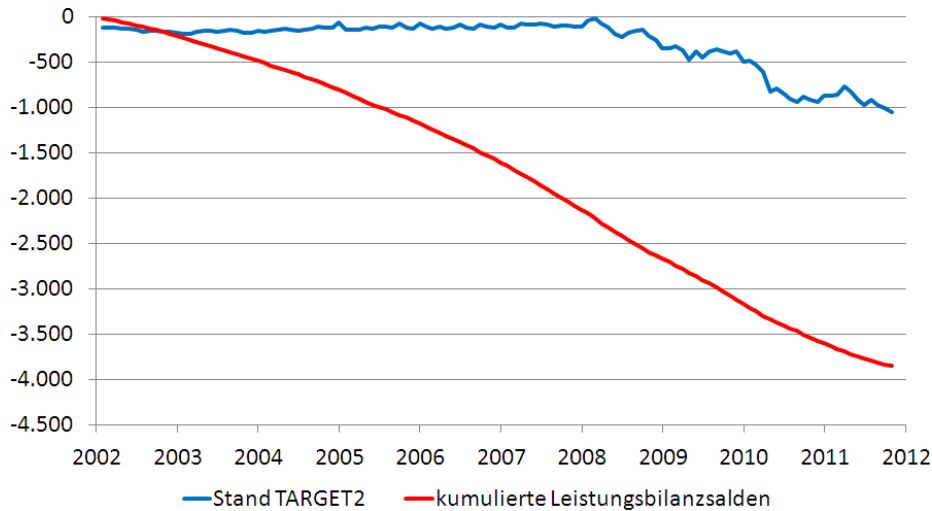


Abbildung 7: TARGET₂ und akkumulierter Leistungsbilanzsaldo Griechenlands in Mrd. EUR (2002-2011)

Daten: www.iew.uni-osnabrueck.de/8959.htm und OECD iLibrary.

Es ist natürlich denkbar, dass Leistungsbilanzdefizite durch Kreditlinien finanziert wurden, die nicht sofort, sondern erst bei einer späteren Kündigung eine Zahlung – und damit eine TARGET₂-Buchung – erzwingen. Dann würden die Buchungen im Zahlungssystem den Leistungsbilanzentwicklungen hinterherlaufen. Daher zeigt Abbildung 7 auch die kumulierten Leistungsbilanzdefizite sowie den absoluten TARGET₂-Schuldenstand für Griechenland. Es zeigt sich, dass die TARGET₂-Verbindlichkeiten nur einen relativ geringen Teil der in den letzten 10 Jahren akkumulierten Leistungsbilanzdefizite ausmachen. Dennoch hat dieser Anteil durch den Anstieg der TARGET₂-Salden seit 2008 erkennbar zugenommen.

Abb. 8 ist Sinn und Wollmershäuser (2011, S. 38) entnommen. Sie stellt die kumulierten Leistungsbilanzdefizite der GIPS-Länder (Griechenland, Irland, Portugal, Spanien) seit 2008 der Entwicklung ihrer TARGET₂-Schuld gegenüber. Die Autoren lesen daraus, dass die seither akkumulierten Leistungsbilanzdefizite der GIPS-Länder durch TARGET₂ finanziert wurden.²⁵ Damit meinen sie offensichtlich

²⁴Vgl. dazu auch Ulrich Bindseil und Philipp Johann König: „The economics of TARGET₂ balances“, SFB 649 Discussion Paper 2011-035, Economic Risk, HU-Berlin, 14.06.2011.

²⁵Hans-Werner Sinn und Timo Wollmershäuser: „Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB“, Ifo Working Paper No. 105, 24. Juni 2011, S. 34ff.

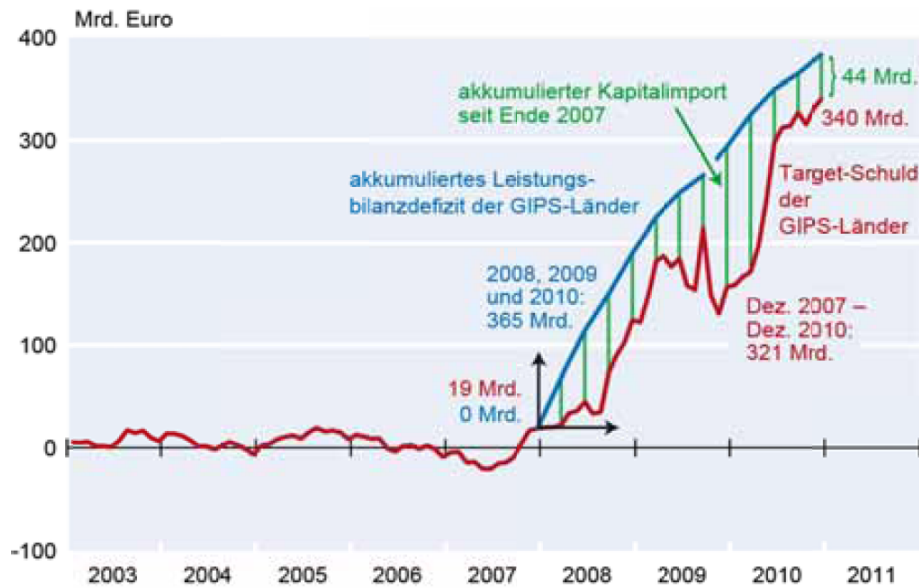


Abbildung 8: Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite der GIPS-Länder durch das TARGET₂-System

Quelle: Sinn und Wollmershäuser (2011)

lich — da das Zahlungssystem nur Überweisungen tätigen, aber keine Finanzierung bereitstellen kann — dass es zu einer heimischen Finanzierung von Nettoimporten gekommen ist. Einen wünschenswerten Zustand sehen die Autoren darin, dass der Wert heimisch finanzierter Importe für alle Euroländer ungefähr gleich ist. Dann entstünden so wie in den Jahren vor 2008 keine systematischen TARGET₂-Salden.

Sinn und Wollmershäuser (2011, S. 35) stellen fest, dass die Veränderung der TARGET₂-Schuld (ΔT) eines Euromitgliedslandes gleich der Summe aus Leistungsbilanzdefizit ($-LBX$) und Nettokapitalexport (KBX^N) sein muss, also

$$\Delta T = KBX^N - LBX.$$

Sie schreiben: „Äquivalent ist die Aussage, dass der Zuwachs der Target-Schuld jenem Teil des Leistungsbilanzdefizits eines Eurolandes [...] entspricht, der nicht durch [...] Kapitalimporte [...] finanziert ist [...].“ Das ist allerdings nicht zwingend der Fall. Angenommen, ein Land habe nichts exportiert, aber alle Importe IM restlos durch Kapitalimporte KI^{IM} finanziert. Dann ist es dennoch möglich, dass es zu einem Anstieg des TARGET₂-Saldos kommt, wenn es zusätzlich zu Kapitalflucht KX^{KF} kommt:

$$\Delta T = \underbrace{IM - KI^{IM}}_{\approx 0} + KX^{KF}$$

Dafür würden Wirtschaftler im Inland Zentralbankkredit nehmen, um damit im Ausland Vermögenswerte aufzukaufen. Jeder einzelne Güterimport mag dann privat durch das Ausland finanziert worden sein, und dennoch kann die heimisch durch Zentralbankkredit finanzierte Kapitalflucht zu TARGET₂-Verbindlichkeiten führen. Abbildung 8 ist daher sicher geeignet, die Größenordnung der TARGET₂-Salden zu beschreiben, indem festgestellt wird, dass das Gros der seit 2008 akkumulierten Leistungsbilanzdefizite über heimischen Zentralbankkredit finanziert worden sein *kann*. Sie versetzt aber nicht in die Lage, darüber zu urteilen, ob dies tatsächlich der Fall war.

Sinn und Wollmershäuser (2011) nehmen implizit an, dass es eine Art Priorisierung in der Kapitalbilanz gibt, so als würden alle Nettokapitalimporte primär zur Tilgung von Nettoleistungsbilanzdefiziten verwendet. Erst dass in einer zu Abb. 8 äquivalenten Darstellung für Irland die TARGET₂-Verbindlichkeiten höher ausfallen als die akkumulierten Leistungsbilanzdefizite, bedeutet für sie, dass es zu Kapitalflucht gekommen sei (S. 41). Es ist aber durchaus möglich, dass die Kapitalflucht viel größer war als diese Differenz. Das ist z.B. der Fall, wenn Exporteure aus den Kernländern ihren Peripherie-Kunden Kredit einräumen, aber vermögende Wirtschaftler gleichzeitig Guthaben aus der Peripherie abziehen, z.B., weil sie der Bonität des Geschäftsbankensektors misstrauen. Wesentlich ist nicht die Frage, ob dies im Fall einzelner Euroländer der Fall war oder nicht, sondern lediglich, dass ein Blick auf die TARGET₂-Salden keine Auskunft darüber geben kann.

Auf S. 37 schreiben Sinn und Wollmershäuser (2011) mit Bezug auf Abb. 8:

„Hätte sich die blaue Kurve der Leistungsbilanzdefizite ohne die Target-Kredite genauso entwickelt, wie sie es tat (was sicherlich nicht der Fall gewesen wäre), dann würde der Abstand von der kleinen Hilfs-Horizontalen, die in der Graphik eingezeichnet ist, bis zu dieser Kurve den akkumulierten Kapitalimport seit Ende Jahres 2007 messen. Mit der Target-Schuld, die sich aufgebaut hat, hat sich dieser Kapitalimport jedoch rechnerisch um die Target-Schuld verkleinert, d.h. der private Kapitalimport wurde durch den über das Zentralbanksystem erzwungenen Kapitalimport ersetzt [...].“

Es ist aber auch möglich, dass sich der Kapitalimport nicht um die TARGET₂-Schuld verkleinert, sondern der Kapitalexport um jenen Betrag erhöht. Da anhand von Nettogrößen argumentiert wird, führen beide Vorgänge zum selben Ergebnis. Die zitierte Behauptung schließt diesen Fall nur dann ein, wenn man statt „Kapitalimport“ „Nettokapitalimport“ liest. Dadurch verschwindet aber — wie eben erklärt — der notwendige Zusammenhang mit einem unterfinanzierten Leistungsbilanzdefizit.

Ohne Frage zeugen die andauernden Leistungsbilanzdefizite einiger Euroländer von mangelnder internationaler Wettbewerbsfähigkeit. Es ist auch nicht zu bestreiten, dass diese sich in den monierten Salden niederschlägt, ohne dass das Ausmaß allerdings daran abgelesen werden kann. Aber ist das Zahlungssystem der richtige Angriffspunkt für Reformen? Auch ein Leistungsbilanzüberschuss kann mit einer TARGET₂-Verbindlichkeit einhergehen, wenn es parallel zu einem hohen Kapitalexport kommt. Andererseits ist ein Leistungsbilanzdefizit auch mit TARGET₂-Forderungen vereinbar, wenn entsprechend hohe Kapitalzuflüsse bestehen. Damit ist eine TARGET₂-Verbindlichkeit für ein Leistungsbilanzdefizit weder hinreichend noch notwendig.

V. Umgehungsmöglichkeiten von TARGET₂

Allen geforderten Modifikationen an TARGET₂ ist gemein, dass sie den innereuropäischen Zahlungsverkehr erheblich stören und somit einen eklatanten Verstoß gegen Art. 127 (2) AEUV darstellen würden.²⁶ Überweisungen über TARGET₂ würden verteuert, bei den meisten Vorschlägen jedoch sogar ganz gestoppt, sobald bestimmte Voraussetzungen gegeben sind. Das hätte zur Folge, dass die Zahlung nicht oder nur verspätet ankommt, die ein solventer französischer Importeur seinem deutschen Zulieferer überweist, ohne dass der Importeur darauf Einfluss hat und ohne, dass der deutsche Zulieferer dieses Risiko bei Vertragsabschluss einschätzen kann. Jede solche Regelung spricht gegen den Geist der wirtschaftlichen Freiheiten in der EU.

Ebenfalls übersehen alle geforderten Modifikationen, dass wesentliche Teile des Zahlungsverkehrs auf Bargeldtransfers übergehen könnten, wenn TARGET₂ erheblich gestört würde (s. Abb. 9).²⁷ Die geringe Bedeutung des Bargeldverkehrs für den transeuropäischen Handel ist eine Folge funktionierender bargeldloser Zahlungsverkehrssysteme. Ein Ausweichen auf Bargeldtransporte wäre durch Kooperationen mehrerer europäischer Großbanken problemlos, wenngleich nicht kostenlos, möglich.

Eine andere Möglichkeit bestünde darin, dass die beauftragende Geschäftsbank der empfangenden Geschäftsbank die zur Erlangung eines Zentralbankkredites notwendigen Sicherheiten übereignet. Dann würde der für die Transaktion notwendige Kredit eben nicht im Importland, sondern im Exportland geschöpft (s. Abb. 10). Dazu bräuchte eine Peripherie-Geschäftsbank lediglich eine Tochtergesellschaft im Kernland gründen oder erwerben, die sich bei der dortigen NZB refinanzieren kann.

²⁶Art. 127(2): „Die grundlegenden Aufgaben des ESZB [gleichbedeutend: Eurosystems] bestehen darin, [...] das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern.“

²⁷Zu Bedeutung und Behandlung von Banknoten, siehe unten Abschnitt VII.

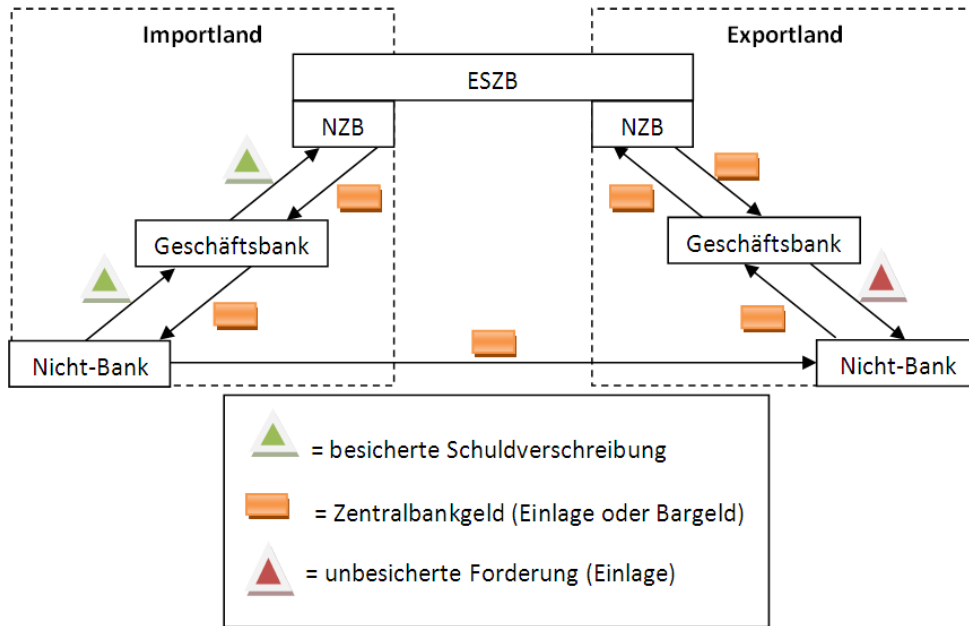


Abbildung 9: Schema eines bar bezahlten Imports

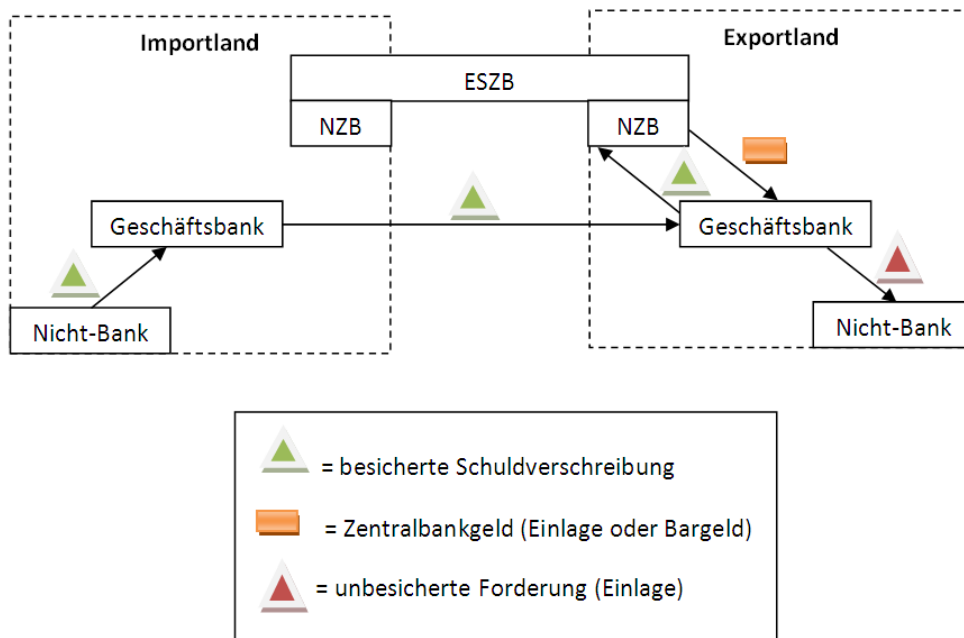


Abbildung 10: Schema eines mit Sicherheitenübertragung bezahlten Imports

Die Umgehungsmöglichkeiten deuten bereits an, dass Modifikationen allein am bargeldlosen Überweisungssystem Substitutionseffekte mit sich bringen. Ein vermehrtes Ausweichen auf den Bargeldverkehr erhöht zwar die monetäre Seignorage, versenkt aber andererseits auch hohe Transaktionskosten für Herstellung, Transport, Zählung und Lagerung. Darüberhinaus erleichtert ein höherer Bargeldverkehr Geldwäsche. Um das zu vermeiden, müssten sinnvolle Reformen den bargeldlosen sowie den Bargeldverkehr in vergleichbarer Weise behandeln.

VI. Vermeintlich sinnvolle Modifikationen an TARGET₂

VI.1. Deckelung (Caps)

Eine Deckelung der TARGET₂-Salden ist schon deshalb schwierig, weil es sich um ein Bruttozahlungssystem handelt, d.h. die tatsächlichen Salden stehen erst zum Ende eines Arbeitstages fest. Für eine sinnvolle Deckelung würden allerdings Informationen über die Echtzeit-Salden benötigt. TARGET₂ müsste in ein Nettozahlungssystem umgewandelt werden, bei welchem ab einem kritischen Saldo ausgehende Überweisungen nur noch in dem Maße ausgeführt werden, wie wertgleich Überweisungen eingehen.

Weitere Regelungen müssten gefunden werden, die verhindern, dass die Diskriminierung der Zahlungsaufträge gemäß der Auftragsreihenfolge ausgenutzt wird. Bei stockender Abwicklung hat ein früher Auftrag einen Zeitvorteil gegenüber einem späteren. Es bestünde der Anreiz, höhere Beträge als notwendig auf Konten in den Kernländern zu überweisen, denn das verlangsamt tendenziell die Abwicklung späterer Aufträge anderer Wirtschaftler und versetzt gleichzeitig in die Lage, selbst Zahlungsdienste in den Kernländern anzubieten. Solange alle Marktteilnehmer der Überzeugung sind, dass eine Überweisung von Deutschland nach Griechenland in fünf Minuten abgewickelt ist, während sie umgekehrt mehrere Wochen dauern kann, haben auch alle den Anreiz, möglichst viel Geldvermögen in Deutschland anzulegen. Die bereits jetzt zu beobachtende Kapitalflucht aus der Peripherie in die Kernländer würde dadurch erheblich verstärkt.

Da eine Deckelung schwer kalkulierbare Zahlungsrisiken schafft und nach der ökonomisch irrelevanten Auftragsreihenfolge diskriminiert, ist sie einem Zollregime eindeutig unterlegen. Dort wäre immerhin die Gleichbehandlung gleichartiger Transaktionen gewährleistet. Die für Importzölle der Peripherieländer notwendige Wiedereinführung von Grenzkontrollen würde zugleich eine Einschränkung von Bargeldtransfers ermöglichen. Der Deckelungsvorschlag müsste dafür die Ausgabe von Bargeld insgesamt, und nicht nur seinen grenzüberschreitenden Verkehr, begrenzen. Offensichtlich wäre dies eine faktische Rückabwicklung der Währungs- und Wirtschaftsunion. An den tatsächlichen ökonomischen Problemen ändern weder Decke-

lungsvorschriften noch Importzölle etwas. Letztere würden den Euro-Staaten aber wenigstens Steuereinnahmen bringen, während die Deckelung lediglich private und öffentliche Transaktionskosten schafft. Aus diesen Erwägungen ist eine Deckelung abzulehnen.

VI.2. Strafzinsen

Schlesinger (2011) schlägt eine Begrenzung der TARGET2-Salden durch einen Aufschlag auf den bereits anfallenden Zinssatz der Hauptrefinanzierungsfazilität vor.²⁸ Im Rahmen der bisherigen Berechnung des monetären Einkommens hätte dies allerdings, wie bereits in Abschnitt III.1 angedeutet, keine Relevanz, da Zinserträge und -aufwendungen aus Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten als Vorauszahlung für die Verteilung des monetären Einkommens behandelt werden. Die höheren Zinserträge der Gläubiger-NZB würden daher 1:1 zu einer Verringerung ihres Anteils am monetären Einkommen des Eurosystems führen.²⁹

Dabei ist die Zinshöhe für die TARGET2-Salden völlig unerheblich, wie folgendes Zahlenbeispiel illustrieren soll. Wir nennen zwei beliebige NZB des Eurosystems NZB₁ und NZB₂. KA_1 und KA_2 sind ihre Kapitalanteile an der EZB. Das gesamte zu verteilende monetäre Einkommen am Ende einer Rechnungsperiode beträgt ME . Angenommen, eine Verzinsung der Intra-Eurosystem-Salden findet nicht statt. Der Anteil jeder NZB π_i am ME entspricht dann $\pi_i = ME \cdot KA_i$. Es gilt

$$\frac{\pi_1}{KA_1} = \frac{\pi_2}{KA_2}.$$

Der errechnete Anteil jeder NZB am monetären Einkommen ME wird mit den Erträgen verrechnet, welche die NZB bereits im Laufe der Rechnungsperiode erhalten hat. Die Differenz wird über TARGET2 ausgeglichen. Nehmen wir nun an, die Verrechnung der tatsächlichen Einkommensverteilung mit der eben beschriebenen Zieleinkommensverteilung bewirke einen ausgleichenden Überweisungsbetrag ΔA von NZB₁ an NZB₂. Der TARGET2-Forderungsbestand von NZB₂ betrug vor der Gewinnverrechnung A und danach $A + \Delta A$.

Was passiert nun, wenn ein Zins i erhoben wird? Die Zinszahlungen wurden bereits während der Rechnungsperiode über TARGET2 übertragen, so dass der TARGET2-Saldo von NZB₂ vor der Gewinnverrechnung $A \cdot (1 + i)$ beträgt. Die Höhe des zu verteilenden monetären Einkommens verändert sich nicht, da sowohl der Zinsertrag der NZB₂ als auch der Zinsaufwand der NZB₁ hinzugerechnet werden.

²⁸Helmut Schlesinger: „Die Zahlungsbilanz sagt es uns“, ifo-Schnelldienst 2011, Vol. 64 (16), S. 9-11.

²⁹Wir danken der EZB und Herrn Dr. Lipponer von der Deutschen Bundesbank für klärende Erläuterungen zu diesen Zusammenhängen.

Da die Kapitalanteile sich ebensowenig verändern, bleibt auch die Zieleinkommensverteilung beider NZB identisch. Die einzige Änderung besteht daher in der notwendigen Ausgleichsüberweisung von NZB₁ an NZB₂. Die beträgt nun nicht mehr ΔA , sondern $\Delta A - i \cdot A$, weil die erhaltenen Zinszahlungen $i \cdot A$ als Anzahlung behandelt werden.³⁰ Nach der Gewinnverrechnung beträgt daher der TARGET₂-Forderungsbestand von NZB₂: $A \cdot (1 + i) + (\Delta A - i \cdot A) = A + \Delta A$. Die Zinshöhe hat somit weder einen Effekt auf die Einkommensverteilung noch auf die Höhe der TARGET₂-Salden.

Um tatsächlich einen Effekt hervorzurufen, müsste man die Zinserträge und -aufwendungen aus der Berechnung des monetären Einkommens herausnehmen. Dann würden Gläubiger-NZB tatsächlich von der Zinshöhe profitieren. Dadurch käme es allerdings nicht zu einer Rückführung der TARGET₂-Salden, sondern zu ihrer Erhöhung um die akkumulierte Verzinsung. Wenn die Zinszahlungen Anreize für die NZB setzen sollten, ihre Verbindlichkeiten zurückzuführen, ist nicht klar, wodurch diese das tun könnten, wenn man von störenden (vertragswidrigen) Eingriffen in den Überweisungsverkehr absieht.

VI.3. *Besicherung und automatische Tilgung*

Die Pflicht zur Besicherung oder Tilgung von Forderungen innerhalb des Eurosystems würde eine Beschränkung der internen Zahlungsfähigkeit von NZB erfinden. In der Folge müssten transeuropäische Überweisungen gestoppt werden, sobald der auftragenden NZB weitere Vermögenswerte fehlen. Wie auch schon bei der Deckelung hätten Wirtschaftler einen Anreiz, möglichst schnell und umfassend Vermögen in die Kernländer zu transferieren. Es bestünde ebenfalls der Anreiz, auf TARGET₂ umgehende Konstruktionen auszuweichen.

Bindseil und König (2011) haben dargelegt, wie es ein solches System Wirtschaftlern ermöglichen würde, gegen den Verbleib eines Landes in der Eurozone zu spekulieren. Durch Kreditaufnahme im potentiellen Austrittsland und Überweisung des Geldvermögens ins europäische Ausland würde die Regierung gezwungen, immer mehr Ressourcen zur Aufrechterhaltung der Teilnahme an TARGET₂ aufzuwenden.³¹ Dass es tatsächlich zu einem Austritt aus der Eurozone aufgrund einer solchen Regelung kommen würde, darf bezweifelt werden. Wahrscheinlicher erscheint uns, dass die Regelung erst abgewandelt und schließlich ausgesetzt würde.

³⁰Vgl. dazu auch den Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für 2011, S. 159: „Alle Zinsaufwendungen, die von einer nationalen Zentralbank auf die aufgeführten Positionen der monetären Basis [darunter auch TARGET₂-Salden] geleistet wurden, verringern den Betrag der abzuführenden monetären Einkünfte der jeweiligen nationalen Zentralbank.“

³¹Ulrich Bindseil und Philipp Johann König: „*The economics of TARGET₂ balances*“, SFB 649 Discussion Paper 2011-035, Economic Risk, HU-Berlin, 14.06.2011, S. 26.

Von diesem Glaubwürdigkeitsproblem abgesehen, liegt der Vergleich einer solchen Regelung mit einer währungsübergreifenden Freihandelszone innerhalb eines Goldstandards oder einer Wechselkursbindung nahe. In beiden Fällen muss ein dauerhaftes Importland den Wechselkurs zum Gold oder zu einer Referenzwährung durch Aufbringung von Ressourcen verteidigen. Immerhin können die Interventionspflichten in einem einvernehmlichen Festwechselkurssystem derart ausgestaltet sein, dass Importländer bei der Verteidigung ihrer festen Wechselkurse von den Exportländern unterstützt werden. In jedem Fall wäre es einem Importland jederzeit möglich, abzuwerten, um die unmittelbaren Kosten der Wechselkursstützung zu senken. Der Austritt aus einer Währungsunion gestaltet sich hingegen deutlich aufwendiger.

Eine zentrale Frage der Besicherung ist, unter welchen Umständen überhaupt auf die hinterlegten Sicherheiten zurückgegriffen werden soll. Der Ausfall des Zentralbankkredites an eine Geschäftsbank kann es nicht sein, da nicht nachvollziehbar ist, welcher Zentralbankkredit mit welcher TARGET2-Überweisung in Zusammenhang steht. Außerdem fällt der Kreditverlust – wie schon erwähnt – bei allen NZB an. Wollte man ein vermutetes Moral-Hazard in der Kreditvergabe der NZB senken, könnte man diese Verlustabwälzung von der kreditgebenden NZB auf das Eurosystem auf beispielsweise 70% der Abschreibungen begrenzen. Dann würden mindestens 30% des Verlustes bei jener NZB verbleiben, die den Kredit ursprünglich vergeben hat. Eine Besicherung oder Tilgung von TARGET2-Salden wäre dafür unnötig.

Wahrscheinlich zielen die Forderungen nach Vermögensübertragung oder Besicherung nicht auf den laufenden Betrieb der Währungsunion, sondern auf ihr eventuelles Auseinanderbrechen. Es ist aber offensichtlich, dass keine NZB ein Interesse hätte, in einem solchen Zahlungssystem und der aufkommenden Möglichkeit des Austritts tatsächlich Vermögen in relevantem Umfang einzusetzen. Gerade wenn es notwendig werden sollte, eine Neuwährung einzuführen, braucht eine Notenbank einen Vermögensbestand, der der neuen Währung das notwendige Anfangsvertrauen verleiht. Die NZB hätten fortan den Anreiz, eigene Aufträge zu unterbrechen oder abzuweisen und nur noch fremde Aufträge entgegenzunehmen, um im Falle eines Euroaustritts einen hohen Vermögensbestand aufzuweisen.

Angenommen, eine Störung des Zahlungsverkehrs durch die NZB würde auf Grundlage des Art. 127(2) AEUV effektiv unterbunden. Dann müsste die Regierung eines dauerhaften Importlandes ihre NZB wegen deren ständiger Nachschusspflicht regelmäßig rekapitalisieren. Es ist nicht ersichtlich, wie dadurch die Wettbewerbsfähigkeit oder die Haushaltslage des Importlandes verbessert werden könnte. Eher würde dadurch der Anreiz verstärkt, eine Senkung von Kapitalflucht und Importen über verwaltungstechnische Eingriffe in den Wirtschaftsablauf zu realisieren.

Zuletzt ist auch nicht einzusehen, weshalb die Euro-Peripherieländer einer Regelung zustimmen sollten, welche ihnen die Kosten der Fortführung wie auch des Scheiterns der Währungsunion einseitig aufzuerlegen versucht, ohne zur Beseitigung der tatsächlichen ökonomischen Probleme beizutragen. Aus Sicht der Kernländer ergibt sich ebenfalls kein Vorteil aus der Besicherung, solange die Währungsunion bestehen bleibt.³²

VI.4. Euro Standard Bills

Sinn und Wollmershäuser³³ sowie EEAG (2012)³⁴ schlagen die Schaffung von Euro Standard Bills (ESB) vor. Diese wären von Euro-Mitgliedsländern national begeben, standardisierte und einheitlich überwachte Staatsschuldtitel mit kurzer Laufzeit. ESB hätten Vorrang gegenüber sonstigen Staatsschuldtiteln und müssten mittels eines festgelegten Anteils einer Steuer oder über Immobilienwerte besichert sein. In regelmäßigen Abständen würden die NZB verpflichtet sein, ihre TARGET₂-Verbindlichkeiten durch Übertragung solcher ESB zu tilgen. Dadurch hielten einerseits die bisherigen TARGET₂-Gläubiger real besicherte Wertpapiere statt unbesicherter Intra-Eurosystem-Forderungen. Zum Zweiten würden die Refinanzierungskosten der Peripherie-Banken auf ein angemessenes Marktniveau gehoben und nicht länger subventioniert werden. Dadurch bestünde für die Geschäftsbanken wieder der Anreiz sich stärker über den Interbankenmarkt zu refinanzieren.³⁵ Da es sich um ein Tilgungssystem handelt, gelten uneingeschränkt die Einwände des letzten Abschnitts. Im Folgenden wird daher nur auf die konkrete Ausgestaltung des ESB-Vorschlags eingegangen.

Es stellt sich zuerst die Frage, wie eine Schuldner-NZB, welche ESB übereignen soll, in den Besitz dieser Papiere kommen kann. Würde man ESB aus dem Ausland erwerben, würde dies zu einer *zusätzlichen* TARGET₂-Verbindlichkeit in gleicher Höhe führen.³⁶ Daher ist die gewünschte Tilgung nur durch Nettoexport heimischer ESB durch die Schuldner-NZB möglich. Die Peripherie-NZB müsste also versuchen, in den Besitz nationaler Schuldtitel zu gelangen. Diese Notwendigkeit steht in klarem Widerspruch zum Verbot der monetären Staatsfinanzierung (Art. 123 AEUV), womit zumindest ein direkter Aufkauf am Primärmarkt ausgeschlossen ist.

³²Den Fall eines Austritts aus dem Währungsraum behandelt Abschnitt VIII.

³³Hans-Werner Sinn und Timo Wollershäuser: „*Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*“, NBER Working Paper No. 17626, November 2011, S. 28.

³⁴EEAG European Economic Advisory Group at CESifo: „*The EEAG Report on the European Economy 2012*“, 27 February 2012.

³⁵EEAG European Economic Advisory Group at CESifo: „*The EEAG Report on the European Economy 2012*“, 27 February 2012, S. 77.

³⁶Effektiv könnten ausländische ESB heimische TARGET₂-Salden tilgen, wenn die Gläubiger für jeden Euro an ESB auf mehr als einen Euro an TARGET₂-Forderungen verzichteten. Das entspräche einem freiwilligen Forderungsschnitt, der kaum im Interesse der Initiatoren des Vorschlags liegen dürfte.

Am Sekundärmarkt könnten NZB die Papiere dem heimischen Finanzsektor abkaufen. ESB wären attraktiver als unbesicherte Staatsanleihen, weil sie aufgrund der Besicherung und der Nachfrage durch die NZB eine stabilere Refinanzierungsgrundlage bieten. Um an genügend ESB zu gelangen, müsste die NZB für diese günstigere Refinanzierungskonditionen einräumen. Ansonsten würden Geschäftsbanken bevorzugt die herkömmlichen Staatsanleihen zur Besicherung von Refinanzierungsgeschäften einsetzen und die ESB selbst halten. Umso mehr Zentralbankguthaben ins Ausland überwiesen werden, umso größer wird der Bedarf der NZB an ESB, den sie nur über den Geschäftsbankensektor decken kann. Damit verbessern die Geschäftsbanken durch Kapitalflucht tendenziell ihre nationalen Refinanzierungsbedingungen.

Dieser Mechanismus würde umgangen werden, wenn die Regierung der NZB die zur Tilgung notwendigen ESB unentgeltlich zur Verfügung stellt. Dies wäre keine monetäre Staatsfinanzierung, weil die Regierung keine Zahlungsmittel erhielte. Vielmehr könnte man den Vorgang als Rekapitalisierung mittels Übertragung von besicherten Forderungen betrachten. Wenn aber sowohl grenzüberschreitender als auch nationaler Markterwerb der ESB umgangen werden, erübrigt sich die Schaffung der ESB überhaupt. Stattdessen könnte jede Regierung einen Pool aus Immobilienvermögen und Steuerverwendungszusagen schaffen, der ausdrücklich allein der Sicherung und Tilgung der NZB-Verbindlichkeiten dient. Neben deutlich geringeren Kosten hätte dies den Vorteil, dass die Verbindlichkeiten, sofern ihre Summe unterhalb des Poolvermögens liegt, entsprechend übersichert wären.

Selbst wenn Salden mittels ESB-Übertragung getilgt werden, entstehen sie zudem bei Fälligkeit der ESB automatisch und in gleicher Höhe wieder, da die Tilgung notwendig durch Überweisung von Euro-Guthaben erfolgt. Zur Finanzierung der Tilgung könnte die Peripherie-Regierung ihren Geschäftsbanken neue ESB verkaufen. Die ihr dabei zufließenden Mittel würden verwendet, um die ausländischen Gläubiger-NZB zu befriedigen. Der TARGET₂-Saldo entstünde dadurch von Neuem. Da die ESB eine kurze Laufzeit aufweisen sollen, müsste konsequenterweise auch die Tilgung in entsprechend kurzen Abständen erfolgen.

Die Ansicht, dass ESB den Geschäftsbanken Anreize setzen könnten, sich stärker über den Interbankenmarkt anstelle über ihre NZB zu refinanzieren, beruht auf einem unzulässigen Vergleich des Eurosystems mit dem US-amerikanischen Zentralbanksystem. Dort sind die Geschäftsbanken Anteilseigner der jeweiligen District-Feds, dem US-amerikanischen Äquivalent der europäischen NZB. Kosten, die den District-Feds im Rahmen des Interdistrict Settlement Accounts (ISA), dem US-amerikanischen Pendant der TARGET₂-Buchungen, entstehen, fallen damit direkt auf die in der jeweiligen Region ansässigen Geschäftsbanken zurück. Sie müssen daher zwischen der Refinanzierung am Interbankenmarkt oder bei ihrer District-Fed abwägen.

Im Eurosystem sind die Nationalstaaten Eigentümer der NZB. Um eine Äquivalenz zum ISA-System herzustellen, müssten die europäischen NZB in der Lage sein, die Kosten für die Beschaffung von ESB auf die nationalen Geschäftsbanken zu überwälzen. Nur eine gezielt unterschiedliche Refinanzierungspolitik der EZB gemäß den Herkunftsländern der Geschäftsbanken könnte dieses Kalkül herbeiführen. Daher ist uns nicht ersichtlich, inwieweit die Tilgung von TARGET2-Salden mittels ESB die Refinanzierungsentscheidung der Geschäftsbanken beeinflussen sollte.

Im Übrigen schweigen die Autoren dazu, was passieren soll, wenn eine NZB die Tilgung nicht ermöglichen kann. In den USA ist der ISA-Ausgleich die Regel, aber kein Automatismus. Gerade in den letzten Jahren wurde er mehrfach ausgesetzt. Daher haben sich in den Jahren 2009-2011 ähnlich wie im Euroraum ISA-Forderungen bei der Federal Reserve Bank of New York gegenüber den District-Feds von San-Francisco und Richmond angehäuft. Ursache für diese Entscheidung ist die unzureichende Zahlungsfähigkeit der dort ansässigen Großbanken.³⁷

VI. 5. Markt für handelbare Verschuldungs- oder Überweisungsrechte

Fahrholz und Freytag (2011) schlagen einen Markt für handelbare Verschuldungsrechte vor. Eine europäische Einrichtung solle zu diesem Zweck die jährliche Menge des Kreditwachstums für den gesamten Euroraum festlegen und anteilig auf die Länder verteilen.³⁸ Wir sehen prinzipiell vier Ebenen, die damit angesprochen sein könnten:

- (1) Die Kreditvergabe der NZB könnte von der EZB mengenmäßig beschränkt werden. Dafür bräuchte es keine Zertifikatelösung. Die EZB könnte das gewünschte Geldmengenwachstum gemäß dem Kapitalschlüssel auf die NZB verteilen und ihnen das Recht nehmen, darüber hinaus Zentralbankgeld zu schöpfen. Bestünde danach in einem Mitgliedsland höherer Refinanzierungsbedarf als in anderen, so könnte eine Refinanzierung auf dem Interbankenmarkt zu variablen Marktkonditionen stattfinden.
- (2) Die Kreditvergabe der Geschäftsbanken an ihre Schuldner könnte beschränkt werden. Auch dafür bräuchte es keine Zertifikatelösung. Höhere Mindestreserven würden eine stärkere Bindung der Geschäftsbanken an die Zentral-

³⁷Bijlsma, Michiel und Jasper Lukkezen (2012): „TARGET2 of the ECB vs. Interdistrict Settlement Account of the Federal Reserve“, www.eurointelligence.com, 15. März 2012.

³⁸Christian Fahrholz, Andreas Freytag: „Realwirtschaftliche Aspekte der gegenwärtigen Krise im Eurosystem: Ursachen, Wirkungen und Reformansätze Whither the TARGET2 System?“, in Applied Economics Quarterly, Konjunkturpolitik, Vol. 57 (1), 2011, Duncker & Humblot, Berlin, S. 23, sowie „Realwirtschaftliche Aspekte der gegenwärtigen Krise im Eurosystem: Ursachen, Wirkungen und Reformansätze“, Working Papers on Global Financial Markets, No. 21, Juli 2011, S. 12. und A Way to Solve the European Balance of Payments Crisis? Take a Chance on Market Solutions!, CESifo Forum, Vol. 13 (Special Issue), S. 77-82.

bankgeldmenge sicherstellen. Im Extremfall einer 100%-igen Mindestreservepflicht besäße die EZB die völlige Kontrolle über die Giralgeldmenge.

- (3) Die Kreditvergabe an öffentliche Schuldner könnte beschränkt werden, indem Zertifikate für die Ausgabe von Schuldscheinen notwendig sind. Die Umsetzung dieses Vorhabens wäre voraussichtlich prohibitiv umständlich. Wie sollte die einzelne Sparkasse kontrollieren können, ob der Überziehungskredit einer Kommune tatsächlich durch Verschuldungszertifikate gedeckt ist? Wie würden Zahlungsverpflichtungen behandelt, welche ein öffentlicher Schuldner trotz mangelnder Zertifikate eingegangen ist? Wie glaubwürdig wäre diese Regelung tatsächlich im Zweifelsfall? Im Übrigen ist ein Zusammenhang mit TARGET₂ nicht ersichtlich.
- (4) Die nationale Gesamtverschuldung kann nicht sinnvoll exogen beschränkt werden, denn darunter würden auch Zahlungsverpflichtungen zählen, welche nicht im Zuge einer Übertragung von Zahlungsmitteln entstanden sind. Jede Art privaten Zahlungsaufschubs müsste dafür reguliert werden.

Statt eines Marktes für handelbare Verschuldungsrechte wäre ein Markt für handelbare Überweisungsrechte denkbar, um die Verknappung an Überweisungen durch einen Preismechanismus zu steuern. Neben der Grundausstattung von Finanzinstituten mit diesen Rechten gemäß einem zu bestimmenden Verteilungsschlüssel gäbe es ein festes Kontingent an Überweisungsrechten, welche im Wege öffentlicher Auktionen wöchentlich oder monatlich zugeteilt würden. Die Überweisungsrechte würden den möglichen unbaren Zahlungsverkehr auf zweierlei Weise verknappen. Einerseits stellte das Volumen der Rechte eine feste Grenze dar. Andererseits würde ein Teil dieses Volumens für die Bezahlung von aus den Kernländern importierten Überweisungsrechten benötigt werden.

Weil TARGET₂ ein Bruttoüberweisungssystem ist, müsste das zugeteilte Volumen der Überweisungsrechte sinnvollerweise in der Größenordnung der Gesamtheit der Überweisungen und nicht lediglich der erstrebten Höchstsaldobeträge liegen. Der Gesamtwert der Überweisungen beträgt ein Vielhundertfaches der Nettoforderungen, so dass keine effektive Begrenzung der Salden ermöglicht würde.³⁹

Der Effekt einer solchen Regelung könnte sogar eine Verschärfung der TARGET₂-Salden sein. Schließlich würden Geschäftsbanken in der Peripherie nicht nur untereinander, sondern auch in Konkurrenz mit den Geschäftsbanken der Kernländer für Überweisungsrechte bieten. Zahlt die Peripherie dann die besseren Preise, weil die Verschuldungsbereitschaft dort höher ist, könnte auch eine Verdrängung der Importe der Kernländer durch Importe der Peripherieländer resultieren. Das ist umso

³⁹Laut EZB-Homepage wurden 2011 im Schnitt 2.385 Mrd. EUR pro Tag überwiesen (www.ecb.int/paym/t2/html/index.en.html bzw. www.ecb.int ⇒ „Payments & Markets“ ⇒ „TARGET₂“, Zugriff am 3. Juli 2012).

wahrscheinlicher, wenn die Importe aus den Peripherieländern leichter durch außereuropäische Importe substituierbar sind als die Importe aus den Kernländern. Dazu kommt die mögliche Verdrängung von Exporten aus der Peripherie in die Kernländer durch Kapitalflucht.

Angenommen, die Überweisungsrechte würden durch Inanspruchnahme nicht verfallen, sondern auf den Überweisungsempfänger übergehen. Dann wäre es tatsächlich möglich, die Forderungssalden effektiv zu begrenzen, weil nur noch Überweisungsrechte in Höhe des gewünschten Maximalsaldos ausgegeben werden bräuchten. Überweisungen aus Kernländern in die Peripherie wären dann billiger als umgekehrt. Im Gegensatz zu den von Sinn und Wollmershäuser (2011) vorgeschlagenen Euro Standard Bills würden handelbare Überweisungsrechte in dieser Form die Kosten der Saldenbegrenzung tatsächlich auf die Geschäftsbanken überwälzen. Allerdings könnten die Finanzinstitute der Peripherie in diesem Fall Tochtergesellschaften in den Kernländern erwerben oder gründen, denen sie grenzüberschreitende Überweisungen zukommen lassen. Diese Tochtergesellschaften würden dann fällige Zahlungen innerhalb der Kernländer problemlos über den nationalen Zahlungsverkehr vornehmen und die erhaltenen Überweisungsrechte an das Mutterinstitut zurückübertragen.

Wären schließlich grenzüberschreitende Übertragungen der Überweisungsrechte nicht möglich, so dass diese nur im Zuge des Überweisungsverkehrs von einem Land ins andere transferiert werden könnten, würde sich die Institution handelbarer Zertifikate schließlich ganz erübrigen. Günstiger wäre dann die bereits beschriebene Deckelung der TARGET2-Salden. Die Geschäftsbanken in der Peripherie wären dann bemüht, vorsorglich möglichst große Beträge auf Konten in den Kernländern zu transferieren. Zwischen verschiedenen Peripherie-Geschäftsbanken würden dann diese Auslandsguthaben gehandelt werden, anstelle der Rechte, Guthaben überhaupt erst ins Ausland zu überweisen. Im Ergebnis stellen weder handelbare Verschuldungs- noch handelbare Überweisungsrechte einen sinnvollen Eingriff in den europäischen Zahlungsverkehr dar.

VII. Die Behandlung von Banknoten

Bei der Ausgabe von Banknoten und ihrem Transfer in ein anderes Euro-Mitgliedsland besteht das gleiche Problem für den Eigenkapitalausweis der NZB wie bei der Schaffung von Zentralbankguthaben und ihrer Überweisung mittels TARGET2.⁴⁰ Da der Grenzübergang von Banknoten nicht festgestellt wird, erfolgt der Ausgleich hier auf anderem Wege. Von den jeden Monat in der Eurozone ausgegebenen Bank-

⁴⁰Darauf hat bereits John Whittaker: „*Eurosystem debts, Greece, and the role of banknotes*“, Monetary Research, Lancaster University Management School, 14. November 2011, hingewiesen.

noten werden 92% den NZB gemäß ihrem Kapitalschlüssel als (passiver) Bargeldposten in der Bilanz verbucht. Die restlichen 8% erhält die EZB als Passivposten. Die Differenz zur tatsächlichen Ausgabe von Banknoten wird zusätzlich als Forderung oder Verbindlichkeit aus der Begebung von Banknoten gegen das Eurosystem gebucht.

Zentralbankbilanzen vor der Banknotenausgabe von je 30 GE:

NZB 1 (Kapitalschlüssel: 1/3)		NZB 2 (Kapitalschlüssel: 2/3)	
Aktiv	Passiv	Aktiv	Passiv
Ford. ggü GB (950 GE)	GB-Einlagen (700 GE)	Ford. ggü GB (550 GE)	GB-Einlagen (600 GE)
sonst. Vermögen (50 GE)	Eigenkapital (300 GE)	Sonst. Vermögen (150 GE)	Eigenkapital (100 GE)
=====	=====	=====	=====
1.000 GE	1.000 GE	700 GE	700 GE

Zentralbankbilanzen nach der Banknotenausgabe von je 30 GE:

NZB 1 (Kapitalschlüssel: 1/3)		NZB 2 (Kapitalschlüssel: 2/3)	
Aktiv	Passiv	Aktiv	Passiv
Ford. ggü GB (950 GE)	GB-Einlagen (670 GE)	Ford. ggü GB (550 GE)	GB-Einlagen (570 GE)
sonst. Vermögen (50 GE)	Banknoten (20 GE)	Sonst. Vermögen (150 GE)	Banknoten (40 GE)
	Verbindlichkeit ESZB (10 GE)	Forderung ESZB (10 GE)	Eigenkapital (100 GE)
	Eigenkapital (300 GE)	=====	=====
=====	=====	710 GE	710 GE
1.000 GE	1.000 GE		

Abbildung 11: Vereinfachte Bilanzierung von Banknoten anhand eines Zahlenbeispiels

Ein vereinfachtes Rechenbeispiel aus zwei Ländern und unter Vernachlässigung der gesonderten Behandlung von 8% der Banknotenausgabe soll das verdeutlichen. Angenommen, eine Währungsunion bestünde aus nur zwei NZB, deren Anteile im Verhältnis 1:2 stehen. Dann zeigt Abb. 11 die Verbuchung der Banknotenausgabe, wenn im betrachteten Monat beide NZB jeweils Banknoten im Wert von 30 GE ausgegeben haben. Von der Gesamtsumme an Banknoten (60 GE) stehen aufgrund des Verhältnisses ihrer Kapitalanteile NZB₁ 20 GE (1/3) und NZB₂ 40 GE (2/3) zu. Als Ausgleich zur tatsächlichen Ausgabe erhält NZB₁ eine Forderung gegen das Eurosystem von $40 - 30 = 10$ GE und NZB₂ eine Verbindlichkeit in gleicher Höhe.

Obwohl diese Ausgleichsposten für die Banknotenausgabe ähnlich wie die TARGET₂-Salden entstehen und ebenso behandelt werden (unbesichert, aber zum Hauptrefinanzierungssatz verzinst), spielen sie in der TARGET₂-Diskussion kaum eine Rolle.⁴¹ Abb. 12 zeigt, wie sich die TARGET₂-Forderungen Deutschlands durch Hinzurechnen des Ausgleichspostens mittlerweile um reichlich ein Drittel verringern. Deutlich wird auch, dass der Anstieg der TARGET₂-Forderungen nicht von

⁴¹Neben Whittaker (2011) erwähnen Ulrich Bindseil und Philipp Johann König: „The economics of TARGET₂ balances“, SFB 649 Discussion Paper 2011-035, Economic Risk, HU-Berlin, 14.06.2011, S. 26 in einem Satz, dass Bargeldzahlungen ein Substitut für TARGET₂-Überweisungen darstellen.

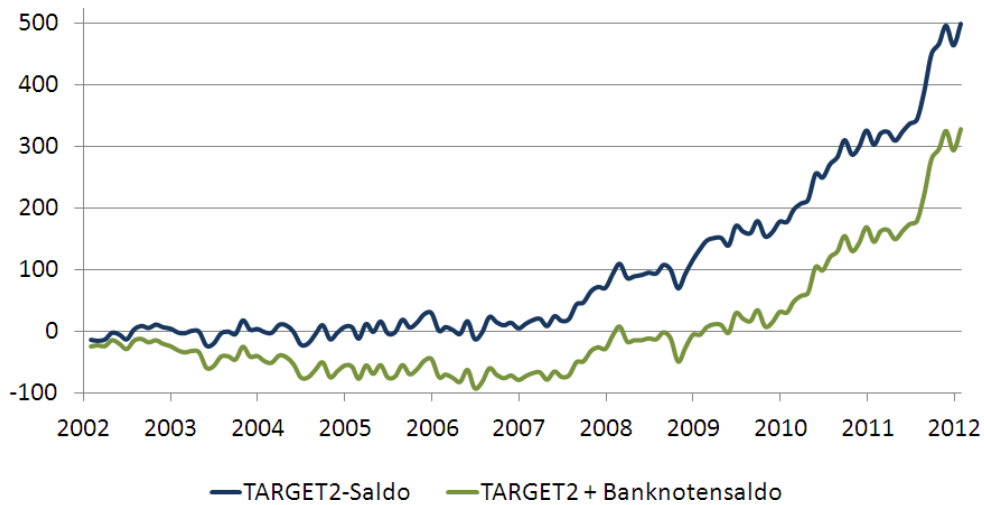


Abbildung 12: Deutsche Intra-Eurosystem-Position aus TARGET2 und Begebung von Banknoten in Mrd. EUR

Daten: Deutsche Bundesbank

einem vergleichbaren Anstieg der Banknotenverbindlichkeiten begleitet war. Von Januar 2010 bis Januar 2012 stieg ersterer mit einem Wachstum von knapp 70%, letzterer nur mit knapp 8%. Das ist unseres Erachtens vor allem darauf zurückzuführen, dass TARGET2 reibungslos funktioniert. Eine Beeinträchtigung des Zahlungssystems würde sicher dazu führen, dass ein höheres Transaktionsvolumen auf den Bargeldverkehr ausweicht. Alle Auswirkungen blieben unverändert, einzig die Bilanzierung innerhalb des Eurosystems würde sich ändern.

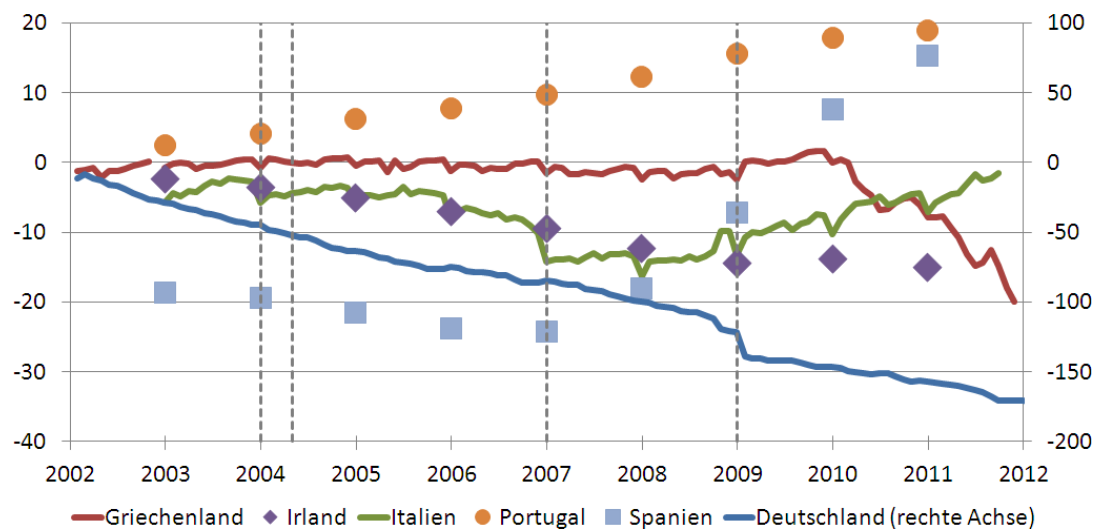


Abbildung 13: Salden einzelner NZB aus der Begebung von Banknoten in Mrd. EUR

Daten: NZB

Dass sich eine Krise dennoch auch in den Banknotenbeständen widerspiegeln kann, zeigt die Entwicklung des griechischen Banknotensaldos in Abb. 13. Erst seit Mitte 2010 werden in Griechenland überproportional viele Banknoten ausgegeben, während die Verläufe anderer Euroländer unverändert sind.⁴² Die Übersicht in Abb. 14 zeigt für einige Länder der Eurozone, wie sich ihre Intra-Eurosystem-Position verändert, wenn die Banknotenposition berücksichtigt wird.

	<i>TARGET2-Position</i>	<i>Banknotenposition</i>	<i>Summe</i>
Deutschland	450	-171	279
Frankreich	-98	77*	-21
Portugal	-57	19*	-38
Spanien	-83	15*	-67
Italien	-104	-2	-105
Griechenland	-101	-15	-116
Irland	-126	-15*	-141

* Werte aus Q4 2010; alle anderen aus Q3 2011.

*Abbildung 14: Intra-Eurosystem-Forderungen und Verbindlichkeiten in Mrd. EUR
Daten: NZB*

Die bemerkenswert hohen Verbindlichkeiten Deutschlands aus der Begebung von Banknoten zeigen, dass hier — gemessen an den für die EZB-Kapitalanteile maßgebenden Faktoren Bevölkerungszahl und Bruttoinlandsprodukt — deutlich mehr Banknoten abgehoben werden als in anderen Euroländern. Das mag darauf zurückzuführen sein, dass Deutschland traditionell ein „Land der Barzahler“ sei, wie die Bundesbank es ausdrückt.⁴³ Sicher spielen aber auch der kontinuierliche Banknotentransfer bei Urlaubsreisen ins Ausland und die Barbezahlung ausländischer Gast- und Schwarzarbeiter eine wesentliche Rolle. Beeindruckend ist in diesem Zusammenhang, dass Portugal von den ihm proportional zustehenden 20 Mrd. EUR nur Banknoten im Wert von 1 Mrd. EUR in Anspruch nimmt und daher eine Forderung von 19 Mrd. EUR aufweist. Das wird spiegelbildlich auf Banknotenimporte durch ausländische Urlaubsreisende und im Ausland arbeitende Portugiesen zurückzuführen sein.

⁴² Am 1.1.2004, 1.1.2007, 1.1.2009 und 1.5.2009 wurde der Kapitalschlüssel der EZB angepasst, was einige Sprünge in den Verläufen erklärt. Die Zeitpunkte der Umstellung sind in Abb. 13 gestrichelt markiert.

⁴³ Carl-Ludwig Thiele, „Bargeldlogistik und Bargeldsicherheit aus Sicht der Bundesbank“, Rede auf dem Bargeldlogistikkongress 2011 in Frankfurt/Main, 22. März 2011.

VIII. Verlustrisiken bei einem Austritt aus der Eurozone

VIII.1. Verluste durch den Währungsaustritt und ihre Verteilung

Offiziell bestehen keine Regelungen wie bei einem Auseinanderbrechen der Eurozone zu verfahren ist. Art. 50 EUV behandelt nur den Austritt aus der gesamten Europäischen Union. Absatz 2 Satz 2 sieht vor, dass dann „ein Abkommen über die Einzelheiten des Austritts“ und „die künftigen Beziehungen dieses Staates zur Union“ zwischen dem austrittswilligen Staat und dem Europäischen Rat geschlossen wird. Dabei stellt der Umgang mit den TARGET2-Salden nur ein Teilproblem dar. Daneben steht der gesamte Banknotenumlauf des austretenden Landes, von dem ein Teil gemäß den in Abschnitt VII beschriebenen Regeln eine Intra-Eurosystem-Verbindlichkeit aus der Begebung von Banknoten darstellt.

Eine Zentralbank schafft (Zentralbank-) Geld, indem sie Vermögenswerte ankauft. Von sonstigen Verbindlichkeiten abgesehen, entspricht ihr Eigenkapital der Differenz aus ihrem Vermögen und dem geschaffenen Zentralbankgeld. Im Eurosystem teilen sich die Notenbanken in diesen Geldschöpfungsprozess mit dem Ergebnis, dass sich die dem Zentralbankgeld gegenüber stehenden Vermögenswerte auf die 17 NZB der Eurozone verteilen. Sollte ein Land den Euro verlassen wollen, wird es kraft Gesetzesbeschluss verfügen, dass ab sofort die Neuwährung gesetzliches Zahlungsmittel ist, und alle bestehenden Forderungen und Verbindlichkeiten inländischer Schuldner nur noch in dieser Neuwährung rechtlich durchsetzbar sind.

Zur Einlösung des umlaufenden Bargeldbestands ist eine Zentralbank nicht verpflichtet. Seinen Charakter als Verbindlichkeit behält Bargeld nur, solange die Zentralbank seinen Wert mithilfe ihrer Vermögenswerte stabilisieren will. Entfällt diese Verpflichtung, entfällt auch die Notwendigkeit den bisherigen Bargeldbestand weiterhin als Passivposten zu führen. Auf der Passivseite der austretenden NZB finden sich nur das in Neuwährung umgewandelte und das neu geschaffene Zentralbankgeld. Die nicht mehr als gesetzliches Zahlungsmittel kursierende Altwährung belastet die Zentralbanken der Rest-Eurozone so, wie eine Geldfälschung in gleichem Umfang dies getan hätte. Faktisch verlängern sich die Passivseiten ihrer Bilanzen und ihr Eigenkapital schrumpft automatisch.⁴⁴

⁴⁴Das könnte umgangen werden, indem der Bargeldverkehr durch strenge Grenzkontrollen unterbunden und die bisherigen Geldzeichen im Altwährungsgebiet ausgewechselt werden. Dies wurde nach John Whittaker: „Eurosystem debts, Greece, and the role of banknotes“, Monetary Research, Lancaster University Management School, 14. November 2011, Fußnote 14, anlässlich der Beendigung der tschecho-slowakischen Währungsunion 1993 so praktiziert. Beim Austritt eines relativ kleinen Landes aus dem Euroraum wäre dies vermutlich ein unverhältnismäßig hoher Aufwand.

Offensichtlich wäre es eine Frage der Austrittsverhandlungen bzw. der nachträglich dazu getroffenen Vereinbarungen, ob – und wenn ja, wie – die austretende Zentralbank den verbleibenden Euro-Mitgliedern eine Kompensation für ihren Austritt zahlen müsste. Im für sie ungünstigsten Fall würde von ihr verlangt, den ehemaligen Bargeldposten in eine verzinste Euro-Verbindlichkeit gegenüber dem verbleibenden Eurosystem umzuwandeln. Das ist zugleich das unwahrscheinlichste Szenario, weil dann dem vermutlich sowieso bereits wirtschaftlich angeschlagenen Austrittskandidaten auch noch die gesamten Kosten seines Austritts überantwortet würden.

Karl Whelan hält es für wahrscheinlich, dass die Intra-Eurosystem-Salden bei einem Zerfall der Eurozone durch Übertragung von Zentralbankvermögen ausgeglichen werden.⁴⁵ Da sicher kein Gold fließen wird, stellt sich die Frage, welche Finanzaktiva die NZB dabei übertragen werden. Zum Einen bestünde die Gefahr einer Negativauslese, wenn NZB ihre Verbindlichkeiten mit den geringstwertigen Aktiva begleichen, die sie besitzen. Zudem dürfte der Restwährungsraum wenig Interesse an Kreditbeziehungen zu Geschäftsbanken im (neuen) Fremdwährungsgebiet haben, da er damit deren Ausfallrisiken übernimmt. Aufgrund des detaillierten Verhandlungsbedarfs erscheint uns diese Variante nicht sehr plausibel. Vor allem aber wäre damit keine Lösung für den Altwährungsbestand gefunden.

	<i>Intra-Eurosystem -Position*</i>	<i>Banknoten- umlauf</i>	<i>Gesamtverlust</i>	<i>Kapital bei EZB</i>
Deutschland	279	214	-65	9,8
Frankreich	-21	163	184	7,0
Portugal	-38	20	58	0,8
Spanien	-67	30	97	3,7
Italien	-105	141	246	6,1
Griechenland	-116	22	138	0,9
Irland	-141	13	153	0,5

* Werte aus Abbildung 14; alle anderen: Stand Q3 2011.

*Abbildung 15: Netto-Bilanzverluste im Falle eines Euro-Austritts, in Mrd. EUR
Daten: NZB*

Welche Regelungen genau getroffen würden, lässt sich nicht vorhersagen. Wichtig dafür dürfte insbesondere die politische Atmosphäre sein, in welcher sich der Austritt vollzieht, sowie die sonstigen Absichten künftiger Zusammenarbeit. Denkbar wäre ein Kompromiss, demzufolge das Eurosystem in der logischen Sekunde vor dem Austritt Abschreibungen in Höhe des Altwährungsbestands und der Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten des Austrittslandes vornehmen würde. Der dadurch anteilig auf das Austrittsland entfallende Verlust würde mit den Kapitalanteilen an der EZB verrechnet und anschließend in Neuwährung denominated.

⁴⁵Karl Whelan: „Weidmann, Munchau and TARGET2“, Blogbeitrag erschienen auf www.irisheconomy.ie, 5. März 2012.

Denkbar wäre auch, dass sich der Austrittskandidat an den Kosten des Altwährungsbestands nicht beteiligt und nur die Intra-Eurosystem-Positionen in Neuwährung umgewandelt werden. Damit würden allerdings zwei völlig gleich gelagerte Probleme unterschiedlichen Lösungen zugeführt. Welche Vereinbarung auch immer getroffen wird, in jedem Fall müsste ein anhand der NZB-Bilanzen recht gut quantifizierbarer Verlust verteilt werden. Aus Abbildung 15 geht hervor, dass ein Austritt Portugals im dritten Quartal 2011 eine Einigung über die Behandlung von 58 Mrd. Euro portugiesischer NZB-Passiva erforderlich gemacht hätte. Dabei handelt es sich, wie in Abschnitt III.1 beschrieben, nicht um originäre Zahlungsverpflichtungen Portugals, sondern um Konsequenzen daraus, dass die portugiesische NZB in der Vergangenheit vertragsgemäß an der Erfüllung der Gemeinschaftsaufgabe des Eurosystems mitgewirkt hat. Aus dieser Vertragserfüllung ließe sich unseres Erachtens keine Zahlungsverpflichtung herleiten. Ebenso wenig hätte Deutschland im Falle eines Austritts aus der Währungsunion einen originären Rückerstattungsanspruch auf den in der Rest-Eurozone dabei automatisch anfallenden Bilanzgewinn in Höhe von 65 Mrd. Euro.

VIII.2. Besicherung von Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten

Ein wesentliches Argument der TARGET2-Kritik besteht darin, dass die angehäuften Zentralbankforderungen bei einem Austritt aus der Eurozone wertlos oder uneinbringbar würden. Das ist möglich, wenn der verbleibende Euroraum dem austretenden Land die Kosten seines Austritts vollständig erlässt. Aufgrund der starken Verhandlungsposition des Europäischen Rats gegenüber einem „kleinen“ Land bei der umfassenden Neuregelung der künftigen Beziehungen besteht dazu allerdings keine Notwendigkeit. Es ist denkbar, dass Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten bei einem Währungsaustritt in Zahlungsverpflichtungen umgewandelt würden, um die austretende NZB an den Kosten des Austritts zu beteiligen. Eine Vereinbarung, die Schuld in Euro zu denominieren, ist allerdings unwahrscheinlich, wenn dem austretenden Land eine erhebliche Abwertung bevorsteht.

Mit der Umwandlung der Verbindlichkeiten von Alt- in Neuwährung verliert allerdings auch ihre eventuelle Besicherung an Sinn. Nicht nur, weil im Falle nationaler Sicherheiten (nationale Kreditportfolios, Grundstücke, ESB, ...) deren Wert mit Austritt und Abwertung sinkt, sondern insbesondere, weil die NZB in ihrer Neuwährung unbegrenzt zahlungsfähig ist. Durch Geldschöpfung kann sie die Verwertung der Sicherheiten abwenden. Und sollte es doch zur Verwertung kommen, hängt der Wert nationaler Vermögenswerte unmittelbar von der nationalen Gesetzgebung ab, welche die mit dem Eigentum effektiv verbundenen Verfügungsrechte im Einzelfall (fast) beliebig einschränken kann.

Es wäre natürlich möglich, die als Sicherheit oder Tilgung zu übertragenden Vermögenswerte derart auszugestalten, dass dem Schuldnerland die genannten Wege, den Realwert seiner Auslandsverbindlichkeiten zu drücken, genommen werden. Am Einfachsten ginge das wohl durch die Übertragung von Devisenreserven oder Gold. Aber gerade weil eine solche Regelung die Peripherieländer einseitig durch Ressourcenzug belasten würde, ohne ihnen einen äquivalenten Vorteil zu bieten und ohne ihnen bei der Beseitigung ihrer Probleme zu helfen, ist sie politisch nicht durchsetzbar. Und das zu Recht. Es ist in jeder Hinsicht abzulehnen, wenn einige Länder der Eurozone versuchen, die eventuellen Kosten eines Scheiterns des gemeinsamen Währungsraums einseitig auf andere abzuwälzen.

Im Falle eines Währungsaustritts ist es nicht relevant, ob einige Länder auf Kosten anderer über ihre Verhältnisse gelebt haben oder nicht, da die Umstände und Institutionen, die das ermöglicht haben, von allen Ländern mitgetragen wurden. Eine Abänderung dieser Institutionen ist nur im Zuge eines Interessenausgleichs möglich. Sollte die Währungsunion an den Punkt kommen, an dem ihre (teilweise) Rückabwicklung ein politisch sinnvoller Ausweg aus der Krise erscheint, so werden die Kosten dieses dann möglicherweise als Fehlschlag betrachteten Währungsexperiments auch von allen Teilnehmern gemeinsam getragen werden müssen.

Daher kommen wir zu dem Schluss, dass die Bedeutung einer Besicherung von Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten deutlich überschätzt wird. Besichert würde nur ein Teil der im Falle eines Währungsaustritts anfallenden Verluste. Eine durch die Besicherung stärkere Verhandlungsposition bei den Intra-Eurosystem-Salden mag durch die Behandlung des Altwährungsbestands kompensiert werden. Darüberhinaus sind die Möglichkeiten zur Umgehung oder Abschwächung der Besicherungsvorteile durch das Schuldnerland vielfältig. Je stärker der Handlungsspielraum eines Landes für die Zeit nach einem eventuellen Währungsausritt durch strenge Besicherungsvorschriften ex ante eingengt werden soll, umso unwahrscheinlicher ist es, eine Einigung zwischen allen Euroländern darüber zu erzielen. Damit erweisen sich Besicherungsvorschriften auch als ungeeignet dafür, Länder zum Austritt aus der Währungsunion zu zwingen. Im Ergebnis dürfte der für die Umsetzung notwendige Aufwand einschließlich der geschilderten nachteiligen Konsequenzen die möglichen Vorteile einer umfassenden Besicherungspflicht bei Weitem nicht aufwiegen.

IX. Fazit

Es wurde gezeigt, dass das TARGET2-System kein konstituierendes Element der aktuellen Staatsschuldenkrise in der Eurozone darstellt. Abgesehen von einer ökonomisch wünschenswerten Senkung von Transaktionskosten, verändert TARGET2

keine entsprechenden Anreize. Das Überweisungssystem ist unseres Erachtens weder notwendig noch hinreichend für die Probleme der Eurozone, die keinesfalls gelegt werden können und sich fraglos in den Salden niederschlagen.

Die verschiedenen Änderungsvorschläge stellen keine überzeugenden Alternativen dar. Sie sind wenig zielführend und scheinen der koordinierten Rückabwicklung des gemeinsamen Wirtschaftsraumes durch Einführung von Zöllen und Grenzkontrollen klar unterlegen. Diese Unterlegenheit beruht insbesondere darauf, dass Änderungen im Zahlungssystem ebenso wenig treffsicher die Probleme mangelnder Wettbewerbsfähigkeit angreifen wie Zölle. Letztere gewährleisten aber immerhin eine Gleichbehandlung gleicher Transaktionen und führen zu Staatseinnahmen statt privater Spekulationsgewinne und versenkter Transaktionskosten.

Darüberhinaus argumentieren wir, dass die Betrachtung der TARGET2-Salden eine unvollständige ist, da ein Ausweichen auf den Bargeldverkehr im Falle nennenswerter Einschränkungen des Zahlungsverkehrssystems wahrscheinlich ist. Reaktionen in der Begebung von Banknoten lassen sich bisher in Griechenland deutlich sehen, wo die Zweifel am Verbleib in der Eurozone am Größten sind. Im Falle eines Euro-Austritts müsste eine Lösung für den gesamten Altwährungsbestand des Austrittskandidaten gefunden werden. Jeder Versuch, bei der Behandlung der TARGET2-Salden keine Verluste hinnehmen zu müssen, kann dort kompensiert werden. Letztlich wird die tatsächliche Verlustverteilung Ergebnis eines viel umfassenderen politischen Verhandlungsprozesses bleiben müssen, so wie dies auch vertraglich in Art. 50 des EU-Vertrags vorgesehen ist.

Würden Einschränkungen im Zahlungsverkehr tatsächlich positive Effekte auf die davon betroffenen wirtschaftsschwachen Regionen erwarten lassen, müssten die TARGET2-Kritiker konsequenterweise analoge Mechanismen auf regionaler Ebene fordern. Schließlich gibt es innerhalb der Euro-Mitgliedsländer teilweise größere wirtschaftliche Unterschiede als zwischen ihnen. Dass dies nicht getan wird, zeigt unseres Erachtens, dass die wahren Beweggründe für Änderungen im Zahlungssystem darin liegen, die Peripherieländer unter möglichst einseitiger Kostenabwälzung aus der Eurozone zu zwingen.

Es besteht keine Frage, dass mit der Entscheidung für die Währungsunion hohe politische und wirtschaftliche Risiken eingegangen wurden. Seit nunmehr zwei Jahren kämpft die Eurozone erbittert mit den Auswirkungen der damals vielfach befürchteten Probleme überbordender Staatsverschuldung und unzureichender Wettbewerbsfähigkeit. So unterschiedlich auch ökonomische Analysen Ursachen und beste Antworten auf diese Krise einschätzen mögen, das Zahlungssystem TARGET2 findet seinen Platz weder bei den ersteren noch bei den letzteren.