

## Timo Wollmershäuser

### EINLEITUNG

#### Target-Falle: Hans-Werner Sinn und die Zukunft Europas



**Timo Wollmershäuser** ist kommissarischer Leiter des ifo Zentrums für Konjunkturforschung und Befragungen und vertritt eine Professur für Finanzwissenschaft an der Ludwig-Maximilians-Universität München. Seit 2003 forscht er am ifo Institut über die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank.

Ende 2010 wandte sich Helmut Schlesinger mit der Bitte an HWS, ob er ihm bei der Interpretation einiger auffälliger Zahlen in der sogenannten »Auslandsposition der Deutschen Bundesbank in der Europäischen Währungsunion« behilflich sein könne. Dies war schon ein beachtlicher Vorgang, denn immerhin war Schlesinger, der seit 1952 als Volkswirt bei der Deutschen Bundesbank arbeitete und von 1991 bis 1993 ihr Präsident war, ein exzellenter Kenner der Zentralbankstatistiken. Bei den Zahlen handelte es sich um die »sonstigen Nettoforderungen der Deutschen Bundesbank innerhalb des Eurosystems«, die bis Ende 2010 auf 300 Milliarden Euro angestiegen waren, nachdem sie bis zum Jahr 2007 praktisch immer bei null lagen.

Mit diesem Ersuchen Schlesingers war der Grundstein für eine wirtschaftspolitische Debatte über die Zukunft Europas gelegt, die nach eigenen Aussagen von HWS zu den wichtigsten Beiträgen in seiner über 40-jährigen Karriere

als Volkswirt zählt. In den darauffolgenden Monaten begann eine einzigartige Detektivarbeit. Auf eine Anfrage des ifo Instituts bei der Deutschen Bundesbank hin, warum diese Forderungen seit Beginn der Finanzkrise so stark gestiegen seien, kam als lapidare Antwort, dass diese Forderungen im Zusammenhang mit dem Zahlungsverkehrssystem »Target« stünden und dass ihr Anstieg Ausdruck einer krisenbedingten Verschiebung im Refinanzierungsverhalten der Banken im Euroraum wäre. Viel weniger noch gab sich HWS mit der Aussage zufrieden, dass diese Forderungen kein unmittelbares finanzielles Risiko für die Bundesbank darstellten, da sie sich nur an die EZB richteten.

Anfang 2011 konfrontierte HWS mich mit diesem Thema. Als Volkswirt, der sich am ifo Institut seit vielen Jahren mit der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank beschäftigte, hatte auch ich keine Antworten auf die vielen Fragen. Unsere Recherchen begannen mit dem

Erstellen einer Datenbank, in der Target-Forderungen und -Verbindlichkeiten aller am Eurosystem beteiligten Notenbanken erfasst wurden. Wir zeigten, dass hinter dem Aufbau der Verbindlichkeiten eine Ausweitung der Kreditvergabe der entsprechenden Notenbank stand und dass die Notenbanken, die Forderungen aufbauten, einen Liquiditätsüberschuss ihres Bankensystems kompensieren mussten. Hinter alledem stand die endende Bereitschaft ausländischer privater Kapitalgeber, den Euro-Krisenländern weiterhin Kredit zu gewähren.

Bis heute hat HWS unzählige Beiträge zum Thema Target-Salden veröffentlicht. Keiner der Texte entstand durch einfaches Copy-Paste, sondern wurde immer wieder neu formuliert. Was ihn antrieb, war der fortdauernde Versuch, diese komplizierte Thematik jedes Mal noch verständlicher darzustellen. Diese Beharrlichkeit hat sich ausgezahlt, denn bei vielen der ehemals umstrittenen Aspekte herrscht heute weitgehender Konsens. Einen Etappensieg erlangte HWS, als sich die Deutsche Bundesbank und die Europäische Zentralbank im Jahr 2011 erstmals offiziell in ihren Monatsberichten zu diesem Thema äußerten und weitgehend die von uns identifizierten Mechanismen, die hinter der Entstehung der Target-Salden standen, bestätigten. Im Hinblick auf die von HWS formulierten Risiken, die sich in den Target-Salden für die Steuerzahler der Mitgliedsländer des Eurosystems manifestierten, distanziierten sie sich freilich weiterhin, da ein Auseinanderbrechen der Währungsunion zum damaligen Zeitpunkt für einen Euro-Notenbanker ein undenkbarer Gedanke war.

Doch gerade dieser Gedanke ist es, der am Ende zu einer zentralen Erkenntnis aus dieser Debatte wurde. Im Kern verkörpert das Target-System jenen Baustein einer Währungsunion, der sie von einem herkömmlichen Festkursystem unterscheidet. Die Währungsgeschich-

te zeigt uns eindrücklich, dass Letztere am Ende fast immer scheiterten, da das Interventionspotenzial der Notenbank des Schwachwährungslandes durch die Währungsreserven begrenzt war und die Notenbank mit der starken Währung, wenn überhaupt, dann nur in geringem Umfang bereit war, die Währungsreserven des Schwachwährungslandes durch kurzfristige Kredite aufzustocken. In der Europäischen Währungsunion ist ein solcher grenzüberschreitender Kreditmechanismus – und damit das Interventionspotenzial – grundsätzlich unbeschränkt. Spitzt sich eine Krise zu, ermöglicht es das Eurosystem, fliehendes privates Kapital durch Notenbankkredite, die es in unbegrenztem Ausmaß neu schaffen kann, zu ersetzen. Das Ausmaß dieser Intervention wird durch die Target-Salden gemessen. Ein Scheitern der Währungsunion ist somit erst gar nicht möglich, solange es zumindest eine politische Mehrheit für den Fortbestand der Währungsunion gibt.

HWS stellt dieses von vielen Ökonomen und Politikern vertretene Postulat der Ewigkeit des Währungsclubs nicht zufrieden, zumal er die externe Abwertung als einzig gangbaren Weg einiger Länder aus der Krise sieht. Er macht deutlich, dass mit der Dauer der Rettungs politik die Target-Salden und damit die Kosten des Austritts eines Krisenlandes aus der Währungsunion zunehmen. Die Länder mit Target-Forderungen sind in einer Falle, da sie auf diesen Forderungen gegenüber der Notenbank des ausscheidenden Landes sitzenbleiben. Seit dem Regierungswechsel in Athen Anfang 2015 hat die Wahrscheinlichkeit, dass das Undenkbare doch Realität wird, deutlich zugenommen. Als Ökonom zeigt HWS, welche Kosten mit dem Verbleib des Landes in der Währungsunion verbunden sind und welche Alternativen, beispielsweise in Form einer Parallelwährung, es zum derzeitigen System gibt.