

1. Vorbemerkung

Seit mittlerweile über zehn Jahren wird behauptet, dass die sogenannte Target-Forderung in der Bilanz der Deutschen Bundesbank einen Kredit bezeichne, den Deutschland den anderen Ländern im Euroraum gewähre und der weder angemessen verzinst noch zurückgezahlt wird. Dadurch drohe Deutschland und vor allem dem deutschen Steuerzahler ein möglicher Verlust in Höhe von etwa 1 Billion Euro. Die Herleitung und Begründung dieser These sowie die daraus zu ziehenden wirtschaftstheoretischen und wirtschaftspolitischen Folgerungen haben zu einer sehr kontroversen und hitzigen Diskussion geführt, die bis heute anhält und auch außerhalb der Wissenschaft große Beachtung erfahren hat.

Im Kern geht es bei dieser Diskussion um die Frage, ob das Target-System¹, das in der Eurozone eingeführt wurde, um den Zahlungsverkehr zwischen den Eurostaaten effizient und kostengünstig abwickeln zu können, tatsächlich ein Zahlungsabwicklungssystem ist oder nicht vielmehr ein schwer durchschaubares Kreditbeschaffungssystem. Ein Zahlungsabwicklungssystem muss für die Tauschpartner fair sein, das heißt, es muss dafür sorgen, dass ein wertäquivalenter Tausch zwi-

¹ „Target“ steht für „Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system“, wurde 1998 in Betrieb genommen und 2007/8 schrittweise in ein reformiertes System überführt („Target2“).

schen zwei Tauschpartnern durchgeführt werden kann und dabei die Vermögenspositionen der beiden Tauschpartner nicht berührt, also unverändert lässt. Wenn das Zahlungsverkehrssystem aber als Nebenwirkung dazu führt, dass durch den Zahlungsverkehr die Vermögensverhältnisse der Tauschpartner verändert werden, dass also der eine Tauschpartner einen höheren Wert erhält als der andere, ist es nicht mehr fair. Die Kritiker des Target-Systems meinen nun, herausgefunden zu haben, dass das Target-System nicht fair ist, dass es die Defizitländer begünstigt und die Überschussländer benachteiligt. Die Überschussländer müssen im Zuge des Zahlungsverkehrs nämlich Kredite an die Defizitländer vergeben und erhalten im Gegenzug dafür nur wertlose Rückzahlungsverpflichtungen. Diese Rückzahlungsverpflichtungen sind die Target-Verbindlichkeiten der Defizitländer, die nie erfüllt werden; ihnen gegenüber stehen die Target-Forderungen der Überschussländer, die damit ebenfalls nicht greifen und mithin praktisch wertlos sind. Das ist in der Tat eine starke und ernstzunehmende Aussage, die, wenn sie korrekt wäre, das Target-System in ein sehr schlechtes Licht rückt.

Doch diese Interpretation der Target-Forderung ist unserer Meinung nach nicht richtig. Die Begründung dieser Interpretation bezieht sich zum einen auf die wahrgenommene Beziehung der nationalen Zentralbanken untereinander in der Abwicklung des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs, zum anderen auf Begriffe und saldenmechanische Überlegungen, die ihren Ursprung in der Außenwirtschaftstheorie haben. Dort finden wir auch die Ursachen für die Fehlinterpretation der Target-Forderung. Wir werden zum einen zeigen, dass die Weiterleitung von Zentralbankgeld über verschiedene Bankkonten einer Überweisungskette unrichtigerweise als Vernichtung und Neuschöpfung von Zentralbankgeld interpretiert wird. Zum anderen werden wir herleiten, dass bei der Interpretation der Zahlungsbilanz vor allem vier Fehler gemacht

werden. Erstens wird die Devisenbilanz in der Zahlungsbilanzgleichung nicht korrekt berücksichtigt, mit der Folge, dass der Zahlungsvorgang bilanztheoretisch ausgeblendet wird; es wird die Zahlungsbilanzgleichung *vor* der Zahlung mit der Zahlungsbilanzgleichung *nach* der Zahlung verwechselt. Es wird behauptet, dass in der Zahlungsbilanz keine Devisen oder Einnahmen enthalten sind, sondern nur Kredite; die Einträge in der Unterbilanz „Übriger Kapitalverkehr“ werden unrichtigerweise als (kurzfristige) Kredite („Target-Kredite“) aufgefasst und nicht, wie es richtigerweise sein muss, als Devisen („Target-Einnahmen“). Zweitens werden Netto-Forderung beziehungsweise Netto-Kapitalexport sowie Netto-Verbindlichkeit beziehungsweise Netto-Kapitalimport fehlerhaft definiert, sodass der Saldo der Kapitalbilanz falsch bezeichnet wird und der Saldo der Kapitalverkehrsbilanz mit dem Saldo der Kapitalbilanz verwechselt wird. Drittens: Der Saldo der Kapitalbilanz entsteht nur als induzierte Gegenbuchung zum Saldo der Leistungsbilanz, nicht aber aufgrund von autonomen Finanztransaktionen; diese lassen vielmehr den Saldo der Kapitalbilanz unverändert. Und zu allerletzt: Eine kurzfristige Forderung auf Zahlung, eingebucht zu einem bestimmten Stichtag, wandelt sich in einem kurzen Zeitraum durch die Zahlung zu einem Devisenbestand beziehungsweise zu einem Bestand an liquiden Mitteln; das bedeutet, dass die kurzfristige Target-Forderung in der Zahlungsbilanz als geleistete Zahlung oder Einnahme zu interpretieren ist und nicht als Kredit.

Die von den Target-Kritikern zum Beweis angeführten Begriffe und Gleichungen aus der Außenwirtschaftstheorie beziehen sich immer auf den Zustand vor der Bezahlung. Sie werden zwar als Lehrbuchwissen bezeichnet, und sind dies auch, wenn man die Bedingung „Lieferung auf Rechnung“ oder „Lieferung auf Kredit“, unter der sie gelten, berücksichtigt. Verwendet man diese Begriffe und Gleichungen aber uneingeschränkt, werden sie falsch. Man berücksichtigt dann

nicht mehr die Gegenbuchungen zu den entsprechenden Leistungs- und Finanztransaktionen, sondern betrachtet alle Transaktionen als eigenständige, autonome Transaktionen.

Diese Richtigstellung der weitverbreiteten Fehlinterpretation ist nicht nur von akademischem Interesse, sondern auch von wirtschaftspolitischer Bedeutung. Denn die Behauptung, dass ein Leistungsbilanzüberschuss saldenmechanisch einhergehe mit Auslandsinvestitionen, die nur eine geringe oder gar keine Rendite im Vergleich zu inländischen Investitionen bringen, legt bestimmte wirtschaftspolitische Folgerungen nahe: Löhne anheben, mehr im Ausland konsumieren, Kaufkraft im Inland stärken, mehr staatliche Investitionen im Inland durchführen usw. Und die Behauptung, dass ein Leistungsbilanzüberschuss saldenmechanisch zu einer Netto-Forderung Deutschlands gegenüber dem Euroraum führe, legt eine Reform des Target-Systems nahe: Verzinsung der Forderungen, Ausgleich der Forderungen durch Wertpapier- oder Goldtransfers und anderes mehr.

Wenn aber Herleitung und Begründung der Target-Forderung unrichtig sind, müsste man die Entwicklung der Target-Forderungen ganz anders bewerten: Steigende Target-Forderungen bedeuten dann nämlich nicht mehr eine Erhöhung der Kreditvergabe Deutschlands, sondern vielmehr eine Erhöhung der Einnahmen Deutschlands aus dem grenzüberschreitenden Verkehr. Die Target-Forderung wäre folglich kein Kredit, sondern eine Einnahme, also das genaue Gegenteil: Die Target-Forderung ist kein Target-Kredit der Deutschen Bundesbank, sondern eine Target-Einnahme der deutschen Geschäftsbanken beziehungsweise der deutschen Exporteure von Waren und Wertpapieren.

Die Frage im Titel dieser Abhandlung: „Die Target-Forderung: Target-Kredit der Bundesbank oder Target-Einnahme der Geschäftsbank?“ wäre unserer Meinung nach so zu beantworten: Die Target-Forderung ist eine Einnahme der Geschäfts-

bank beziehungsweise der betroffenen Kunden. Die Target-Kritiker beantworten die Frage folgendermaßen: Die Target-Forderung ist ein Target-Kredit der Bundesbank. Manche Target-Kritiker sagen auch: Die Target-Forderung ist ein Target-Kredit der Bundesbank, aber gleichzeitig auch eine Einnahme der Geschäftsbank. Auf jeden Fall gilt: Das Überschussland Deutschland hat eine Forderung in Höhe von 1 Billion Euro gegenüber den Defizitländern in der Eurozone.

Der Strom der Target-Diskussion hat die Grundfesten des Gemeinsamen Marktes und des Euros unterspült. Machen wir uns auf den beschwerlichen und langwierigen Weg zur Quelle des Stroms. Dort werden wir erkennen, ob die Quelle dauerhaft sprudelt oder versiegen wird. Diesen Weg werden wir mehrmals gehen, immer von einem anderen Ausgangspunkt. So können wir sicher sein, welche Annahmen und Aussagen korrekt sind und welche nicht. Argumentationswiederholungen verdeutlichen dadurch den Gedankengang. Das Gleiche mehrmals in anderen Worten zu lesen, erleichtert das Verstehen und Lernen.