

IM INTERVIEW: DAVID MARSH

# „Klammheimlich recht willkommen“

Der Notenbankexperte zur Haltung der Bundesbank

Der Brite David Marsh zählt zu den anerkanntesten Experten für Geldpolitik. Er leitet die Denkfabrik OMFIF und hat sich in Büchern intensiv mit der Bundesbank befasst. Im Interview zeigt sich der 69-Jährige irritiert über deren Weigerung, Währungsreserven weiterzuerheben – und spekuliert über die Motive.



David Marsh

Börsen-Zeitung, 21.8.2021

Herr Marsh, Schwellen- und Entwicklungsländer bekommen zusammen 42% der aufgestockten Sonderziehungsrechte des IWF zugeteilt. Reicht diese zusätzliche Liquidität, um Schuldenkrisen infolge der Pandemie abzuwenden?

Es geht um eine gerechtere Erholung der Weltwirtschaft. Entscheidend dafür wäre jetzt, die Sonderziehungsrechte aus den Industrieländern in Richtung Süden umzuverteilen. Ländern in Afrika stehen beispielsweise nur 5% der Sonderziehungsrechte zu. Es ginge nicht darum, Währungsreserven für alle Zeiten zu verschenken, sondern Entwicklungsländern langfristige Kredite zu Nullzinsen zu gewähren. Dafür macht sich unter anderen der frühere Chef der Bank of England, Mervyn King, stark – eine gewichtige Stimme!

Wie schätzen Sie die Haltung Deutschlands in dieser Frage ein? Das Bundesfinanzministerium hat sich in der Vergangenheit immer wieder gegen eine Aufblähung der globalen Liquidität gesträubt, aber da hat ein gewisses Umdenken stattgefunden. Heute würde sich die Bundesregierung von sich aus wohl nicht gegen eine international konzentrierte Aktion zur Umverteilung von Sonderziehungsrechten an Entwicklungsländer stemmen. Für die Zeit nach der Wahl dürfte die Frage an Intensität gewinnen, besonders wenn die Grünen an der nächsten Bundesregierung beteiligt sind – auch für den Fall, dass Herr Scholz (Bundesfinanzminister und Kanzlerkandidat der SPD) weiterhin eine Rolle spielt.

Der Bundesregierung sind allerdings die Hände gebunden, weil die Bundesbank als Verwalterin der vom IWF zugeteilten Sonderziehungsrechte nicht mitspielt. Können Sie die Weigerung der Bundesbank nachvollziehen? Weder Deutschland noch irgendein anderes Land des Euroraums hat die zusätzlichen Währungsreserven aus heutiger Sicht nötig. Für Deutsch-

land wirken sie auf den ersten Blick überflüssig wie ein Kropf. Bei näherer Betrachtung fällt auf, dass rein bilanziell für die Bundesbank die neuen SZR als zusätzliche Sicherheiten klammheimlich recht willkommen sein können, um den durch die massiv erhöhten Target-Salden verursachten Risiken in der Auslandsbilanz einigermassen entgegenzuwirken. Aus dieser Sicht kann man ein gewisses Verständnis für die Zurückhaltung der Bundesbank gegenüber einer Reallokation aufbringen.

Von der Bundesbank heißt es dazu, das Thema Target-Salden habe nichts mit Sonderziehungsrechten zu tun. Sie sperrt sich mit Verweis auf das IWF-Gesetz: Es fehle die rechtliche Grundlage, Sonderziehungsrechte in Form von Krediten weiterzuerheben.

Die Bundesbank könnte Sonderziehungsrechte als Nullzinskredite gegen Gold oder andere Sicherheiten weiterreichen an die relativ kleine Anzahl der Entwicklungsländer, die über solche Sicherheiten in ihren Währungsreserven verfügen. So wäre sie juristisch auf einer etwas sicheren Seite. Der IWF arbeitet an einer Reihe internationaler Programme, um einen Teil der SZR-Gesamtallokationen an überschuldete Schwellenländer weiterzuerheben. Dabei sind wir bloß im Anfangsstadium.

Sehe Sie noch andere Wege? Falls die europäischen Länder dies wollten, wäre für die Bundesbank und die anderen EZB-Anteilseignerinnen eine kombinierte SZR-Notenbankumverteilungsaktion an die Schwellenländer über die Europäische Zentralbank (EZB) oder die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) denkbar. Dies würde aber eines Ausmaßes an internationaler Koordinierung bedürfen, das scheinbar heute nicht vorhanden ist. Das Interview führte Stefan Reccius.

# Bundesbank mauert bei IWF-Hilfen

Pläne zur Umverteilung globaler Währungsreserven – Währungsfonds vollzieht historische Aufstockung

650 Mrd. Dollar an zusätzlichen Währungsreserven schüttet der Internationale Währungsfonds (IWF) aus – doch die führenden Volkswirtschaften haben das gar nicht nötig. Frankreich treibt eine Umverteilung zugunsten von Entwicklungsländern voran. Deutschland bleibt außen vor – weil die Bundesbank sich sperrt.

Von Stefan Reccius, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 21.8.2021

Wenn der Internationale Währungsfonds (IWF) an diesem Montag in einem historischen Schritt Notenbankern und Finanzministern in aller Welt 650 Mrd. Dollar an frischen Währungsreserven zuteilt, nehmen hinter den Kulissen Gespräche über eine Umverteilung ähnlich historischen Ausmaßes Fahrt auf. Die Richtung hat Frankreichs Präsident Emmanuel Macron vorgegeben: Im Mai lancierte Macron auf einem Afrika-Gipfel in Paris das Ziel, 100 Mrd. Dollar dieser sogenannten Sonderziehungsrechte (SZR) aus den reichen Industriestaaten an Entwicklungsländer, allen voran in Afrika, weiterzuerheben. Es geht Macron darum, eine Allianz unter den G7-Staaten zu schmieden. IWF-Chefin Kristalina Georgiewa und ihren Stab in Washington weißt Macron bei diesem Vorhaben auf seiner Seite. Auf Deutschland werden Macron und Georgiewa hingegen nicht zählen können: Die Bundesbank sperrt sich.

Eigentlich müsste Deutschland einer der Hauptadressaten dieses Bestrebens sein. Das Land ist der viertgrößte Anteilseigner des IWF. Seine Währungsreserven sind üppig. Anleger reißen sich um Bundesanleihen als sichere Häfen. Die Staatsfinanzen gelten trotz Rekordverschuldung international als vorbildlich. Der Geldpolitikexperte David Marsh

sagt: „Weder Deutschland noch irgendein anderes Land des Euroraums hat die zusätzlichen Währungsreserven aus heutiger Sicht nötig“ (siehe Interview auf dieser Seite). Trotzdem sind der Bundesregierung die Hände gebunden.

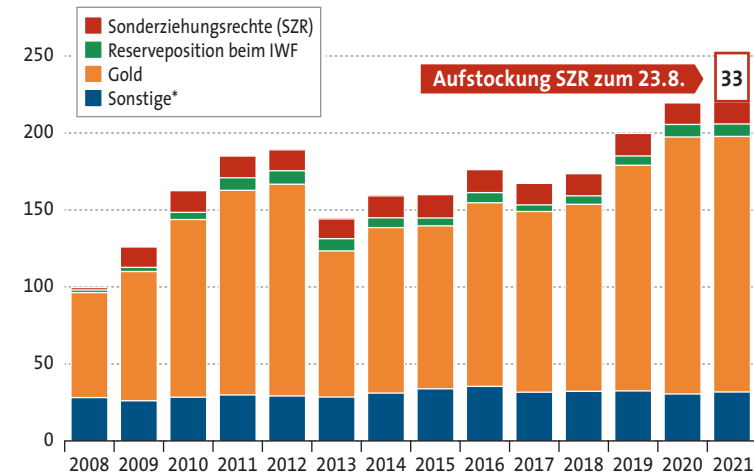
## Rechtliche Bedenken

Grund ist die Weigerung der Bundesbank. Sie begründet ihr kategorisches Nein mit Verweis auf rechtliche Bedenken. Zum einen bemüht sie Artikel 123 des EU-Vertrags, der jede Form monetärer Staatsfinanzierung verbietet, also den Einsatz der Notenpresse zu Zwecken der Fiskalpolitik. Es sei „den Zentralbanken des Eurosystems nicht erlaubt, Schenkungen vorzunehmen; dementsprechend können SZR nicht an andere Länder weitergereicht werden.“ IWF-Mitglieder können die Sonderziehungsrechte untereinander gegen harte Währungen wie Euro und Dollar eintauschen. Das soll ihre Staatsfinanzen stabilisieren und Schuldenkrisen vorbeugen.

Die von Frankreich angeführten Bestrebungen zielen aber ohnehin auf eine andere Form des Transfers: Ein Teil der Sonderziehungsrechte soll über Kredite den Weg aus den Büchern der Banque de France in einen vom IWF verwalteten Treuhandfonds finden. Andere führende Volkswirtschaften haben grundsätzliche Bereitschaft bekundet. Informierten Kreise zufolge gibt es „fortgeschrittene konkrete Überlegungen“. Über die Modalitäten wird im Kreise von IWF, G7 und G20 gerungen. In den USA, größter Anteilseigner des IWF, kommt es neben dem Finanzministerium, das die Sonderziehungsrechte verwaltet, auch auf die Zustimmung des Kongresses an. Als bevorzugte Option gilt eine Aufstockung des Poverty Reduction

## Goldene Zeiten

Währungsreserven der Bundesbank in Mrd. Euro, Stand jeweils zum Jahresende



© Börsen-Zeitung \*Bargeld, Einlagen, Wertpapiere, Finanzderivate und sonstige Anlagen; \*\*Stand Juli Quelle: Bundesbank

and Growth Trust (PRGT). Über diesen Treuhandfonds können Entwicklungsländer vom IWF Hilfsdarlehen zu Nullzinsen beziehen. Im Raum steht zudem ein neuer Treuhandfonds unter dem Arbeitstitel „Resilience and Sustainability Trust“. In der Diskussion ist auch, Sonderziehungsrechte an Entwicklungsländern zu verleihen, um deren Kreditvergabe anzukurbeln. „Es ginge nicht darum, Währungsreserven für alle Zeiten zu verschenken“, betont auch Marsh, „sondern Entwicklungsländern langfristige Kredite zu Nullzinsen zu gewähren“.

Die Bundesbank weist freilich auch dieses Ansinnen zurück: Dafür „fehlt in Deutschland die rechtliche Grundlage“. Nach dem deutschen IWF-Gesetz von 1978 sei die Bundesbank beauftragt, die finanziellen Verpflichtungen aus der Mitgliedschaft Deutschlands im IWF wahrzunehmen.

„Freiwillige Kredite stellen keine derartige Verpflichtung dar.“

Die Suche nach Gründen für die Zurückhaltung der Bundesbank führt ins Dickicht der Währungspolitik. Nach Maßgabe des IWF müssen Reserven liquide sein, das heißt kurzfristig und zu geringen Kosten handelbar, zudem von hoher Qualität, also ausfallsicher. Es geht um die Frage, ob Kredite an vom IWF verwaltete Treuhandfonds diesen Kriterien genügen. Das lässt Raum für Interpretationen und Abwägungen. Andere Zentralbanken kommen zu einem anderen Schluss als die Bundesbank. So hat die Banque de France wiederholt Sonderziehungsrechte als Kredite an Hilfstöpfe des IWF weitergereicht.

Das Bundesfinanzministerium hält sich bedeckt. Berlin steckt in einer verzwickten Lage. Die Bundesregierung hat das Versprechen der führenden Industriestaaten (G7) über zusätzliche Hilfen für Entwicklungsländer ebenfalls unterschrieben – und übernimmt nächstes Jahr den G7-Vorsitz. Es bleibt nur der Umweg über den Bundeshaushalt. Vor einem Jahr hat die große Koalition den PRGT-Treuhandfonds über ein langfristiges Darlehen bereits mit 3 Mrd. Euro aufgestockt. Nun läuft ihre Zeit an der Regierung ab. Fahrt wird das Thema in Berlin erst nach der Wahl aufnehmen – vor allem bei einer Regierungsbeteiligung der Grünen. Die Weitergabe von Sonderziehungsrechten sei ein Instrument, das man „sicher betrachten werde in der nächsten Legislaturperiode“, heißt es im Umfeld der Partei. „Wenn Frankreich vorangeht, wird Deutschland sich positionieren müssen.“

Als entscheidende Wegmarke für das Vorhaben gilt die IWF-Jahrestagung im Oktober. Bis dahin wird in Berlin keine neue Regierung stehen.

## SONDERZIEHUNGSRECHTE

### Tausch gegen Hartwährung

rec – Seit 2. August ist es fix: An jenem Tag hat der Gouverneursrat des Internationalen Währungsfonds (IWF), dem für die Bundesrepublik Bundesbankchef Jens Weidmann und als Stellvertreter Finanzminister Olaf Scholz (SPD) angehören, final die Aufstockung der sogenannten Sonderziehungsrechte um 650 Mrd. Dollar beschlossen. Diese spezielle Form der Währungsreserven teilt der IWF seinen Mitgliedstaaten an diesem Montag zu.

Die Höhe der Zuteilung richtet sich nach dem Anteil des jeweiligen Landes am IWF-Kapital. Deutsch-

land erhält als viertgrößter Anteilseigner 5,6%, umgerechnet circa 33 Mrd. Euro an Sonderziehungsrechten. Die Bundesbank verwaltet sie. Anderswo ist dafür mitunter nicht die Zentralbank, sondern das jeweilige Finanzministerium zuständig. Andere Länder können ihre Sonderziehungsrechte bei der Bundesbank gegen harte Währungsreserven wie Euro eintauschen. Die Bundesbank stehe bereit, sich im Rahmen ihrer freiwilligen Handelsvereinbarung mit dem IWF daran zu beteiligen, heißt es in der Wilhelm-Epstein-Straße.

Sonderziehungsrechte sind keine Währung im eigentlichen Sinne. In Fachkreisen werden sie bezeichnet als ein Vermögensgegenstand, der dem Inhaber ein Anrecht auf Tausch gegen eine weltweit anerkannte Reservewährung wie Euro, Dollar, Yen, Pfund oder Yuan gibt. Der IWF kann Sonderziehungsrechte jederzeit wieder einziehen, sie entsprechen also eher einem Darlehen.

Die jetzige Aufstockung ist die dritte. Bei der vorangegangenen Aufstockung im August 2009 ging es um ein Volumen von 250 Mrd. Dollar. (Börsen-Zeitung, 21.8.2021)

GASTBEITRAG

## Der digitale Euro – wirklich?

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat jüngst beschlossen, das Projekt digitaler Euro zu beginnen und damit – wie es Zentralbankchefin Christine Lagarde formulierte – „einen Gang hochzuschalten“. Blockchain-Enthusiasten, Payment-Revolutionäre, First Mover und Bankenkritiker klatschen Applaus. Doch niemand scheint so genau zu wissen, was Inhalt des Projekts sein soll. Für gut befunden wird unisono, dass „wir“ jetzt privatwirtschaftlichen und nationalstaatlichen Bestrebungen, digitale Währungen zu etablieren, etwas entgegenzusetzen.

Als Grund für einen digitalen Euro gibt die Zentralbank selbst an, dass damit „alltägliche Zahlungen einfach und sicher erledigt werden“ könnten und der „Übergang der europäischen Wirtschaft in das digitale Zeitalter unterstützt und Innovationen im Massenzahlungsverkehr aktiv“ gefördert würden. Diesen Leerformeln werden von Befürwortern des digital-



Andreas Walter Partner bei Schalast Law, Tax und Dozent u. a. an der Frankfurt School of Finance & Management

len Euro weitere Begründungen hinzugesetzt: Mal geht es um das Misstrauen gegenüber privatwirtschaftlich organisierten Zahlungswegen, mal darum, mit Staaten wie China, den Bahamas (und deren Kryptosand-Dollar) und El Salvador (wo der Bitcoin offenbar derzeit als gesetzliches Zahlungsmittel anerkannt wird) mitzuhalten. Es geht also um Geschwindigkeit, Sicherheit, Innovation, Transaktionskostenreduzierung und Wettbewerb.

Für den Bürger wäre der Unterschied zwischen dem digitalen Euro und einer Zahlung per Karte oder Überweisung sowieso nicht ohne Weiteres erkennbar. Bei den heutigen Zahlungswegen hat der Bankkunde einen Anspruch gegen sein Kreditinstitut, trägt also – gäbe es die Einlagensicherung nicht – das Risiko der Insolvenz seiner Bank. Beim digitalen Euro würde hingegen eine eigentumsähnliche Rechtsposition erworben. Der Vorteil läge auf der Hand, wenn in Europa ständig Banken in die Pleite rutschten und deren Kunden den belastenden Folgen der Insolvenz ausgesetzt wären.

### Viele Risiken

Angesichts der Tatsache, dass der Bezahlvorgang mit einer Kreditkarte an der Tankstelle wenige Sekunden in Anspruch nimmt, kann die Zeiterparnis durch den digitalen Euro nicht allzu groß sein. Dass beispielsweise Bitcoin-Transaktionen langsam sind und sich schon deswegen nicht dazu eignen, an der Supermarktkasse zu bezahlen, ist allgemein bekannt. Geschwindigkeit kann also nicht das Argument sein. Zweifelhaft ist auch, dass sich Transaktionskosten reduzieren lassen. An Zahlungsdiensten kann die Kreditwirtschaft sich bereits heute keine sprichwörtlich goldene Nase verdienen. Die EZB könnte Transak-

tionskosten allerdings entkoppeln und solidarisieren.

Wie sehr sich Europa an China orientieren muss oder soll, mag dahinstehen. Gleiches gilt für die Bahamas und El Salvador in ihrer Rolle als vermeintliche Innovations-treiber.

Durch den digitalen Euro nähmen Bankeinlagen signifikant ab. Dies würde dazu führen, dass Kredite nicht mehr im bisherigen Umfang durch die Transformationsleistung der Kreditwirtschaft gewährt werden können. Sie wären über den Kapitalmarkt zu refinanzieren, was Kredite verteuern oder, je nach Risiko, ausschließen würde. Der Rückgang dieser Kerngeschäfte hätte auch Folgen für die Kreditwirtschaft insgesamt.

Aus der Umfrage der Zentralbank ergibt sich, dass die vom Bargeld bekannte Anonymität bei Zahlungen die wichtigste Funktionalität sein soll. Diese Funktionalität wird der digitale Euro aber niemals haben. Unter dem Gesichtspunkt der Geldwäschebekämpfung werden anonyme Zahlungen zukünftig noch weiter zurückgedrängt werden.

Unter Sicherheitsaspekten scheint das jetzige, dezentrale Angebot von Kredit- und Zahlungsinstituten jeder zentralen Lösung überlegen zu sein: Die Technologie des digitalen Euro würde jeden Cyberkriminellen, organisierten Wirtschaftsstrafäter und

Schurkenstaat dazu beflügeln, sie anzugreifen.

Angesichts des Umstands, dass Funktionsweise und Vorteile einer digitalen Währung der Europäischen Zentralbank nicht klar sind, dass ganz erhebliche Nachteile damit einhergingen und weitere Folgerisiken bislang weder erhoben noch bewertet wurden, stellt sich die Frage, wie sinnvoll es ist, dass sich die Behörde in den Wettbewerb mit der Privatwirtschaft begibt.

### Herausfordernde Zeiten

Will die EZB ernsthaft direkte Kundenbeziehungen zu rund 340 Millionen Menschen im Euroraum einrichten und unterhalten? Soll sich die Europäische Zentralbank in diesen herausfordernden Zeiten nicht primär auf ihre Kernzuständigkeiten Preisstabilität und Bankenaufsicht fokussieren? Soll die Bankenaufsicht der EZB nicht die privatwirtschaftlichen Modelle bestmöglich und kritisch begleiten, um Geschwindigkeit, Transparenz, Datenschutz, Geldwäschevermeidung, Innovation und Transaktionsicherheit zur Geltung zu verhelfen?

Um auf – virtuellen – Konferenzen mit innovativen Teilnehmern zu diskutieren, ist das Thema digitaler Euro aber sicherlich kurzweiliger als andere Themen aus dem Bereich der Europäischen Zentralbank.

## Datenschutz im Fokus

Börsen-Zeitung, 21.8.2021

rec Frankfurt – Wann immer es um die Pläne der Europäischen Zentralbank (EZB) für einen digitalen Euro geht, rückt das Thema Datenschutz in den Fokus. Dieser Aspekt treibt die interessierte Öffentlichkeit am stärksten um, wie eine Umfrage der EZB ergab. Auch das Interesse von Verbraucherschützern haben die Pläne vor diesem Hintergrund geweckt. Ein digitaler Euro sollte aus Sicht des Bundesverbands der Verbraucherschutzzentralen (VZBV) so weit wie möglich die Vorteile von Bargeld abbilden. „Zahlungen in der digitalen Welt sollten wie bei Bargeld auch anonym sein“, sagte die Leiterin des Finanzmarktteams, Dorothea Mohn, kürzlich der Deutschen Presse-Agentur. „Kern muss der Schutz der Privatsphäre sein.“

Der EZB-Rat lässt seit einer Weile die Einführung eines digitalen Euro prüfen. In einer zweijährigen Untersuchungsphase soll es nun um Aspekte wie Technologie und Datenschutz gehen. Eine Entscheidung über die Einführung steht aus. In jedem Fall soll Bargeld erhalten bleiben. „Ein digitaler Euro, der Datenschutz sicherstellt, kann Verbraucher vor kommerzieller Überwachung bewahren und sie unabhängiger von privaten Konzernen machen, die ihre Macht immer mehr ausweiten“, sagte Mohn. Dafür müsse die Privatsphäre der gesamten Wertschöpfungskette geschützt werden, inklusive Konto oder elektronischer Geldbörse, sogenannter Wallets.