

Wie problematisch ist der deutsche Target2-Saldo?

- Mit 913 Mrd. Euro steht die Target2-Forderung der Bundesbank kurz vor der Billionengrenze.
- Die Ausweitung der letzten Jahre ist insbesondere ein Nebenprodukt der unkonventionellen Geldpolitik.
- In Folge äußerst unwahrscheinlicher Entwicklungen könnten durch Target2 Bundesbank-Verluste entstehen.
- Eine vorsorgliche Begrenzung der Salden wäre jedoch kontraproduktiv.

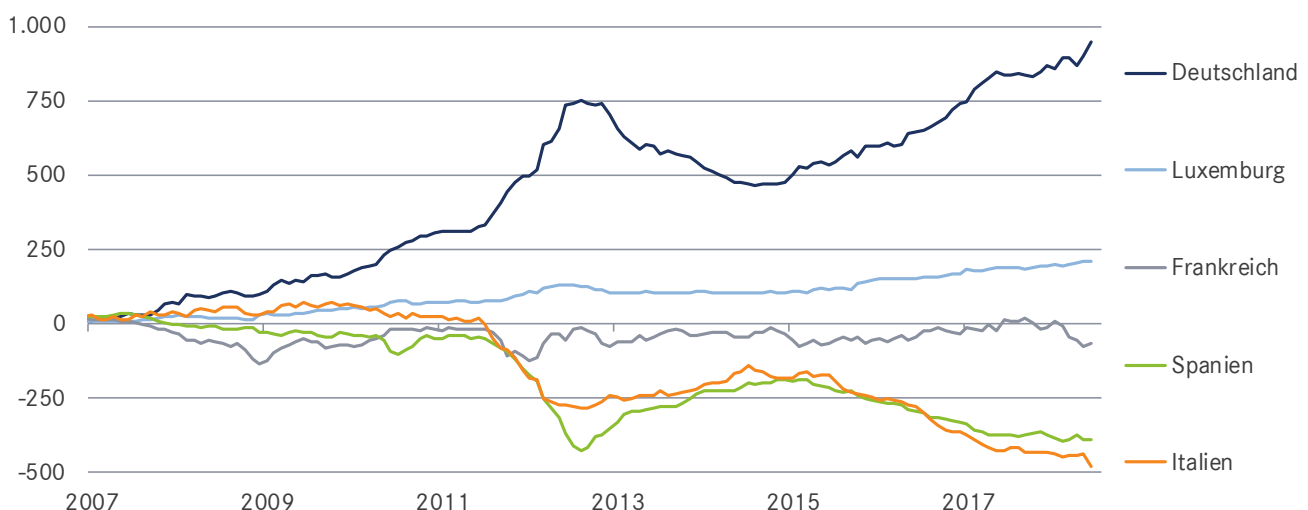
Was ist eigentlich Target2?

Target2 (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer) ist ein Zahlungssystem, über das Überweisungen von Zentralbanken und Geschäftsbanken im Euroraum getätigt werden. Die Target2-Salden entstehen, vereinfacht ausgedrückt, wenn von einem Land mehr Geld in ein anderes Land fließt als zurück. In diesem Fall entsteht bei der Zentralbank des Landes mit Netto-Abflüssen eine Verbindlichkeit gegenüber der EZB. Dies ist beispielsweise bei Italien der Fall. Zentralbanken von Ländern mit Netto-Zuflüssen, wie Deutschland, weisen Forderungen gegenüber der EZB auf. Diese Verbindlichkeiten und Forderungen sind die Target2-Salden.

Ausweitung der Target2-Salden infolge der globalen Finanzkrise

In früheren Zeiten waren die Ab- und Zuflüsse zwischen den einzelnen Ländern zumeist ausgeglichen, weil sich die Banken grenzüberschreitend Geld liehen und dadurch Fehlbeträge ausglich. Genauso hatten sich die Schöpfer des Euros den gemeinsamen Finanzmarkt auch vorgestellt. In Folge der Finanz- und Eurokrise zogen die deutschen Banken allerdings verliehene Gelder aus den südeuropäischen Ländern ab und zusätzlich überwiesen Sparer und Investoren Guthaben in den sicheren Hafen Deutschland. Auf dem Interbankenmarkt kam es so zu einem Ungleichgewicht, das dadurch kompensiert wurde, dass die südeuropäischen Banken in verstärktem Maße Kredite bei ihrer jeweiligen Zentralbank aufnahmen und die deutschen Banken ihre überschüssigen Mittel auf Bundesbank-Konten parkten. Diese unausgeglichene Geldströme zwischen den einzelnen Ländern führten zu einem deutlichen Anstieg der Target2-Salden, nachdem sie zuvor nahe Null lagen (siehe Grafik).

Target2-Salden ausgewählter Euro-Länder, in Mrd. Euro



Jeweils Monatsdurchschnitte. Quelle: EZB

Wie in der Abbildung ersichtlich, war die Entwicklung der Salden in den letzten Jahren durch zwei Phasen starker Anstiege geprägt. Während bis Mitte 2012 eine Austrocknung des Interbankenmarkts und die Kapitalflucht aus den sogenannten Peripherieländern für die Ausweitung der Salden verantwortlich war, ist der erneute Anstieg seit Anfang 2015 vor allem ein Nebenprodukt der unkonventionellen Geldpolitik. Durch ihre billionenschweren Anleihenkaufprogramme pumpen die

Zentralbanken nämlich zusätzliches Geld in das Bankensystem. Das dadurch entstehende Guthaben sammelt sich insbesondere in Ländern mit wichtigen Finanzzentren, wie Deutschland oder Luxemburg, was mit steigenden Target2-Salden einhergeht. Auch wenn diese erneute Ausweitung nicht zwangsläufig durch Risikoabwägungen der Finanzakteure getrieben wird, ist sie dennoch ein Anzeichen anhaltender Ungleichgewichte im Euroraum, wie sie sich auch in den Unterschieden der Renditeniveaus von Staatsanleihen ausdrücken. Eine Rückbildung der Target2-Salden ist erst auf lange Sicht zu erwarten, wenn die EZB zu einer Rückführung ihrer expansiven Geldpolitik übergegangen ist und sich die Lage am Interbankenmarkt normalisiert hat.

Verluste möglich, aber sehr unwahrscheinlich, und dann auch das geringste Problem

Theoretisch könnten der Bundesbank im äußerst unwahrscheinlichen Fall eines Auseinanderbrechens des Euroraums Verluste entstehen. Ein wichtiger Aspekt dabei ist, dass die Target2-Forderung der Bundesbank gegenüber der EZB und nicht gegenüber den anderen nationalen Zentralbanken besteht. Falls ein Land mit negativem Target2-Saldo die Währungs-gemeinschaft verlassen sollte, würde die EZB eine Einlösung der Verbindlichkeit von der entsprechenden Zentralbank verlangen. Es wäre nicht unwahrscheinlich, dass das betreffende Land die Forderung mittelfristig begleichen würde, da die EZB auch für Handelspartner außerhalb der Währungsunion über eine große Macht verfügt, wenn sie weiterhin Geschäfte mit dem Währungsraum tätigen wollen. Sollte die Forderung nicht eingelöst werden, dann könnte die EZB die verbleibenden nationalen Zentralbanken an dem entstehenden Verlust beteiligen. Die Bundesbank wäre dann proportional zu ihrem EZB Kapitalschlüssel (aktuell 27 %), und damit unabhängig von der Höhe ihrer Target2-Forderung, an den Verlusten beteiligt.

Relevant wäre die Höhe der deutschen Target2-Forderung nur bei einer vollständigen Auflösung des Euroraums und einer Abwicklung der EZB. Selbst in diesem Fall aber würden die Target2-Forderung der Bundesbank noch mit Verbindlichkeiten gegenüber der EZB aufgerechnet werden, womit der zu verbuchende Verlust deutlich niedriger wäre.

Da Zentralbanken ihr eigenes Geld drucken, folglich nicht pleitegehen und auch langfristig problemlos mit negativem Eigenkapital operieren können, wäre die Bundesbank im Falle eines Verlustes nicht auf eine Rekapitalisierung durch die Bundesregierung angewiesen. Die Bundesbank würde vermutlich lediglich ihre jährlichen Gewinnausschüttungen an das Finanzministerium einstellen, die allerdings ohnehin zumeist nur im niedrigen einstelligen Milliardenbereich liegen und damit keine zentrale Einnahmequelle darstellen.

Der wichtigste Punkt ist allerdings, dass sowohl der Austritt eines einzelnen Mitgliedslandes als auch das komplette Auseinanderbrechen des Euroraums für Finanzmärkte und Realwirtschaft derartig katastrophale Folgen haben würden, dass die Target2-Salden das geringste Problem wären.

Ein Symptom und Kompensator anhaltender Ungleichgewichte

Nach Ansicht einzelner Ökonomen ermöglichen es die Target2-Salden anderen Euro-Mitgliedstaaten auf zukünftige Kosten des deutschen Steuerzahlers zu konsumieren. Dieser Theorie kann allerdings erstens entgegengehalten werden, dass die meisten ehemaligen Krisenländer des Euroraums, auch Italien, längst über deutliche Handelsüberschüsse verfügen und folglich nicht „über ihre Verhältnisse leben“. Zweitens verkennt diese Theorie die Rolle des Finanzsystems. Die Finanzströme, die sich zu den Target2-Salden akkumulieren, sind schlicht viel größer, als es die Handelsströme sind. Folglich können sie auch nicht über diese getrieben sein. Die Target2-Salden sind vielmehr wie ein gefülltes Ausweichbecken bei einer Überschwemmung Symptom und Kompensator anhaltender Probleme im Finanzsystem. Sie zu begrenzen, wäre kontraproduktiv. Das würde eben jene Zentrifugalkräfte wecken, die den Euroraum in den Jahren 2011-2012 an den Rand des Abgrunds führten. Alternativ könnte man, wie es teilweise vorgeschlagen wird, eine jährliche Tilgung der Target2-Salden verlangen. Dies könnte etwa in Form von Staatsanleihen des jeweiligen Mitgliedslandes erfolgen. Doch diese dürften weniger sicher sein, als es das jetzige Guthaben bei der EZB ist. Zusammenfassend lässt sich deshalb festhalten, dass die Target2-Salden zwar theoretische Risiken bergen, aber sie ein notwendiges Mittel zur langfristigen Überwindung der Ungleichgewichte im Euroraum darstellen.