

Franz, Christian; Fratzscher, Marcel

Article

Wie man aus einer Mücke einen Elefanten macht: Wieso das Target-System ein Anker der Stabilität für Deutschland und Europa ist

DIW aktuell, No. 15

Provided in Cooperation with:

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

Suggested Citation: Franz, Christian; Fratzscher, Marcel (2018) : Wie man aus einer Mücke einen Elefanten macht: Wieso das Target-System ein Anker der Stabilität für Deutschland und Europa ist, DIW aktuell, No. 15, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/181234>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Wie man aus einer Mücke einen Elefanten macht: Wieso das Target-System ein Anker der Stabilität für Deutschland und Europa ist

Von Christian Franz und Marcel Fratzscher



Die Forderungen der Bundesbank gegenüber der Europäischen Zentralbank (EZB) aus dem Zahlungssystem Target2 nähern sich der 1 000-Milliarden-Euro-Marke. Einige deutsche Ökonomen warnen vor enormen Risiken und Verlusten für Deutschland. Eine genaue Ursachenanalyse und Risikoeinschätzung zeigt aber deutlich, dass ein dysfunktionales Interbankensystem sowie der Abzug von Kapital deutscher Banken aus den südlichen Euroländern maßgeblich für den Anstieg der Target-Salden bis zum Jahr 2012 waren. Target2 war somit nicht eine „Falle“, sondern eine „Fluchthilfe“ für deutsche Investoren. Der Anstieg der Target-Salden seit dem Jahr 2015 ist dagegen vor allem das Ergebnis des Anleihekaufprogramms der EZB, dessen Erlöse Investoren vor allem in Finanzzentren in Deutschland und Nordeuropa parken. Die Target-Salden sind somit nicht das Resultat eines dysfunktionalen Zahlungssystems oder steigender Risiken, sondern eine Folge der Fragmentierung des Finanzsystems und der Mechanik der EZB-Geldpolitik. Das Zahlungssystem Target2 ist essentiell für ein sicheres Eurosystem, von dem deutsche Anlegerinnen und Anleger sowie Unternehmen profitieren. Die Vollendung der europäischen Banken- und Kapitalmarktunion und eine stärkere Wachstumsdynamik im Euroraum werden zu einem Abbau der Target-Salden beitragen, indem sie der EZB einen Ausstieg aus ihrer expansiven Geldpolitik erlauben.

Die Target-Debatte ist zurück

Ende Juni erreichten die sogenannten Target2-Forderungen in der Bilanz der Bundesbank mit 976 Milliarden Euro ein neues Rekordhoch. Einige deutsche Volkswirte behaupten, dies bedeute hohe Risiken für die deutschen SteuerzahlerInnen und das Zahlungssystem müsse deshalb geändert werden. Das hat die Kontroverse, die es schon seit vielen Jahren immer mal wieder gibt, in diesen Tagen wieder entfacht.¹ Die Debatte wird hoch emotional geführt – die Rede ist von „Überziehungskrediten“ und von „Druckerpressen“, die die nationalen Zentralbanken mancher Länder anwerfen, um sich vermeintliche Vorteile zulasten Deutschlands zu verschaffen. Die Thematik ist jedoch so technisch, dass viele in der Öffentlichkeit diese Behauptungen kaum auf ihren Wahrheitsgehalt prüfen können. Eine Versachlichung der Debatte ist dringend geboten und Ziel dieses Beitrags ist es, zu einer solchen beizutragen.

Target2² ist der Name für das von der EZB und den nationalen Zentralbanken verwendete Verrechnungssystem für grenzüberschreitende Überweisungen in Zentralbankgeld. Target2-Salden sind bilanztechnische Forderungen (oder Verbindlichkeiten) der nationalen Zentralbanken der Euroländer gegenüber der EZB. Die Entstehung solcher Positionen geht auf die zweistufige Organisation des Eurosystems zurück, das aus nationalen Zentralbanken und der EZB besteht. Zur Veranschaulichung sei das vereinfachte Beispiel einer Überweisung zwischen zwei Geschäftsbanken in Deutschland und Italien herangezogen: Wenn eine italienische Geschäftsbank eine Überweisung an eine deutsche Geschäftsbank veranlasst, wird die Zahlung über Target2 abgewickelt. Die italienische Zentralbank (Banca d'Italia) belastet daraufhin das Girokonto der italienischen Bank mit dem gewünschten Betrag und stellt dafür eine Verbindlichkeit gegenüber der Bundesbank ein. Diese bucht dann eine Forderung gegenüber der Banca d'Italia ein und schreibt den Betrag auf dem Girokonto der deutschen Geschäftsbank gut. Am Ende des Tages werden alle so entstandenen Forderungen und Verbindlichkeiten saldiert. Je nachdem, ob Forderungen oder Verbindlichkeiten überwiegen, entsteht eine Forderung beziehungsweise Verbindlichkeit der Zentralbank gegenüber der EZB, die als zentrale Abwicklungsstelle fungiert. Da das Target2-System keinen Zahlungsausgleich (Settlement) zu einem bestimmten Zeitpunkt vorsieht, können sich diese Salden über die Zeit hinweg addieren. Zwar ergibt die Summe aller Salden der nationalen Zentralbanken im Eurosystem immer null, doch kann es aufgrund der dezentralen Organisation des Zahlungsverkehrs im Euroraum zu erheblichen Nettositionen kommen.

Entwicklung der Target-Salden

Kapitalabzug aus ‚Krisenländern‘: Der Anstieg der Target2-Salden bis zum Jahr 2012

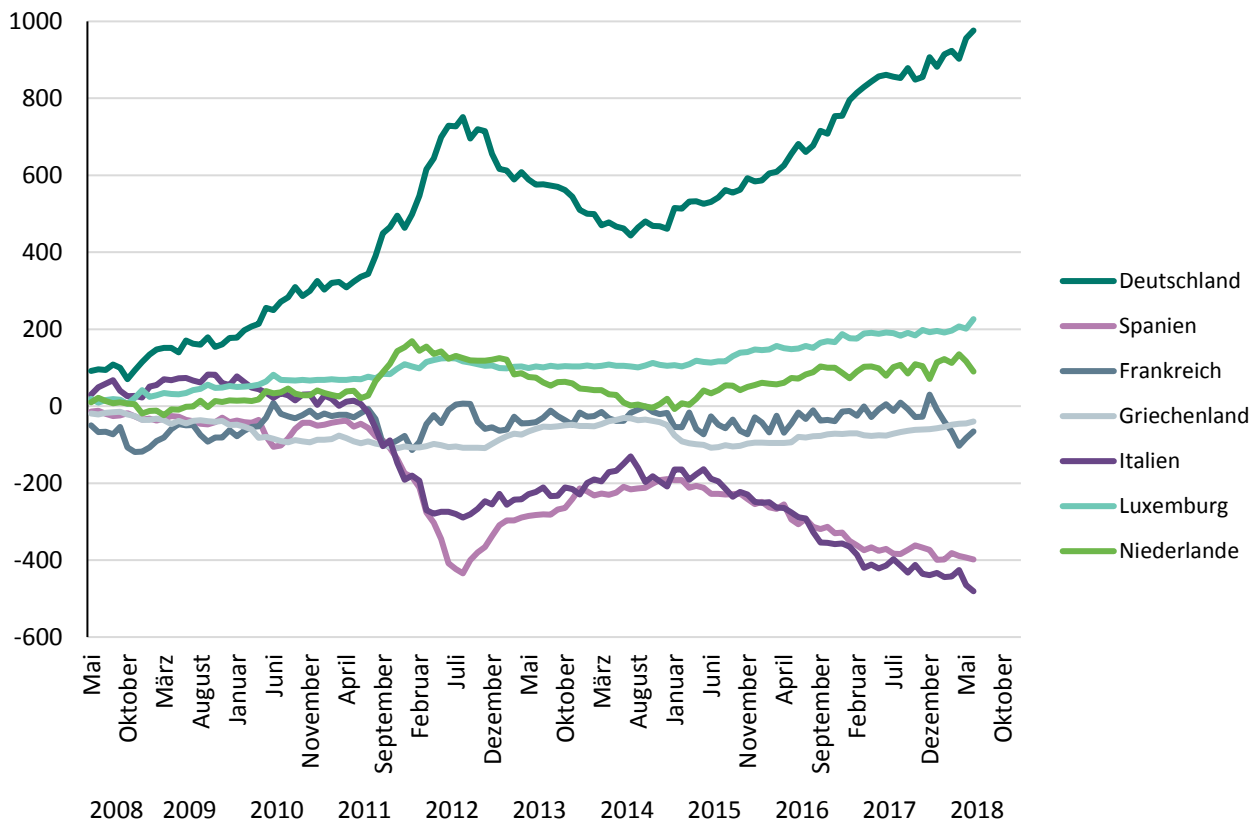
Es ist hilfreich, zwischen zwei Phasen des Aufbaus der Target2-Salden zu unterscheiden: die Zeit der Finanz- und Schuldenkrise im Euroraum (2008 bis 2013) und die Zeit ab Ende 2014. Im August 2012, dem Höhepunkt der Krise, erreichten die Target2-Forderungen der Bundesbank gegenüber der EZB einen Wert von 751 Milliarden Euro. In den zwölf Monaten zuvor waren die Forderungen Deutschlands einerseits und die Verbindlichkeiten Spaniens und Italiens andererseits stark angestiegen (Abbildung 1).

¹ Siehe Thomas Mayer (2018): Ein Wahnsinn namens Target 2. Frankfurter Allgemeine Zeitung, Gastbeitrag vom 14. Juli ([online verfügbar](#)); Hans-Werner Sinn (2018a): Fast 1000 Milliarden Euro. Frankfurter Allgemeine Zeitung, Gastbeitrag vom 17. Juli ([online verfügbar](#)); Martin Hellwig (2018): Wider die deutsche Target-Hysterie. Frankfurter Allgemeine Zeitung, Gastbeitrag vom 29. Juli ([online verfügbar](#)); zu Diskussionen in der Vergangenheit siehe z.B. Holger Zschäpitz (2017): Ökonomen warnen vor Billionenrisiko für Deutschland. Die Welt, 23. Oktober ([online verfügbar](#)); Marcello Minenna (2017): The ECB's story on Target2 doesn't add up. Financial Times Online.

² Target steht für "Trans-European Automated Realtime Gross Settlement Express Transfer"

Abbildung 1: Entwicklung der Target2-Salden

In Milliarden Euro, Werte jeweils zum Monatsende, ausgewählte Länder



Quelle: Europäische Zentralbank.

Damals gingen die Interpretationen für den Hintergrund dieser Bilanzpositionen in zwei unterschiedliche Richtungen:³ Auf der einen Seite standen diejenigen, für die wachsende Target2-Salden eine Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten darstellten.⁴ Auf der anderen Seite wurde argumentiert, dass die EZB-Refinanzierungsgeschäfte mit Vollzuteilung⁵ eine Umkehrung der Kapitalströme von südlichen Euroländern in nördliche Euroländer ermöglichten.⁶ Die Target2-Salden würden demnach lediglich den Kapitalabzug von (insbesondere deutschen) Anlegern aus den ‚Krisenländern‘ widerspiegeln.

Die Mehrzahl der wissenschaftlichen Studien hat vor allem diese zweite Argumentationslinie belegt. Dies bedeutet, dass das Target2-System in dieser ersten Phase bis 2013 als Stabilitätsanker fungiert hat, der deutschen Banken ermöglichte, Risiken aus südlichen Ländern des Euroraums abzubauen, ohne dass noch größere Friktionen im Bankensystem entstehen.

Im Zeitraum 2008 bis 2013 reduzierten deutsche Anleger in vielen Regionen der Welt ihre Investitionen; insbesondere waren davon Bankkredite betroffen (Tabelle 1), während Portfolio- und Direktinvestitionen nur in den

³ Siehe Stephen G. Cecchetti, Robert N. McCualey und Patrick McGuire (2012): Interpreting TARGET2 balances. Bank of International Settlements (BIS) ([online verfügbar](#)).

⁴ Hans-Werner Sinn und Timo Wollmershäuser (2012): Target-Salden und die deutsche Kapitalbilanz im Zeichen der europäischen Zahlungsbilanzkrise. Kredit und Kapital 45:4, 465-487.

⁵ Vollzuteilung bedeutet, dass das Eurosystem einer Geschäftsbank bei einem Refinanzierungsgeschäft jeden gewünschten Betrag zur Verfügung stellt, sofern diese ausreichend Sicherheiten stellen kann. Tender mit Vollzuteilung zählen zu den unorthodoxen Maßnahmen, die das Eurosystem in Reaktion auf die Finanz- und Staatsschuldenkrise ergriffen hat. Aus: Glossar Bundesbank ([online verfügbar](#)).

⁶ Marcel Fratzscher, Philipp König und Claudia Lambert (2013): Target-Salden – ein Anker der Stabilität. DIW Wochenbericht Nr. 44 ([online verfügbar](#)). Ulrich Bindseil und Philipp König (2012): TARGET2 and the European Sovereign Debt Crisis. Kredit und Kapital: Vol. 45, No. 2, 135-174.

Krisenländern⁷ zurückgingen (Tabellen 2 und 3). Ein wesentlicher Teil des vor der Krise in diese Länder geflossenen Kapitals wurde von dort wieder nach Deutschland zurückgeholt. Mit 373 Milliarden Euro war der Umfang dieser Kapitalflüsse beträchtlich (Tabelle 1, Spalte 4, Linie 1). Eine noch schwerwiegendere Krise im Euro-Raum wäre mit potenziell hohen Kosten für deutsche Anleger verbunden gewesen, im Fall von Konkursen der Kreditnehmer oder wenn die Zugriffsmöglichkeiten auf die Vermögenswerte beschränkt worden wären. Dagegen zogen deutsche Investoren ihre Portfolioinvestitionen und Direktinvestitionen in anderen Ländern des Euroraums in diesem Zeitraum nicht ab, sondern bauten sie zum Teil sogar noch weiter auf, zumal sich gerade durch den Verfall von Vermögenspreisen neue Chancen ergaben.

Gleichzeitig reduzierten ausländische Anleger ihr finanzielles Engagement in Deutschland, was sich in einem Rückgang von Bankkrediten und Wertpapierinvestitionen ausdrückte (Tabelle 1 und 2, jeweils Spalte 9). Dies spiegelte eine zunehmende Fragmentierung der Finanz- und Kapitalmärkte im Euroraum wider.

Neben möglicher Verluste aus Bankanlagen und Investitionen hätte eine Verschlimmerung der Krise im Euro-Raum auch die Exportwirtschaft getroffen. Zusammengekommen exportierte Deutschland zwischen 2008 und 2013 Güter im Wert von 656 Milliarden Euro in die Krisenländer (Tabelle 4).

Tabelle 1: Andere Kapitalanlagen (vor allem Bankkredite) aus und in Deutschland

In Milliarden Euro

	Forderungen					Verbindlichkeiten					Netto-Forderungen		
	2008	2013	2018*	08-13	13-18	2008	2013	2018*	08-13	13-18	2008	2013	2018*
Euroraum	1.109	736	617	-373	-118	766	531	557	-235	26	343	205	61
GIIPSC	577	279	192	-298	-87	342	214	229	-128	15	235	65	-37
N-GIIPSC	532	457	426	-76	-31	424	316	327	-108	11	108	140	98
Welt	2.745	1.973	1.906	-772	-67	1.200	1.029	1.238	-171	209	1.545	944	668

Quelle: Bank for International Settlements, International Claims, Immediate Borrower Basis. * Q1/2018 ansonsten Q4.

Tabelle 2: Wertpapieranlagen (Portfolioinvestitionen) aus und in Deutschland

In Milliarden Euro

	Forderungen					Verbindlichkeiten					Netto-Forderungen		
	2007	2013	2017*	07-13	13-17	2007	2013	2017*	07-13	13-17	2007	2013	2017*
Euroraum	1.222	1.476	1.795	254	319	1.063	922	1.042	- 141	120	159	554	753
GIIPSC	479	420	440	- 59	20	264	178	231	- 86	52	215	242	209
N-GIIPSC	743	1.056	1.355	312	299	799	744	811	- 56	67	- 56	312	544
Welt	1.803	2.251	2.926	448	675	2.217	2.324	2.615	107	291	- 414	- 73	311

Quelle: International Monetary Fund, CDIS. *Entspricht Beobachtung im Juni 2017, ansonsten Dezemberbeobachtung.

Tabelle 3: Direktinvestitionen aus und in Deutschland

In Milliarden Euro

	Forderungen					Verbindlichkeiten					Netto-Forderungen		
	2009	2013	2016	07-13	13-16	2009	2013	2016	07-13	13-16	2009	2013	2016
Euroraum	320	475	490	156	15	392	456	431	65	-26	-72	19	60
GIIPSC	68	96	93	28	-3	53	59	60	6	1	15	38	34
N-GIIPSC	251	379	397	127	18	339	398	371	59	-27	-87	-19	26
Welt	758	1.100	1.239	342	139	621	706	729	85	23	137	394	510

Quelle: International Monetary Fund, CPIS. Beobachtungen zum Periodenende.

⁷ Unter „Krisenländern“ sind hier die Länder gemeint, die sich ab 2010 und später aufgrund ihrer Verschuldungen oder der Probleme ihres Bankensektors nicht mehr oder nur sehr schwer auf dem Kapitalmarkt refinanzieren konnten, also Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien und Zypern. In den Tabellen wird diese Gruppe als GIIPSC zusammengefasst.

Tabelle 4: Kumulierte Handelsströme Deutschlands zwischen 2008 und 2017

In Milliarden Euro

	Exporte		Importe		Handelsüberschuss	
	2008-13	2008-17	2008-13	2008-17	2008-13	2008-17
Euroraum	2.400	4.161	1.904	3.351	496	809
GIIPSC	656	1.130	513	903	143	227
N-GIIPSC	1.744	3.030	1.391	2.448	353	582
Welt	5.981	10.781	4.960	8.809	1.021	1.973

Quelle: Destatis.

Ausweitung der Wertpapierkäufe der EZB: Der Anstieg der Target2-Salden seit Ende 2014

Die Daten zu Kapitalflüssen ab 2013 zeichnen ein anderes Bild. Zwischen 2013 und 2018 gehen die Bankkredite deutscher Kreditinstitute in den Euroraum und vor allem in die Krisenländer Südeuropas zwar weiter zurück, der Rückgang ist jedoch nur noch recht schwach. Über den gesamten Zeitraum von 2008 bis 2018 zogen deutsche Kreditinstitute 491 Milliarden Euro an Bankkrediten aus Ländern des Euroraums zurück (Tabelle 1). Mittlerweile übersteigen die Verbindlichkeiten gegenüber den Krisenländern die Forderungen. Eine wichtige Erklärung für die neuen Rekordwerte bei den Target2-Salden liefern in dieser Phase stattdessen die veränderte Geldpolitik und deren Umsetzung.

Seit Anfang 2015 weitete die EZB die Programme zum Ankauf von Vermögenswerten auch auf Anleihen von Staaten (und später auch anderer Körperschaften) aus. Dabei kaufen EZB und nationale Zentralbanken die Anleihen auf dem Sekundärmarkt – also nicht direkt bei Ausgabe, sondern wenn sie weiterverkauft werden. Das Programm (das sog. PSPP oder *public sector purchase programme*) wurde mit den bereits bestehenden Ankaufprogrammen für Asset-Backed Securities (ABSPP), gedeckte Schuldverschreibungen (CBPP₃) und Unternehmensanleihen (CSPP) unter dem Namen *expanded Asset Purchase Program* (APP) zusammengefasst. Das Volumen der Ankäufe aller Programme betrug ab März 2015 zunächst 60 Milliarden Euro monatlich, wurde zwischenzeitlich auf 80 Milliarden Euro erhöht und wurde ab April 2017 wieder auf 60 Milliarden Euro beschränkt. Bis Ende 2018 soll das Volumen des APP auf 15 Milliarden zurückgefahren werden. Bis zum Mai 2018 hatten die Zentralbanken des Eurosystems unter diesen Programmen Wertpapiere im Wert von 2,43 Billionen Euro aufgekauft, von denen mehr als 80 Prozent Anleihen von Staaten und anderer öffentlicher Institutionen waren.⁸ Diese Ankäufe schaffen einen enormen Überschuss an Liquidität im Bankensystem: Im Gegensatz zu einer Liquiditätsbereitstellung, die durch die Nachfrage am Markt getrieben ist (zum Beispiel über die sogenannten Main Refinancing Operations (MROs) der EZB), sind die angebotsgetriebene Liquiditätsmaßnahmen unabhängig von der Situation auf dem Bankenrefinanzierungsmarkt.

Diese Überschussliquidität war eine zentrale Bedingung für das Wiederanwachsen der Target2-Salden seit 2015.⁹ Ein wichtiger Aspekt ist dabei die dezentrale Umsetzung der Wertpapierprogramme über die nationalen Notenbanken. Angesichts eines größtenteils integrierten Finanzmarktes im Euroraum kaufen nationale Zentralbanken Staatsanleihen häufig von Investoren im Ausland. Es kommt also in erheblichem Maße zu grenzüberschreitenden Transaktionen – und somit zu Transaktionen über das Target2-System. So fanden laut EZB etwa 80 Prozent der Wertpapierkäufe des APP mit Banken statt, die außerhalb des Landes der jeweiligen Zentralbank lagen.¹⁰

Abbildung 2 zeigt den starken Anstieg der Überschussliquidität in der EZB-Bilanz durch das APP. Hierbei ist es in vielerlei Hinsicht nicht überraschend, dass die Target2-Salden einzelner Länder stark angestiegen sind. Dieser Anstieg hätte zudem noch stärker ausfallen können. Gleichzeitig bedeutet ein künftiger Rückgang dieser Überschussliquidität – durch das bereits eingeleitete Ende des Anleihekaufprogramms der EZB und ein Abschmelzen ihrer Bilanz –, dass auch die Target-Salden sich mechanisch in der Zukunft wieder zurückbilden werden.

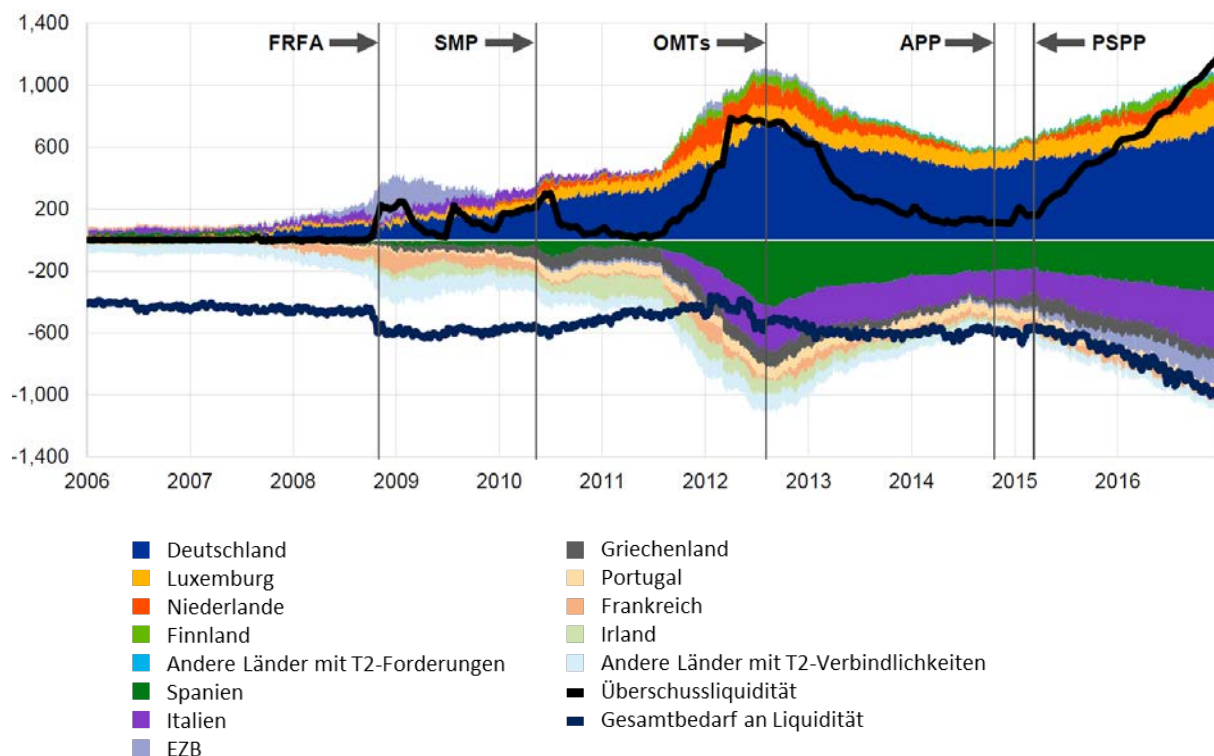
⁸ Siehe: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

⁹ Jens Eisenschmidt et al. (2017): The Eurosystem's asset purchase programme and TARGET balances. ECB Occasional Paper Series, No. 196 ([online verfügbar](#)).

¹⁰ Jens Eisenschmidt et al. (2017), a.a.O.

Abbildung 2: Target2-Salden, Überschussliquidität und Liquiditätsbedarf

In Milliarden Euro, Tagesdaten, rollierender Durchschnitt (30 Tage) der Überschussliquidität



Abkürzungen: FRFA = Fixed Rate Full Allotment ab 15.10.2008; SPM = Securities Markets Programme ab Mai 2010; OMT = Outright Monetary Transactions, verkündet im August 2012; APP = Asset Purchase Programme, initiiert im Oktober 2014; PSPP = Public Sector Purchase Program, gestartet im März 2015.

Quelle: Jens Eisenschmidt et al. (2017), a.a.O.; EZB.

Die Konzentration von Finanzzentren führt dazu, dass viele der Wertpapierkäufe im Rahmen des APP des Eurosystems mit Finanzinstitutionen abgewickelt werden, die über Zentralbanken in diesen Finanzzentren auf das Target2-System zugreifen. Wenn also die spanische Zentralbank (Banco de España) spanische Staatsanleihen von US-amerikanischen Investoren kauft, die auf das Target2-System zum Beispiel über die Bundesbank zugreifen, dann entsteht auf der Seite der Banco de España eine Target2-Verbindlichkeit und auf Seiten der Bundesbank eine Target2-Forderung gegenüber dem Eurosystem.

Der Fall Italien

Über diese allgemeinen Mechanismen hinaus lohnt es sich, ein Blick auf einzelne Länder zu werfen, zum Beispiel Italien. Die Zahlungsbilanz Italiens, in der alle Kapitalströme aus und nach Italien abgebildet sind, weist auf eine neue Dynamik nach dem Start des APP hin: Der nichtfinanzielle Sektor in Italien (Firmen und Haushalte) hat zwischen März 2015 und Juni 2017 über 250 Milliarden Euro in Anlagen reinvestiert, die von Finanzinstitutionen im Ausland verwaltet werden.¹¹ Diese Entwicklung wurde durch das EZB-Ankaufprogramm von Wertpapieren gefördert, indem die Zentralbank Italiens italienische Staatsanleihen von privaten Investoren erwarb und somit die notwendigen finanziellen Ressourcen für die Umschichtungen ins Ausland bereitstellte.

Letztlich bedeutet diese Umschichtung, dass private Anleger und Investoren nicht in Italien reinvestieren, sondern ihr Geld eher im Ausland anlegen. Die zentrale Frage für die Stabilität des Euro ist in dieser Hinsicht, ob die steigenden Target2-Bilanzen eine Kapitalflucht aus Italien implizieren, die letztlich ein verlorenes Vertrauen

¹¹ Siehe Marcello Minenna (2017), a.a.O.; Marcello Minenna, Giovanni Dosi und Andrea Roventini (2018): ECB monetary expansions and euro area TARGET2 imbalances: a balance-of-payment-based decomposition. European Journal of Economics and Economic Policy: Intervention.

in die wirtschaftliche Zukunftsfähigkeit Italiens widerspiegeln könnte. Eine solche These lässt sich bisher nicht belegen, denn auch die Zinsunterschiede zwischen Italien und Deutschland sind seit 2012 stark gesunken und waren in den letzten Jahren relativ stabil (Abbildung 3). Somit scheinen die Abflüsse privater Anleger ins Ausland eher eine seit 2015 zu beobachtende Internationalisierung in den Portfolios von Großanlegern widerzuspiegeln. Dennoch reagierten Märkte und Anleger nervös auf die neue Regierung in Italien – was sich auch im Unterschied der Renditen zwischen zehnjährigen Anleihen von Italien und Deutschland zeigt. Es lässt sich also nicht ausschließen, dass zumindest in den vergangenen Monaten ein Teil des Anstiegs der Target2-Salden auch ein solches politisches Risiko in Italien widerspiegelt. Dies sind jedoch Vermutungen. Abschließend lässt sich nur festhalten, dass der Anstieg der Target2-Salden seit 2014 hauptsächlich aus der Zunahme der Überschussliquidität durch das EZB-Anleihekaufprogramm resultiert.

Abbildung 3: Zins-Differenz zehnjähriger Anleihen zwischen Italien und Deutschland, 2007 bis 2018

In Prozentpunkten, Monatsdurchschnitt. Letzte Beobachtung: Mai 2018.



Quelle: OECD.

Das Target2-System zu beschränken, wäre gefährlich

Oggleich das Target2-Zahlungssystem eine essentielle Rolle für ein reibungsloses Funktionieren des Eurosystems und deren Geldpolitik spielt, wurde in der Debatte von manchen Target-Kritikern vorgeschlagen, die Target2-Verbindlichkeiten zu beschränken oder gar ganz zu verbieten.¹² Dieser Vorschlag beruht auf der Überzeugung, dass die Verbindlichkeiten gegenüber dem Eurosystem womöglich niemals zurückgezahlt werden könnten. Tatsächlich ist im Falle des Zusammenbruchs des Euro, oder dem Austritt einzelner Länder, ein solches Verlustszenario möglich.

Hinzu kommt, dass die von den Kritikern geforderte Beschränkung des Target-Systems massiven Schaden vor allem auch für die Realwirtschaft in Deutschland anrichten könnte. Das kann an folgendem Beispiel erläutert werden: Angenommen, eine deutsche Bank möchte eine verbriefte Kreditforderung gegenüber spanischen Unternehmen verkaufen, um dieses Geld nach Deutschland zu bringen. Unter einem funktionierenden Target-System kann eine spanische Bank diese Kreditforderung kaufen, indem sie einen Zentralbankkredit der EZB über die Summe aufnimmt und dafür Sicherheiten hinterlegt. Durch diese Transaktion entstehen eine Target-Forderung Deutschlands und eine Target-Verbindlichkeit Spaniens. Alle involvierten Akteure profitieren von dieser Transaktion: die spanischen Unternehmen, deren Kreditzugang fortgeführt wird, die spanische Bank,

¹² Hans-Werner Sinn (2018b): Fast 1000 Milliarden Target-Forderungen der Bundesbank: Was steckt dahinter? Blogpost ([online verfügbar](#)).

der nun diese Kreditforderung gehört, und auch die deutsche Bank, die diese Transaktion realisieren und ihr Geld ohne Verluste nach Deutschland zurückbringen kann.

Im Fall einer Beschränkung der Target2-Salden könnte die spanische Bank diese Transaktion möglicherweise nicht mehr finanzieren, wenn sie die dafür notwendigen Gelder nicht privat aufbringen kann und auf EZB-Kredite angewiesen ist. Dies würde jedoch vor allem die deutsche Bank vor Probleme stellen und könnte signifikante Verluste für sie verursachen, denn ihre verbriefte Kreditforderung würde an Wert verlieren, da viele Käufer nicht mehr in der Lage wären, einen solchen Kauf zu finanzieren. Es würde auch viele spanische Unternehmen in Schieflage bringen, da ihr Zugang zu Krediten beschränkt und teurer würde. Dies würde den Wert der Kreditforderungen von Investoren noch weiter reduzieren und die Verluste der Gläubiger erhöhen. Die Folge wäre eine Abwärtsspirale, bei der ein Liquiditätsproblem letztlich zu einem Solvenzproblem führt, deutsche und spanische Finanzinstitute Verluste erleiden und die spanische sowie die deutsche Wirtschaft letztlich in eine Rezession oder Krise getrieben werden.

Deutsche Banken und Investoren halten über 2 900 Milliarden Euro an Vermögenswerten und Forderungen in anderen Ländern des Euroraums (Tabellen 1-3). Deutsche Banken haben seit 2008 über 490 Milliarden Euro an Bankkrediten aus anderen Euro-Ländern abgezogen.

Das Target-System sichert nicht nur deutsche Vermögen im Euroraum, sondern hilft auch Deutschlands Exporteuren, ihre Produkte zu verkaufen. Seit 2009 haben deutsche Unternehmen 4 100 Milliarden Euro an Exporten in andere Länder des Euroraums verkauft und mit diesen Ländern einen erheblichen Handelsüberschuss erzielt (über 800 Milliarden Euro). Eine Beschränkung des Target2-Systems könnte deutsche Exporte in die Euroländer reduzieren und die deutsche Wirtschaft schwächen.

Fazit

Die Ängste, die um Target2-Salden geschürt werden, sind irrational und überzogen. Das Target2-System war zu keiner Zeit eine „Falle“, sondern ermöglichte vor allem deutschen Banken den Abzug von Kapital aus Krisenländern und die Vermeidung von Verlusten. Der erneute Anstieg der Target2-Salden ist in erster Linie eine Folge der Fragmentierung des Finanzmarkts: Die Finanzmärkte im Euroraum sind weder homogen noch ausreichend gut integriert. Abhilfe schaffen kann hier die Vollendung der europäischen Banken- und Kapitalmarktunion. Wenn sich die EZB zudem – wie schon eingeleitet – aus ihrer expansiven Geldpolitik zurückzieht, werden sich die Target2-Salden schrittweise reduzieren.

Die Target2-Salden sind letztendlich ein Beweis für die Effektivität der EZB-Geldpolitik: Es ist die Aufgabe einer jeden Zentralbank, als Letztsicherungsinstanz („Lender of last resort“) solventen Banken ausreichend Liquidität zur Verfügung zu stellen. Dies gilt gerade auch dann, wenn sie diese nicht mehr über private Kapitalmärkte erhalten können. Nur unter dieser Voraussetzung können diese Banken weiterhin Kredite an Unternehmen und Haushalte vergeben und die Wirtschaft stützen. Keine Währungsunion kann funktionieren ohne eine funktionsfähige Zentralbank, die solventen Banken Liquidität gegen Sicherheiten zu Verfügung stellt.

Die Panikmache gegen Target2-Salden ist ein fehlgeleiteter Versuch, Deutschland als Opfer der gemeinsamen Währung und der EZB darzustellen. Dabei müsste es in der Diskussion einzig und allein darum gehen, Europa und den Euro durch kluge Reformen krisenfester zu machen.

Christian Franz ist wissenschaftlicher Mitarbeiter im Vorstand des DIW Berlin | cfranz@diw.de

Marcel Fratzscher ist Präsident des DIW Berlin | mfratzscher@diw.de

Impressum

DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung

Mohrenstraße 58, 10117 Berlin

Tel. +49 (30) 897 89-0

Fax +49 (30) 897 89-200

<http://www.diw.de>

Redaktion:

Pressestelle des DIW Berlin

Pressekontakt:

Mathilde Richter

Tel.: +49 (30) 89789-152

Mail: presse@diw.de

ISSN: 2567-3971

Alle Rechte vorbehalten

© 2018 DIW Berlin

Abdruck oder vergleichbare
Verwendung von Arbeiten
des DIW Berlin ist auch in
Auszügen nur mit vorheriger
schriftlicher Genehmigung
gestattet.