

Rewel, Thomas

Preprint

Target-2-Salden - Fluch oder Segen für das Eurosystem?

Suggested Citation: Rewel, Thomas (2013) : Target-2-Salden - Fluch oder Segen für das Eurosystem?, ZBW - Deutsche Zentralbibliothek für Wirtschaftswissenschaften, Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft, Kiel und Hamburg

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/97621>

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.

*„Target-2-Salden-
Fluch oder Segen für das Eurosystem?“*

Universität Hamburg
Fakultät Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Verfasser: Thomas Rewel

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	II
Zusammenfassung	III
Einleitung	1
1 Die Verankerung der TARGET-2-Salden in der aktuellen Debatte	2
1.1 Was ist TARGET2?	2
1.2 Ursprung der TARGET-2-Salden im Eurosystem	4
2 Entstehung und Auswirkungen der TARGET-Salden	5
2.1 Zwischenfazit	7
2.2 Beispiel	7
3 Auswirkungen auf Deutschland	12
4 Handlungsmöglichkeiten und Fazit	15
Literaturverzeichnis	18

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: TARGET-Salden im Euroraum (Ende 2010)	4
Abbildung 2: Modell mit 3 Akteuren und der Verarbeitung einer einfachen Überweisung	8
Abbildung 3: Modell mit erweiterten Akteuren und der Verarbeitung einer Überweisung im TARGET-2-System	9
Abbildung 4: Die Ausleihsummen für Euroländer (Mrd. €)	13

Zusammenfassung

In dieser Arbeit wird ein Blick auf die aktuelle Debatte um die TARGET-2-Salden, welche insbesondere durch Sinn in den letzten beiden Jahren initiiert worden ist, geworfen. Diese Betrachtung verhilft dem Leser dieses Aufsatzes, die relativ hohen Salden im *Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System (TARGET)* (*Echtzeit-Bruttozahlungssystem des Eurosystems für Transaktionen in Zentralbankgeld*) und den Konstruktionsfehler im Eurosystem zu verstehen. Aus jetziger Sicht zeigen die momentanen Verwerfungen im Eurosystem das Fehlen eines wirksamen, marktkonformen Preisanpassungsmechanismus im Euroraum auf, welche in fortlaufenden Nettoauslandsschulden münden. Durch den Entzug des Vertrauens der privaten Marktteilnehmer in die GIPS-Länder, floss in diese Peripherie kein Geld mehr, welches dringend benötigt wurde. Anstelle des privaten Marktes traten die nationalen Zentralbanken und schlussendlich die Europäische Zentralbank mit ihren TARGET-Krediten. Die EZB tolerierte die Kreditvergabe der nationalen Zentralbanken, indem sie sich mit immer weniger Sicherheiten bei ihrer Geld- und Kreditschöpfung begnügte. Mitte 2012 beliefen sich die TARGET-Forderungen (bzw. die entsprechenden Verbindlichkeiten) in den Bilanzen der NZBen des Eurogebiets auf insgesamt 1 Billion €. Diese Möglichkeit in dieser Art und Weise Kredite aufzunehmen, ist ein wesentlicher Konstruktionsfehler, welcher sich systemgefährdend für den Euroraum entwickeln kann. Dieser Fehler blieb jedoch jahrelang unbemerkt und konnte erst im Zuge der europäischen Schuldenkrise aufgedeckt werden. Aufgrund der Komplexität des geldpolitischen Instrumentariums der EZB, welches ökonomische Zusammenhänge leicht verdecken, war es Sinn, der 2011 als erster Ökonom auf die Gefahr der TARGET-Salden hinwies. Die hohen Target Salden sind insbesondere ein Ergebnis der Umsetzung der Geldpolitik im Euroraum unter den besonderen Umständen, welche die Krise hervorgebracht hat. Die Salden bilden lediglich die finanziellen Risiken ab, die mit den hinter den Salden stehenden geldpolitischen Geschäften des Eurosystems verbunden sind.

TARGET-Salden entstehen infolge von Ungleichgewichten von Zahlungsströmen, welche grenzüberschreitend zwischen Banken im Euroraum durchgeführt werden, somit spiegeln die Salden Refinanzierungsgpässe in den Bankensystemen bestimmter Länder wider. Über TARGET werden sowohl Interbankzahlungen als auch kommerzielle Zahlungen ohne Betragsober- oder -untergrenze abgewickelt. Bei der Abwicklung grenzüberschreitender Zahlungen zwischen Teilnehmern in TARGET bilden sich innerhalb des Eurosystems Salden heraus, d. h., dass Positionen in den Bilanzen der entsprechenden Zentralbanken entstehen, die Forderungen bzw. Verbindlichkeiten gegenüber dem Eurosystem darstellen. Sie werden in den Bi-

lanzen der NZBen als TARGET-Forderungen (falls positiv) oder TARGET-Verbindlichkeiten (falls negativ) ausgewiesen (gegenüber der EZB als zentralem Kontrahenten).

Am Ende jedes Tages werden die Bilanzen der Zentralbanken angepasst. Dabei wird für die Zentralbanken, die einen Rückgang des Gesamtguthabens auf Girokonten verzeichnen, eine entsprechende Verbindlichkeit und für die Zentralbanken, die einen Anstieg des Gesamtguthabens auf Girokonten verzeichnen, eine entsprechende Forderung in TARGET festgehalten. Die bilateralen Ströme zwischen den Zentralbanken des Eurosystems werden dann aggregiert und saldiert, sodass letztendlich jede NZB eine einzige Nettoposition gegenüber der EZB ausweist.

Doch wo genau liegt das Problem? Aus der Makroperspektive ergibt sich genau genommen kein Problem. Es sind alle Annahmen, welche getroffen werden, wenn sich ein Szenario der in diesem Aufsatz betrachteten Möglichkeiten ergibt. Genau in diesen Wahrscheinlichkeiten liegt die Problematik. Verschiedene Ökonomen lieferten draufhin mögliche Lösungsvorschläge und Politikempfehlungen, welche ebenfalls Bestandteil dieses Aufsatzes sein sollen.

Einleitung

„Es war Wahnwitz, dieses System zu schaffen. Jahrhundertlang wird man darüber als eine Art Denkmal kollektiver Dummheit schreiben“ (William Hague: 2012).

TARGET-2 ist das Zahlungssystem für Großbeträge im Euroraum. Damit werden elektronische Zahlungen von einem Land in ein anderes Land über die jeweiligen Zentralbanken erfasst und abgerechnet. Das im System der Europäischen Zentralbanken eingebundene TARGET-2-System arbeitet bilateral über die beteiligten Zentralbanken. Dieses System weist jedoch einen großen Fehler auf, nämlich, dass die Tagesforderungssalden einer Zentralbank gegen die andere nicht regelmäßig ausgeglichen werden müssen. Es erfolgt täglich ein automatischer Schuldnerwechsel auf Rechnung der EZB. Die Target-Salden der GIPS-Länder betragen im März 2011 314 Mrd. € Das ist das Geld, welches die Notenbanken über das Maß hinaus verliehen haben, welches für die eigene, innere Geldversorgung benötigt wurde. Dieses Geld wurde in Konsequenz dazu verwendet, um beispielsweise Aktien, Staatspapiere oder Firmen zu bezahlen. Das Problem, welches sich aus dem TARGET-2-Salden ergibt ist, dass diese Kreditverlagerung der Kernländer an die GIPS-Länder einen echten Kredit darstellt, der es den Peripherieländern ermöglicht, sich mehr Vermögensobjekte und Güter im Ausland zu kaufen, als es ihnen normal möglich gewesen wäre. Diese Arbeit gibt einen Einblick in die komplexe Thematik der TARGET-2-Salden und versucht zu klären, worin das Problem dieser Salden besteht? Weiterhin untersucht der Verfasser dieser Arbeit welche Auswirkungen die TARGET-2-Salden auf die Ökonomie für Deutschland haben kann. Schlussendlich wird diese Arbeit mit einem Ausblick und möglichen Handlungsanweisungen enden.

1 Die Verankerung der TARGET-2-Salden in der aktuellen Debatte

Es waren vor allem Beiträge von Hans-Werner Sinn, in denen auf mögliche Gefahren, bezogen auf das TARGET-2-System, hingewiesen wurde. Auf internationaler Ebene nahm die fachliche Auseinandersetzung im Anschluss an Sinns Veröffentlichungen vor allem durch Buitter und Whelan Fahrt auf. Im deutschsprachigen Raum findet vor allem eine Diskussion in der FAZ und im Handelsblatt statt (Fahrholz/Freytag 2011: 2). Vordergründig geht es bei den TARGET2- Salden um ein Verrechnungssystem der Notenbanken der Eurozone. Laut Sinn haben diese Salden einen milliardenschweren Charakter eines Rettungsschirmes, an dessen Entstehung und Verabschiedung kein Parlament eines Mitgliedslandes mitgewirkt hat. TARGET2 repräsentiert die zweite Generation dieses von der EZB kontrollierten Verrechnungssystemes der Eurozone, an dem sowohl private Institutionen als auch die Notenbanken teilnehmen (Homburg 2011: 46). Die Funktion des TARGET2-Systems ist es, die in jeder einzelnen Ökonomie des Euroraumes gleichwertige Verwendung des Euro als Zahlungsmittel in der Realwirtschaft zu gewährleisten (Fahrholz/Freytag 2011: 2).

In der aktuellen Debatte im Streit um die TARGET-2-Salden geht es daher nicht um die Salden an sich. Eher fokussiert sich die Diskussion um die aufgetretenen Bestände an TARGET-2-Forderungen und Verbindlichkeiten, denn die Salden treten im Eurosystem im Kontext des Kapitalbilanz- und Leistungsverkehrs auf.

1.1 Was ist TARGET2?

Das Wort TARGET bedeutet *Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System*. Es ist ein Zahlungsverrechnungssystem, indem sich die Kontostände aller Teilnehmer in jedem Zeitpunkt zu null addieren (Homburg 2011: 46). Das TARGET-2-System kann man sich wie ein Röhrensystem vorstellen, welches für einen bilanztechnischen Ausgleich von Aktiva und Passiva auf Ebene einer Zentralbank im Eurosystem sorgt. TARGET -2-Salden treten im Zusammenhang des Leistungs- und Kapitalbilanzverkehrs im Eurosystem auf. Dieses System ist als *Naben-Speichen-System* bekannt. In diesem Kontext versteht sich die EZB als *Nabe* und die nationalen Zentralbanken als *Speichen*. Im Eurosystem fungiert demzufolge die EZB im Vergleich wie ein Croupier, der Order von Jetons durch die NZB ausführt. Letztendlich ist die EZB nur mit der technischen Abwicklung der Entscheidungen privater Marktteilnehmer befasst (Fahrholz/Freytag 2011: 3). Für die Guthaben oder die Überziehungen wurden keine Höchstgrenzen festgelegt, da man vor dem Ausbruch der Krise davon ausging, dass auf den Konten nur unwesentliche Abrechnungsdifferenzen verbleiben. Die Realität lehrte uns eines Besseren. Ab 2007 kletterten

die Salden der nationalen Notenbanken, welche nicht in der Bilanz des Eurosystems auftauchen, auf Beträge im Milliardenbereich. Beispielsweise stand das TARGET-2-Konto der Deutschen Bundesbank im Jahre 2010 mit 326 Mrd. € im Plus, wohingegen die Konten der Notenbanken der GIPS-Länder ein Debit von 326 Mrd. € aufwiesen (Deutsche Bundesbank 2011: 35).

TARGET-Kredite entstehen, indem die Notenbanken einzelner Länder des Eurosystems für andere Länder per Saldo Zahlungen gegenüber Inländern durchführen. Diese Kredite werden ermöglicht, weil die jeweiligen nationalen Notenbanken den kreditnehmenden Ländern ihren Geschäftsbanken mehr Refinanzierungskredite gewähren und mehr Geld beschaffen, als für die Eigenversorgung des Landes mit Zentralbankgeld nötig ist. Das zusätzlich geschaffene Zentralbankgeld gibt den inländischen Wirtschaftssubjekten die Möglichkeit, Zahlungsbilanzdefizite zu finanzieren, also im Ausland netto gerechnet Güter und Vermögenstitel zu erwerben oder Schulden zu tilgen. TARGET-Kredite laufen prinzipiell unbefristet und werden zwischen den nationalen Notenbanken mit dem Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte verzinst (Burgold/Voll 2012: 9 f).

Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRG) werden als das wichtigste geldpolitische Instrument der Europäischen Zentralbank (EZB) bezeichnet. Mit ihnen steuert die EZB die Zinsen und die Liquidität am Geldmarkt und signalisiert dadurch auch ihren geldpolitischen Kurs. Über das Hauptrefinanzierungsinstrument stellt die EZB den Geschäftsbanken rund drei Viertel des Refinanzierungsvolumens zur Verfügung. Hauptrefinanzierungsgeschäfte bilden somit die wichtigste Refinanzierungsquelle der europäischen Geschäftsbanken. Die Geschäftsbanken erhalten dabei von der Zentralbank Geld gegen die Hinterlegung von Wertpapieren. Die Vergabe der Zentralbankgelder erfolgt in Form einer Auktion, wobei das Geld wöchentlich für die Laufzeit von einer Woche angeboten wird (Europäische Zentralbank 2005: 69 ff.).

Der Geldfluss von den GIPS-Ländern in die Kernländer Europas, welcher durch die TARGET-Salden gemessen wird, hat die Kreditvergabe in den Peripherieländern wie Griechenland, Italien, Portugal und Spanien an die Geschäftsbanken verdrängt, da die Nachfrage nach Liquidität begrenzt war (Sinn/Wollmershäuser 2011: 2). Wird das Zentralbankguthaben einer Geschäftsbank, also die Verbindlichkeit einer bestimmten Nationalen Zentralbank, über TARGET2 in ein Zentralbankguthaben bei einer anderen Nationalen Zentralbank umgewandelt, verringern sich bei der beauftragten NZB die Einlagen (Passiva), während sie bei der empfangenen NZB steigen. Ohne weitere Ausgleichsbuchung würde das Eigenkapital der beauftragten NZB zu - und das der empfangenden abnehmen. Damit der Tausch der Gläubiger gewinnneutral bleibt und sich das Eigenkapital der NZB nicht verändert, werden TARGET2-

Forderungen und Verbindlichkeiten verbucht (Burgold/Voll 2012: 8). Die Kernaussage bringt Sinn und Wollmershäuser auf den Punkt: *Die zusätzliche Vergabe von Notenbankkrediten in den GIPS-Ländern zum Zweck des Erwerbs ausländischer Güter oder Vermögensobjekten hat weder den Trend noch die internationale Verteilung der Geldmenge verändert. Vielmehr führte sie in vollem Umfang zu einer Verminderung der Kredite der Zentralbanken in den Kernländern des Eurogebietes.* Die Kreditvergabe in den letzten drei Jahren betrug insgesamt etwa 300 Mrd. € (Sinn/Wollmershäuser 2011: 2).

1.2 Ursprung der TARGET-2-Salden im Eurosystem

Lange vor den offiziellen Rettungsaktionen begann die Stützung der Krisenländer, indem die dortigen Zentralbanken Interbankkredite durch TARGET-Kredite ersetzten. Aufgrund des Ausfalles des privaten Finanzsektors konnten erst die TARGET-2-Salden entstehen. Aus der Sicht der Zahlungsbilanztheorie verhält es sich so, dass ein Leistungsbilanzüberschussland einem Leistungsbilanzdefizitland eine Finanzierung über den privaten Finanzsektor bereitstellt, damit letzteres überhaupt Dienstleistungen und Güter importieren kann. Der Ausfall der privaten Finanzströme wird seit dem Ausbruch der Finanzkrise durch die TARGET-2-Salden ersetzt, indem das Leistungsbilanzdefizitland via seiner eigenen Nationalen Zentralbank über das Eurosystem eine Forderung im TARGET-2-System im Leistungsbilanzüberschussland automatisch generiert. Die entsprechenden Forderungen an die zukünftige Produktion des Auslandes werden in den Leistungsbilanzüberschussländern jetzt in Form von Forderungen an Zentralbankgeld im Eurosystem gehalten (Fahrholz/Freytag 2011: 4).

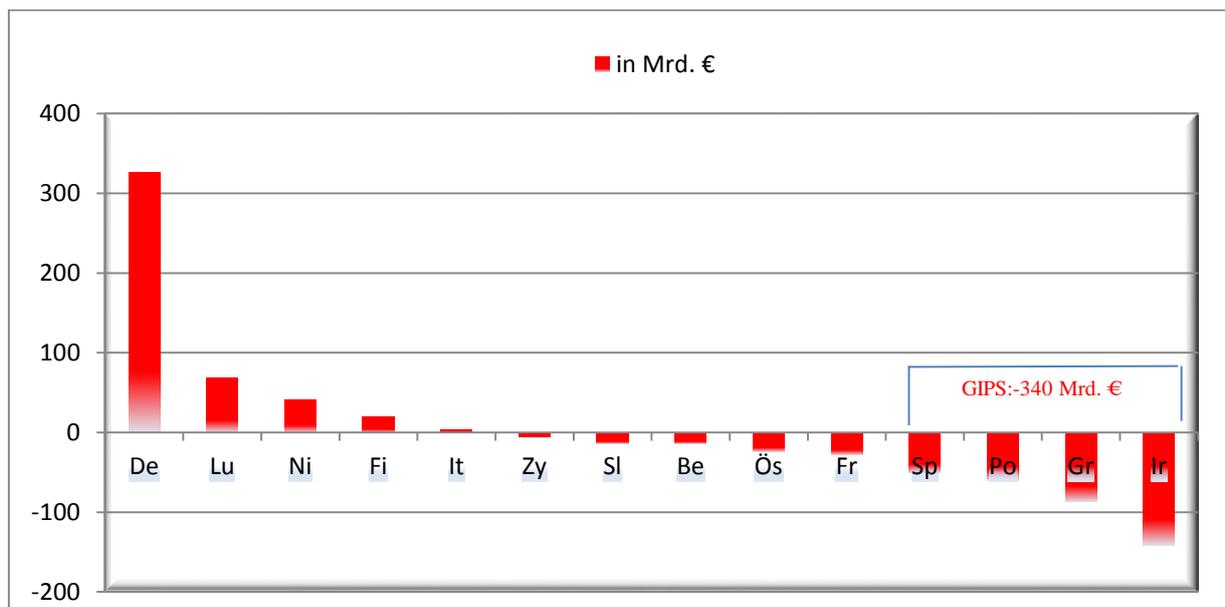


Abbildung 1: TARGET-Salden im Euroraum (Ende 2010)

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: Sinn/Wollmershäuser 2011, S. 5.

Bei den TARGET-Krediten handelt es sich um Refinanzierungskredite und Notfallkredite, welche weit über die Geldversorgung für Transaktionszwecke in den Peripherieländern hinausgingen. Zugleich sind die TARGET-Salden Verbindlichkeiten und Forderungen der jeweiligen Nationalstaaten, welche zum Hauptrefinanzierungssatz der EZB verzinst werden, zu welchem die Geschäftsbanken Kredite in Form neu geschaffenen Geldes von der EZB erwerben können. Somit konnten die GIPS-Länder Verbindlichkeiten in Höhe von 340 Mrd. € anhäufen (Sinn/Wollmershäuser 2011: 4 f). Genau genommen sind TARGET-Kredite Überziehungskredite im Zahlungsverkehr, die dadurch entstehen, dass die südlichen Notenbanken ihre nördlichen Ebenbilder um mehr Überweisungen an die private Wirtschaft baten als umgekehrt. Die Überweisungen vom Süden in den Norden dienten dem Kauf von Vermögensobjekten und Gütern, sowie der Schuldentilgung. Allein die Bundesbank hat Überweisungen im Umfang von etwa 700 Mrd. € für andere Notenbanken durchgeführt und diesen Notenbanken damit Kredit gewährt (Sinn/Wollmershäuser 2012: 2).

2 Entstehung und Auswirkungen der TARGET-Salden

Aufgrund der Tatsache, dass Deutschland Leistungsbilanzüberschüsse mit dem restlichen Eurosystem erwirtschaftete, ohne dass privates Kapital zur Finanzierung in die Defizitländer floss, konnten sich bis Oktober 2011 TARGET-Forderungen in Höhe von über 700 Mrd. € aufbauen. Diese Lücke wurde hauptsächlich durch zusätzliche Refinanzierungskredite der nationalen Notenbanken, in Konsequenz über die Erhöhung der Geldmenge, geschlossen (Sinn/Wollmershäuser 2012: 2). Unterscheidet man Kern- und Peripherieländer, lassen sich die realwirtschaftlichen Ursachen der TARGET-Salden sehr gut beschreiben. Zu den Kernländern zählen beispielsweise Deutschland, Finnland, Österreich und die Niederlande, zu den Peripherieländern die GIPS-Länder. Die Kernländer verzeichnen Leistungsbilanzüberschüsse (Nettokapitalexporte), wohingegen die Länder der Peripherie Leistungsbilanzdefizite aufbauen (Nettokapitalimporteure). Aus Sicht des privaten Finanzsektors ist es mit der Einführung des Euro als Gemeinschaftswährung zu einem Fall der Risikoprämien gekommen, wobei die Kosten der Finanzierung in der Peripherie relativ zum Kern überproportional gefallen sind. Aufgrund dieses Vorganges ist in diesen Regionen das Kreditangebot relativ stark ausgeweitet worden. Zu dieser großen Divergenz der Risikoprämien aller am Eurosystem beteiligten Länder konnte es kommen, da im Refinanzierungsgeschäft alle Sicherheiten als gleichwertige Formen der Besicherung akzeptiert werden und der Diskontsatz für alle Ökonomien einheitlich ist (Fahrholz/Freytag 2011: 4). Lange vor den offiziellen Rettungsaktionen begann die Stützung der Krisenländer durch das Ersetzen der Interbankenkredite der Zentralbanken durch TARGET-Kredite. Dies geschah schon im Herbst 2007, ab Mai 2010 begann die EZB und die

nationalen Zentralbanken des Eurosystems Staatsanleihen im Eurowährungsgebiet aufzukaufen. Mit dieser Maßnahme übernahm die EZB in den Peripherieländern den Kredit, den der private Finanzsektor den Staaten ursprünglich gegeben hätte, was mit einem Vertrauensverlust der privaten Marktakteure gegenüber den Krisenländern zu vergleichen ist (Sinn 2012: 3 f).

Wie aber kann es in einem Festkurssystem zu einer Zahlungsbilanzkrise kommen? Die Europäische Währungsunion zeichnet sich dadurch aus, dass die nationalen Währungen abgeschafft wurden und die Nationalen Zentralbanken über keinerlei währungs- bzw. geldpolitische Autonomie verfügen. An die Stelle der Devisenreserven treten die Salden des innereuropäischen Zahlungsverkehrssystems TARGET, welche als Verbindlichkeiten und Forderungen der Nationalen Zentralbanken gegenüber dem Eurosystem bilanziert werden (Sinn/Wollmershäuser 2012: 4). Aufgrund des einheitlichen Diskontsatzes ist der Anreiz zu einer zusätzlichen Verschuldung in den Peripherieländern, sowohl im privaten als auch im öffentlichen Sektor, überproportional hoch. Der einsetzende Güterstrom kann die Überschussnachfrage in die Peripherie kaum befriedigen, was ein steigendes Preisniveau zur Folge hat. Der Spielraum für divergente Preisniveaus ist in kleinen Ökonomien in einem gemeinsamen Währungsraum jedoch sehr gering, so dass sich eine Aufwertung in öffentlicher und/oder privater Verschuldung versteckt. Der reale Aufwertungsdruck geht einher mit einem Entzug von Kaufkraft in den Kernländern, so dass das Preisniveau dort in der Tendenz auf einem niedrigen Niveau verharrt (Fahrholz/Freytag 2011: 4 f). Eine Spirale setzte sich in Gang, welche zu einem Finanzierungsdefizit führen kann. Entzieht der private Finanzsektor einem Land Geld um das Leistungsbilanzdefizit auszugleichen, oder fließt sogar Geld aus dem Land hinaus, etwa weil Gläubiger die Begleichung ausstehender Kredite verlangen, so kommt es zu einem Defizit in der Finanzierung des Landes. Das Ungleichgewicht wird durch die Zentralbanken der Gläubigerländer geschlossen, indem sie im Auftrag der Zentralbanken der Schuldnerländer die Tilgung übernehmen und diesen Zentralbanken einen Kredit gewähren. Dieser Kredit wird präzise durch die TARGET-Salden gemessen, die in den Bilanzen der Zentralbanken der Kern- und Peripherieländer verbucht sind (Sinn/Wollmershäuser 2012: 5). Lange Zeit blieben die TARGET-Salden unentdeckt, weil sie nicht in der Bilanz der EZB verbucht sind (Sinn/Wollmershäuser 2011: 5). Durch den Überweisungsvorgang im Schuldnerland schrumpft die Geldbasis, jedoch bleibt die Nachfrage nach Zentralbankgeld der Geschäftsbanken unverändert, die Folge ist eine Kompensierung des fehlenden Basisgeldes durch die Geldschöpfung und die Kreditvergabe der Zentralbank an die Geschäftsbanken (Sinn/Wollmershäuser 2012: 5).

2.1 Zwischenfazit

Die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Kernländer nimmt immer weiter zu, während die Peripherie wettbewerblich verdrängt wird. Die Verschuldungsspirale drehte sich immer schneller und es folgte ein stetiges Auseinanderdriften von Staaten mit stabiler Wirtschaft und Ländern mit hoher Staatsverschuldung und künstlich erhitzter Wirtschaft, aufgebaut auf Subventionen und Krediten. Die Kreditversorgung in den Peripherieländern kam zum Erliegen, die Gläubiger waren nicht mehr bereit, maroden Staaten zu Niedrigzinsen auf eigenes Risiko weiter zu kreditieren. Seit dem Entzug des Vertrauens der privaten Finanzakteure in die Peripherieländer existiert eine steigende Angst vor einem Crash des Euro-Systems. Diese Angst ist begründet, denn steigende Zinsen für Staatsanleihen sind in der Regel der Todesstoß für die jeweiligen Defizitländer. Die Folge dieser Kreditexzesse ist die Suche nach einem ruhigen Ort für das verschmutzte Kapital. Der Ausweg ist die Kapitalflucht, ermöglicht durch die Bundesregierung und finanziert aus der Kasse der Deutschen Bundesbank, also aus Geldern deutscher Bürger. Was aber daran ist ein Problem? Für Garantieverprechen der deutschen Regierung oder Verluste der Bundesbank haftet der deutsche Bürger, im worst case in einem unbegrenzten Umfang mit seinem ganzen Vermögen oder Einkommen. Im Falle des Zerbrechens des Euroraumes ist dies eine ernst zu nehmende Gefahr, auch wenn das in den Köpfen der Deutschen noch nicht als reale Möglichkeit angekommen ist.

2.2 Beispiel

Gehen wir von einem volkswirtschaftlichen Beispiel aus und fangen mit einer normalen Überweisung und einem stark vereinfachten Modell an. Dieses Modell umfasst eine Bank und zwei Wirtschaftssubjekte. Kunde A liefert Kunde B Ware im Wert von 10.000 € auf Rechnung. Es finden keine weiteren Transaktionen statt und es gibt nicht mehr Akteure als diese drei. Wir schauen uns dieses Modell *ceteris paribus* an, von Transaktionskosten oder einer Eigenkapitalausstattung der Bank wird abstrahiert. Genaugenommen erzielt A durch die Lieferung der Ware einen Leistungsbilanzüberschuss in Höhe von 10.000 €, da er in diesem Umfang exportiert hat, ohne jedoch etwas zu importieren. Spiegelbildlich nimmt die Nettoforderungsposition von A um 10.0000 € zu. Schaut man sich die Salden von B an, verhält es sich umgekehrt. Die Leistungsbilanz von B weist eine Defizit von 10.000 € auf. Das stark vereinfachte Modell ist in Abbildung 2 zu sehen.

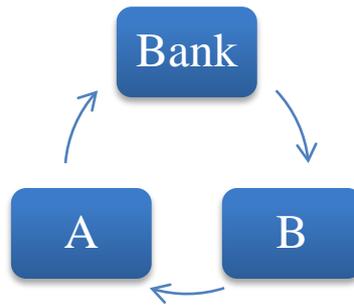


Abbildung 2: Modell mit 3 Akteuren und der Verarbeitung einer einfachen Überweisung.

Quelle: eigene Darstellung.

Nach Begleichung der Rechnung von B zu A, schuldet B der Bank nun den Betrag von 10.000 € das Bankkonto von A weist ein entsprechendes Guthaben in Höhe des Kaufbetrages auf. In Konsequenz heißt das, dass es eine schuldrechtliche Beziehung zwischen B und A gibt, jedoch ändern sich die Nettoforderungspositionen von A und B durch den Geldtransfer nicht und die Bank hat nach wie vor eine Nettoforderungsposition von null.

Festzuhalten ist, dass A die Ware geliefert hat, somit besteht ein berechtigtes Interesse daran, dass B die Ware pünktlich zahlt und daran, dass die Bank dem B das Darlehen nur gegen ausreichende Sicherheiten gewährt hat. Stirbt B, wird die Rechnung von A nicht beglichen, die Bank ist vermögenslos und A wird das Geld nicht erhalten. Weiterhin soll erwähnt werden, dass sich die Leistungsbilanz- und Kapitalbilanzsalden für jedes Wirtschaftssubjekt zu null addieren. Es gilt: $LB+KB=0$. Zur Erklärung. Es ist unvermeidlich, dass ein Leistungsbilanzüberschuss immer mit einem Kapitalbilanzdefizit, also einem Nettokapitalexport, einhergeht.

Gehen wir im nächsten Schritt davon aus, es gelten die im Modell 1 unterstellten Annahmen, dass A und B in verschiedenen Ländern der Eurozone wohnen. Ergänzend zu dem Modell 1 erweitern wir das Modell 2 um eine weitere Geschäftsbank, zwei nationale Notenbanken und der EZB. Der Pfeil von B zu A symbolisiert wie im Modell 1 den Geldfluss, die anderen Pfeile die daraus resultierenden Forderungen bzw. Verbindlichkeiten, welche jeweils in die Richtung der Schuldner weisen.

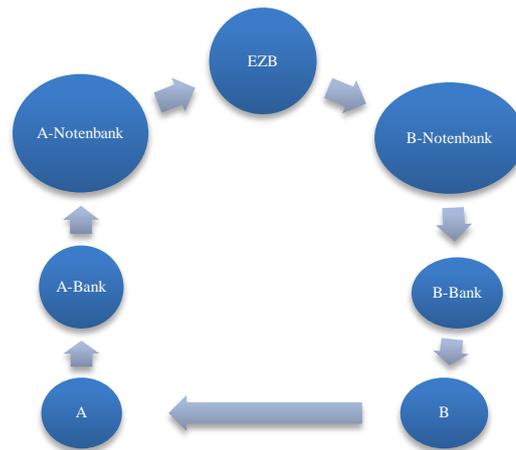


Abbildung 3: Modell mit erweiterten Akteuren und der Verarbeitung einer Überweisung im TARGET-2-System.
Quelle: eigene Darstellung.

A und B sind wie im Fall 1 gestellt, alle beteiligten Geschäfts- und Notenbanken haben ein Nettovermögen von null. Im TARGET-2-System weist nun das Konto der A-Notenbank ein Guthaben von 10.000 € auf, das Konto der B-Notenbank ein entsprechendes Debit. Aufgrund der fehlenden privaten Marktakteure zeigen die Zahlungsbilanzen für das Land A einen Leistungsbilanzüberschuss aus und für das Land B ein Leistungsbilanzdefizit. Wie im Fall 1 lösen sich die Hoffnungen von A in Luft auf, sollte B seine Verbindlichkeiten gegenüber A nicht zahlen können. TARGET-Salden verschwinden, wenn B die Ware im Wert von 10.000 € an A liefert. Durch diesen Vorgang werden die Leistungs- und Kapitalbilanzen ausgeglichen, A und B haben für 10.000 € exportiert und importiert. TARGET-Salden verschwinden ebenfalls, wenn B einen Bond im Wert von 10.000 € emittiert, den A zeichnet. In diesem Fall bleibt das Leistungsbilanzdefizit des B-Landes zwar bestehen, aber es wird durch einen privaten, marktwirtschaftlichen Kapitalimport finanziert. In Abbildung 3 löst die Zeichnung des Bonds durch A einen Geldstrom in entgegengesetzte Richtung aus, der alle abgebildeten Forderungen zwischen Banken, Notenbanken und der EZB annulliert. In Folge dessen kann das Leistungsbilanzdefizit des B-Landes entweder durch private Kapitalimporte oder durch einen TARGET-2-Saldo finanziert werden. In beiden Fällen werden Forderungen gegenüber dem B-Land gehalten, einmal von privaten Marktakteuren, zum anderen von der EZB. A priori ergänzt sich die Gleichung des Modells 1 um T, somit ergibt sich: $LB+KB+T=0$. Diese Gleichung führt uns das Problem explizit vor Augen, nämlich dass Leistungsbilanzdefizite durch private Kapitalimporte finanziert werden. Weigert sich der Markt, einem Land weiteren Kredit zu gewähren, dann kann das betroffene Land kein Leistungsbilanzdefizit unterhalten, sondern nur soviel importieren, wie es exportiert. TARGET-2 ermöglicht nun diesen Staaten die Finanzierung ihres Leistungsbilanzdefizites

und zwar durch die Überziehung des bei der EZB geführten Kontos der jeweiligen Notenbank. Sinn hat empirisch gezeigt, dass dieses Szenario auf Griechenland und Portugal zutrifft. Beide Länder konnten ihre Defizite in der Leistungsbilanz nach dem Ausbruch der Finanzkrise nicht mehr durch private Kapitalimporte decken, da die privaten Marktakteure misstrauisch wurden und den Ländern das Vertrauen entzogen. Stattdessen werden die Importüberschüsse durch die TARGET-2-Salden finanziert.

Vereinfacht gesagt, laufen Zahlungsvorgänge wie folgt ab: Wenn Bankkunden Überweisungen von einer Bank zur anderen in Auftrag geben, fließt zwischen den Banken grundsätzlich Zentralbankgeld. Überweist ein griechischer Käufer einer Ware Geld von seinem Girokonto auf das Girokonto eines Verkäufers bei einer anderen griechischen Bank, wird Geld vom Notenbankkonto seiner Bank abgebucht und dem Notenbankkonto der Bank des Verkäufers gutgeschrieben. Die zahlende Bank wiederum belastet das Girokonto des Käufers und die empfangende Bank schreibt den Zahlungsbetrag auf dem Girokonto des Verkäufers gut. Sitzt die Bank des Verkäufers allerdings in einem anderen Euroland, läuft jetzt die Zahlung über das TARGET-System der EZB. Die Notenbank Griechenland belastet das Konto der Geschäftsbank des griechischen Käufers, damit zieht sie Geld der Zentralbank ein und vernichtet es. Umgekehrt schöpft die Bundesbank neues Geld und schreibt es der Geschäftsbank des Verkäufers gut. Zum Ausgleich wird der Notenbank in Griechenland eine TARGET-Verbindlichkeit gegenüber der EZB zugewiesen und umgekehrt erhält die Bundesbank eine TARGET-Forderung gegen die EZB. Das Problem welches sich daraus ergibt ist, dass die Bundesbank Geld schaffen musste, ohne dass sie dafür, wie es eigentlich üblich ist, eine Forderung gegen deutsche Geschäftsbanken erhält. Auf der anderen Seite hat die griechische Notenbank Geld vernichtet, ohne dass dabei ihre Forderungen gegenüber dem griechischen Bankensystem kleiner würden. Die TARGET-Schuld gegenüber der EZB ist das Pendant des fehlenden Forderungsabbaus.

Ein weiteres Problem ergibt die Tatsache, dass Devisenreserven endlich sind, TARGET-Konten können im Prinzip grenzenlos überzogen werden. Somit können Leistungsbilanzdefizite unbegrenzt finanziert werden, was weitere Ungleichgewichte im Eurosystem zur Folge hat. In Folge der weiteren Verschärfung der wirtschaftlichen Lage in Defizitländern, erlauben die TARGET-2-Salden auch die Finanzierung von Kapitalflucht, so geschehen in Spanien und Irland. In beiden Fällen haben sich private Gläubiger „aus dem Staub gemacht“ und die EZB ist an deren Stelle getreten. Ökonomisch betrachtet kam es dabei zu Bailouts, deren Höhe nicht bekannt ist. Da die Addition der drei Größen LB, KB und T stets null ergibt, nimmt T die Stelle einer Art Bank ein, die es formal nicht geben dürfte

(Fahrholz/Freytag 2011; Sinn/Wollmershäuser 2011; Sinn/Wollmershäuser 2012; Homburg 2011; Sinn 2012).

Zusammenfassend muss gesagt werden, dass die Ursachen der gegenwärtigen makroökonomischen Ungleichgewichte durch die von Anfang an bestehenden realwirtschaftlichen Unterschiede zwischen den Mitgliedsstaaten des Euroraumes hervorgerufen worden sind. Im europäisierten Finanzsektor ist ein wirksamer Preisanpassungsmechanismus ausgeschlossen worden, so dass Wechselkursänderungen nicht vorgenommen werden können. Gäbe es diese Möglichkeit für die Defizitländer, käme es zu einer sukzessiven preislichen und letztendlich mengenmäßigen Anpassung der Leistungsbilanzsalden. Die Folge dieser Wechselkursänderungen wäre gewesen, dass die Peripherieländer gar nicht erst in die Lage kommen, in diesem Ausmaß Waren zu importieren. TARGET-2-Salden reflektieren realwirtschaftliche Forderungen und Verbindlichkeiten. Somit repräsentiert ein TARGET-2-Guthaben eine Nettoforderungsposition des betreffenden Landes, hinter der Ansprüche privater Sparer stehen. Spiegelbildlich repräsentiert eine TARGET-2-Verbindlichkeit die entsprechenden Schulden des betreffenden Landes. Guthaben und Schulden im TARGET-2-System unterstehen nicht den harten Anforderungen des privatwirtschaftlichen Marktes, Kreditwürdigkeitsprüfungen entfallen. Die Ursache ist an einem ganz einfachen Beispiel zu skizzieren: Reagiert das Eurosystem aus politischen Gründen elastisch auf Risiken, so reagieren die privaten Marktteilnehmer unelastisch auf die selben Risiken. In Folge dieser Verwerfungen nimmt die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Kernländer immer weiter zu, wohingegen die Peripherieländer weiter abfallen. Die TARGET-2-Salden ermöglichen es der Peripherie, diesen hohen Warenimport zu finanzieren. Das Problem mit den TARGET-2-Salden ist im Kern ein realwirtschaftliches Problem, nämlich die Finanzierung von Leistungsbilanzsalden über Kredite der Zentralbank im Eurosystem. Die TARGET-Salden entstehen durch die günstigen Zinsbedingungen die die EZB gewährt, bedingt durch die Notenpresse. Die Kreditbedingungen (Laufzeit, Zins, Sicherheiten) sind so günstig, dass der private Markt nicht mithalten kann. Der größte Anteil der zusätzlichen Geldschöpfung kam offenkundig durch die Kreditvergabe der Notenbanken zustande. Die Zentralbanken der GIPS-Länder haben in einem großen Umfang neues Geld als Kredit ausgegeben, welches zum größten Teil in das Ausland floss und dort zum Kauf von ausländischen Gütern und Vermögensobjekten verwendet wurde.

Was die Situation für die Peripherieländer noch prekärer macht als vor dem Eintritt in die Eurozone ist der Umstand, dass sie ihre Währungen nicht mehr abwerten können. Man kann nur noch indirekt abwerten, indem man seine Preise senkt, das führt zu einer

Wettbewerbsverbesserung des jeweiligen Landes, jedoch erhöht sich mit der Abwertung auch die Schuldenstandsquote. Das trifft besonders auf die Firmen in den Ländern zu, die zum größten Teil bei den nationalen Banken verschuldet sind. Sinken die Preise, sinken auch die Werte der Aktiva in ihren Bilanzen und die Verschuldungsspirale dreht sich immer weiter. Eine Lösung des Problems wäre ein Austritt aus der Eurozone und eine offene Abwertung.

3 Auswirkungen auf Deutschland

Die TARGET-Verbindlichkeiten der GIPS-Länder betragen im Jahre 2010 zusammen rund 340 Mrd. € während das TARGET-Guthaben der Deutschen Bundesbank rund 326 Mrd. € aufwies. Welche Risiken die Salden für Deutschland bedeuten, hängt von dem Szenario ab, das man betrachtet (Homburg 2011: 48 ff.).

1. Kehrt Griechenland zur Drachme zurück, kann Griechenland die verbleibenden Beträge auf dem TARGET-2-Konto nicht begleichen und die EZB erleidet einen Verlust in Höhe des nicht beglichenen Betrages. Deutschland trägt dann einen Anteil von 27 %, da die Notenbanken die Verluste entsprechend zu ihrem Kapitalanteil tragen. Die Quote von 27 % hört sich erst einmal nicht hoch an, wir haben jedoch nur den Austritt Griechenlands unterstellt. Treten noch mehr Defizitländer aus dem Eurosystem aus, erhöht sich natürlich auch die Quote, die die deutsche Notenbank aufbringen muss.
2. Tritt Deutschland selber aus der Eurozone aus, kommt es auf das Guthaben Deutschlands an. Die anderen Kernländer werden sich sicherlich nicht dazu bereit erklären, das deutsche TARGET-2-Guthaben in Gold auszuzahlen und gleichzeitig das volle Risiko gegenüber den Problemstaaten zu übernehmen. Im Jahr 2010 standen wie schon erwähnt 326 Mrd. € auf dem Spiel.

Nachdem die Problematik zuerst in der Wirtschaftswoche Nr. 8 vom 21. Februar 2011 diskutiert wurde und Sinn das Thema der TARGET-Salden der Öffentlichkeit zugänglich gemacht hatte, reagierte die Bundesbank in einer Pressenotiz und versuchte das Thema herunterzuspielen. Im Grundtenor bestand die Pressenotiz aus folgenden Punkten (Sinn/Wollmershäuser 2011: 8 f):

1. Die TARGET-Salden seien bedeutungslos, weil sie sich im Euroraum aufheben.
2. Die Salden stellen kein eigenes Kreditrisiko dar, das über die Risiken der Refinanzierungsgeschäfte hinausgeht.

3. Deutschlands Risiko besteht in den Verbindlichkeiten der GIPS-Länder, nicht in den Forderungen der Bundesbank. Deutschland haftet hierfür mit seinem Kapitalanteil an der EZB.

Alle 3 Punkte der Bundesbank sind korrekt dargestellt, jedoch bei näherer Betrachtung relativ nichtssagend. Es wurden nicht die Wahrscheinlichkeiten eines Austritts Deutschlands aus der Eurozone berechnet, genausowenig wie ein eventueller Ausfall der GIPS-Länder oder gar von einem eventuellen des Euro als Zahlungsmittel.

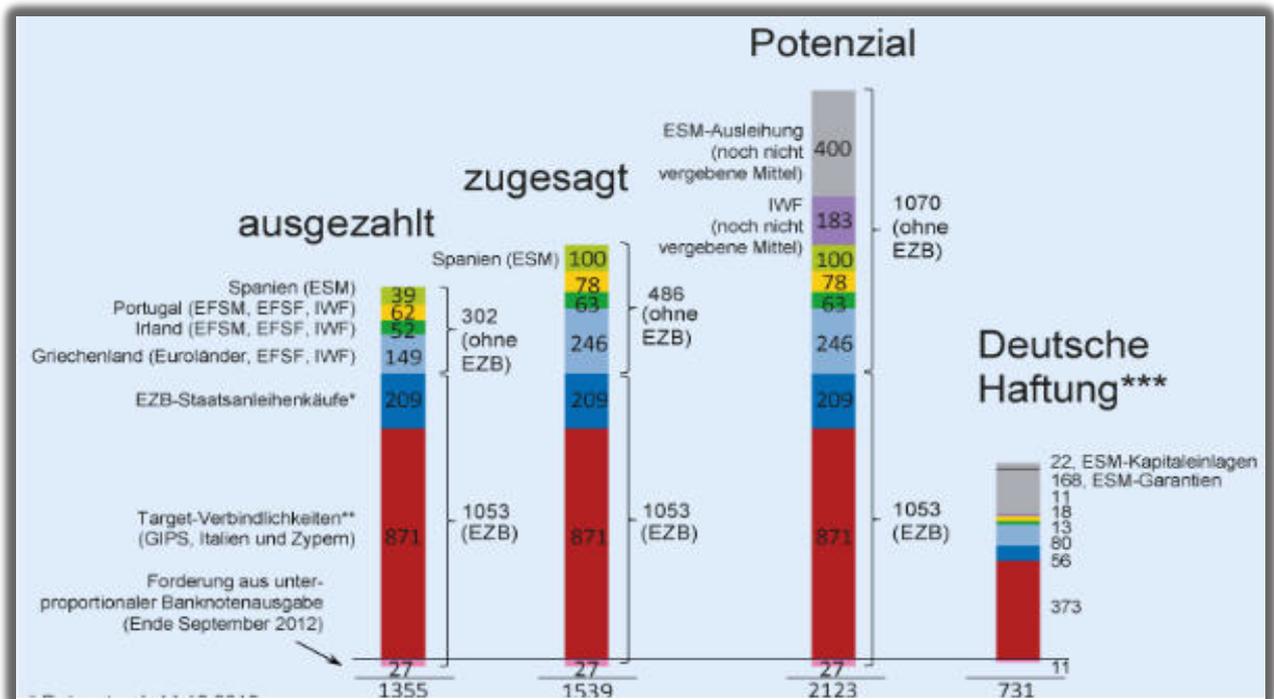


Abbildung 4: Die Ausleihsummen für Euroländer (Mrd. €).

Quelle: ifo-Institut, Datenstand: 14.12.2012, Berechnungen des ifo-Institutes.

Die erste Säule zeigt die Beträge, welche bereits ausgezahlt wurden, die zweite Säule listet sämtliche zugesagten Hilfszahlungen auf, in der dritten Säule wird das gesamte potenzielle Ausleihvolumen aufgeführt, wie es sich ergibt, seit der ESM-Vertrag Rechtsgültigkeit erlangt hat. Die vierte Säule umfasst die Beträge, die Deutschland im Extremfall einer Insolvenz der Krisenländer und eines Austritts aus dem Euro verlieren würde, falls der Kreditrahmen, wie in der dritten Säule angegeben, ausgeschöpft ist, die Krisenländer nichts zurück zahlen und der Euro an sich überlebt. In diesem Fall erlischt die Rechtsbeziehung des EZB-Systems mit den Geschäftsbanken der Krisenländer. Der Verlust der Zentralbanken der anderen Euroländer ist dann unabhängig von der Frage, ob diese Geschäftsbanken ihre Refinanzierungskredite zurückzahlen und beschränkt sich auf deren jeweiligen Anteil an den TARGET-Krediten der Krisenländer. Dies sind wiederum Szenarien, die von der Bundesbank

in ihrer Pressenotiz nicht berücksichtigt oder kleingeredet wurden, jedoch völlig auszuschließen sind diese nicht. Es geht in diesem Aufsatz nicht darum, zu zeigen, dass dies alles geschieht, vielmehr geht es darum aufzuzeigen, wie hoch die Kosten für Deutschland sind, wenn es zu den von uns gewählten Szenarien kommt.

Die Haftungsbeiträge Deutschlands, abgeleitet aus den in der dritten Säule dargestellten potenziellen Hilfgeldern, ist für die einzelnen Positionen unterschiedlich. Bei den TARGET-Verbindlichkeiten der Krisenländer berechnet sich der deutsche Haftungsanteil aus dem Kapitalschlüssel der EZB vom 1. Januar 2011. Danach hält Deutschland einen Anteil von ca. 27 % an allen 17 Euroländern. Wenn es aber –wie hier angenommen –zu einem Zahlungsausfall der Krisenländer und zu deren Austritt aus der Währungszone kommt, während der Euro bestehen bleibt, können nur noch die verbleibenden elf Euroländer für die ausfallenden Target-Verbindlichkeiten aufkommen. Auf Deutschland entfallen in diesem Szenario ca. 43% der Haftungssumme. Die aktuelle Haftung ist in der Abbildung (rotes Rechteck der rechten Säule) dargestellt. Das dunkelblaue Teilstück der rechten Säule zeigt, wie oben beschrieben, die Staatsanleihenkäufe durch die Notenbanken. Da sich die Zentralbanken aller Euroländer, auch jene der Krisenländer selbst, an diesen Käufen beteiligen, berechnet sich die deutsche Haftung nach dem allgemeinen EZB-Kapitalschlüssel. Dementsprechend ist Deutschland mit ca. 27% beteiligt. Als nächstes werden mit dem hellblauen Rechteck die beiden Rettungspakete für Griechenland angesprochen. Zum ersten steuerte Deutschland bilaterale Kredite von insgesamt 15,2 Mrd. Euro bei. Von den EFSF-Geldern des zweiten Programms muss Deutschland knapp 43% tragen, sollten Griechenland, Irland, Portugal, Spanien, Italien und Zypern ausfallen. Dies ist wieder Deutschlands Anteil am Kapitalschlüssel der Euroländer ohne Krisenländer. An den parallel durchgeführten beiden IWF-Rettungspaketen ist Deutschland mit einem Anteil beteiligt, der sich nach seinem Beitrag zur Kapitalausstattung des IWF richtet, also mit 6%. Bei den Hilfgeldern für Irland (grün) und Portugal (gelb) gilt für die Beiträge von EFSF und IWF der gleiche Anteil wie bei Griechenland. Zu den über den EFSM bereitgestellten Mitteln steuert Deutschland knapp 20% bei, denn dies ist der aktuelle deutsche Anteil an den Einnahmen des EU-Haushalts. Weil beim ESM keine spezifische Haftung der Mitgliedsländer für konkrete Finanzhilfen vorgesehen ist, wird der deutsche Anteil am Programm zur Rekapitalisierung der spanischen Banken nicht einzeln aufgelistet, er ist im allgemeinen deutschen Haftungsbeitrag zum ESM enthalten. Der Beitrag Deutschlands zu den noch nicht verplanten Geldern des IWF (violett) beläuft sich abermals auf 6%. Der permanente Rettungsschirm ESM wird insgesamt mit einem Stammkapital von 700 Mrd. Euro ausgestattet sein. Die deutsche Haftung (graue Fläche) errechnet sich aus einem Anteil von etwas mehr als 27%. In der

Abbildung werden das einzuzahlende Kapital (21,7 Mrd. Euro) und das abrufbare Kapital (168,3 Mrd. Euro) separat dargestellt. Der breite Strich (pink) unterhalb der Nulllinie steht für die Verbindlichkeiten Deutschlands gegenüber den Krisenländern, die sich aus deren – insgesamt gesehen – unterproportionaler Banknotenausgabe ergeben. Deutschland ist hier (Berechnungsbasis wie bei den Target-Salden) ein Anteil von rund 43% zuzuschreiben (ifo-Institut 2012: 3 ff.).

4 Handlungsmöglichkeiten und Fazit

Kommen wir noch einmal zum Kern dieses Aufsatzes zurück. Was ist das eigentliche Problem der TARGET-Salden? Kurz gesagt verhält es sich so, dass die TARGET-Salden einen durch das EZB-System erzwungenen Kapitalexport von den Kernländern des Euroraumes in die Peripherieländer messen, welcher in der Krise an die Stelle des versiegenden privaten Kapitalexportes getreten ist. Der Kapitalexport war insofern erzwungen, als er aufgrund politischer Entscheidungen der Notenbanken der GIPS-Länder zustande kam und von der EZB toleriert wurde. Die Notenbanken der Kernländer jedoch hatten keinerlei eigenständige Handhabe, seine Höhe zu beeinflussen. Die Notenbanken der einzelnen Länder mussten die Geldschöpfung im Zuge der Überweisungsvorgänge durchführen, in Folge dessen hat diese Geldschöpfung die Kreditvergabe an das private Bankensystem verdrängt. Durch die exzessive Vergabe von Krediten an die Notenbanken der Peripherieländer mit Hilfe von immer geringeren Sicherheiten ließ die Geldversorgung in den südlichen Ländern weit über den eigenen Transaktionsbedarf ansteigen, was in Konsequenz erst die hohen TARGET-2-Salden entstehen ließ (Sinn/Wollmershäuser 2011: 27 ff.).

Die TARGET-2-Salden der Notenbanken im Euro-Währungsgebiet stiegen seit dem Beginn der Finanzkrise 2007 zunächst kontinuierlich an. Insbesondere nach der Absenkung der Sicherheitsanforderungen der EZB, am 8. Dezember 2011, gab es einen deutlich Anstieg der Defizite in Spanien und Italien. Investoren konnten Staatspapiere und andere Wertpapiere als Sicherheiten bei ihren Notenbanken abgeben und das Geld, das sie im Gegenzug erhielten, nach Deutschland und in andere Länder überweisen.

Nun gilt es im nächsten Schritt ein Problem aus diesem Thema zu erkennen. Aus der Makroperspektive ergibt sich genau genommen kein Problem. Es sind alles Annahmen, welche getroffen werden, wenn sich ein Szenario der in diesem Aufsatz betrachteten Möglichkeiten ergibt. Genau in diesen Wahrscheinlichkeiten liegt die Problematik. Sinn und auch andere Autoren, welche sich mit diesem Thema befasst haben, gehen von Eventualitäten und Worst-Case-Szenarien aus, also die Wahrscheinlichkeit eines Szenarios bei dem Eintritt eines be-

stimmten Ereignisses. In der vorherrschenden Literatur bezogen auf das Thema der TARGET-2-Salden finden sich mehrere Handlungsanweisungen und Möglichkeiten der Minimierung der Risiken. In diesem Aufsatz möchte ich mich auf einige wenige Ansätze beschränken.

1. Seit der Ankündigung unbegrenzter Rückkäufe durch die EZB gibt es nun ein neues Interesse der Anleger an Investitionen in Südeuropa. Erkennbar ist dies an den fallenden TARGET2-Salden seit September 2012. Bei der Pressekonferenz am 7. Februar 2012 bewertete Mario Draghi diesen Rückgang als „positive sign“. Es bedeutet, dass das geflohene Kapital nun zum Teil wieder über das Eurosystem nach Spanien zurückfließt. Die entscheidende Frage für die Beurteilung dieses Prozesses wird sein, welche Form von Investitionen getätigt werden. Denkbar sind Investitionen in
 - alte Staatspapiere – diejenigen die vor September 2012 als Sicherheiten hinterlegt wurden, und nun durch die Rückzahlung des Refinanzierungskredit wieder freigesetzt werden
 - private Firmen, die ihrerseits in reale Investitionen tätigen, oder
 - neue Staatspapiere, die vom Finanzministerium ausgegeben werden.
2. Mit Hilfe des Kredites können die Peripherieländer etwas kaufen, was sie sonst nicht hätten kaufen können, der Kreditgeber verzichtet stattdessen temporär auf einen Kauf in gleichem wertmäßigem Umfang, Was hätte die Bundesbank kaufen sollen, was sie nun nicht mehr kann? Zum Beispiel Forderungstitel gegen die Geschäftsbanken, wie sie im Rahmen der Refinanzierungsaktivitäten entstehen und damit indirekt jene Forderungstitel, die die Geschäftsbanken als Sicherheiten für ihre Refinanzierungsaktivitäten hinterlegen müssen.
3. Sinn schlägt vor, eine Politik der harten Budgetbeschränkungen einzuführen. Dazu gehört beispielsweise, dass man für den ESM einen Krisenmechanismus definiert, welcher die verfügbaren Mittel nach einer vorher genau spezifizierten Prozedur zur Verfügung stellt, sie aber so knapp hält, um die nötigen Anpassungen in den betroffenen Ländern zu erzwingen.
4. Zu den Zeiten nationaler Währungen in Europa hätte ein Wechselkurs als Preisanpassungsmechanismus sehr viel früher einen Strukturwandel induziert, zum Beispiel zu einer weniger ausgeprägten Exportorientierung der deutschen Volkswirtschaft. Damit ist gemeint, dass Deutschland gezwungen wäre, seine Angebotsseite in der Produktion zu verbessern und nicht wie bisher, weiter zu verfahren. Gegenwärtig verhält es sich so, dass Deutschland ein Export- und Beschäftigungswunderland ist. Es ist die durch

die TARGET-2-Salden induzierte Überschussnachfrage auf den Güter- und Dienstleistungsmärkten Deutschlands, die zur ebenfalls außergewöhnlichen Erholung des deutschen Arbeitsmarktes beiträgt. Der „relative Vorteil“ aus Sicht der Deutschen dabei ist, dass sich bei einem Zusammenbruch des Zahlungsverkehrssystems die Kosten auf alle anderen am Eurosystem beteiligten nationalen Zentralbanken, gemäß ihrer Anteile am Eurosystem, verteilen. Im Prinzip haften für das kleine deutsche Beschäftigungswunder alle anderen nationalen Zentralbanken im Eurosystem.

5. Der im Zuge einer Konsolidierung der EZB-Bilanz und eines fehlenden Ausgleiches der TARGET-Forderungen durch einen Transfer von Gold- und Devisenreserven entstehende Geldüberhang wird sich dann letztendlich nur noch im Zuge einer Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und über eine entsprechende Änderung des Preisniveaus auspendeln. Aus Sicht der Kernländer wird sich in so einem Fall zeigen, dass das heimische Arbeitsangebot zu viel zur realen Produktion beigetragen hat, denn dem in die Peripherieländern exportierten Teil der Produktion wird in der Zukunft kein entsprechender Warenimport gegenüber stehen.

Leider ist es so, dass das TARGET-2-System in der Weise wirkt, dass es die sukzessive Verschärfung makroökonomischer Ungleichgewichte weiterhin verschlimmert, anstatt sie zu beheben. Vereinfacht kann gesagt werden, dass eine Kreditlinie in Anspruch genommen wird, die ein privater Finanzsektor nicht einräumen wollte. Das diese Kreditlinie trotzdem in Anspruch genommen wird, liegt schlussendlich daran, dass es im Eurosystem keine Preisanpassungsmechanismen gibt, die die Nettoschuldner der Peripherie abhalten könnten, ihre Ressourcentransferwünsche zu verwirklichen. Die Salden verschwinden nur, wenn die EZB aufhört, den Markt zu unterbieten, wenn es zu einem fiskalischen, staatlichen Kapitalexport kommt oder wenn sich ein privater Kapitalexport in die Krisenländer auf andere Weise induzieren lässt. Die Politik muss einen Rahmen anbieten, der das Entstehen von Leistungsbilanzungleichgewichten verhindert.

Greift man den Titel dieses Aufsatzes „*Target-2-Salden-Fluch oder Segen für das Eurosystem?*“ noch einmal auf, so kommt man zu keinem klaren Ergebnis. Beide Seiten, sowohl Sinn, als auch die EZB, vertreten ihre Standpunkte und untermauern diese wissenschaftlich. Das, was das eigentliche Problem mit den TARGET-Salden darstellt, sind die Haftungssummen, für die der deutsche Bürger im Eintritt aller Eventualitäten aufkommt. Die Ungleichgewichte zwischen Kern- und Peripherieländern werden jedoch auch nicht durch den Eingriff der EZB in die Geldpolitik überwunden.

Literaturverzeichnis

Deutsche Bundesbank (2011): Die Entwicklung des TARGET2-Saldos der Bundesbank, Monatsbericht, März, 34-35.

Europäische Zentralbank (2005): Erste Erfahrungen mit den Änderungen am geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems, In: Monatsbericht Februar 2005, Frankfurt a. M., S. 69-76.

Europäische Zentralbank (2013): TARGET-Salden und politische Geschäfte. In: Monatsbericht Mai 2013, Frankfurt a. Main., S. 113-125.

Fahrholz, C./Freytag, A. (2011): Realwirtschaftliche Aspekte der gegenwärtigen Krise im Eurosystem: Ursachen, Wirkungen und Reformansätze. Working Papers on Global Financial Markets Nr. 21. Universität Jena, 2011.

Hague, William (2012): <http://forum.spiegel.de/f22/target2-system-weidmann-warnt-draghi-vor-bilanzrisiken-55499-4.html>; Zugriff am 23.04.2013.

Homburg, S. (2011): Anmerkungen zum Target-2-Streit. In: Die europäische Zahlungsbilanzkrise. Ifo-Schnelldienst Nr. 16. Institute for Economic Research at the University of Munich, 2011.

Sinn, H.W./Wollmershäuser, T. (2012): Target-Salden und die deutsche Kapitalbilanz im Zeichen der europäischen Zahlungsbilanzkrise. Ifo-Working-Papers Nr. 149. Institute for Economic Research at the University of Munich, 2012.

Sinn, H.W./Wollmershäuser, T. (2011): Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB. Ifo-Working-Papers Nr. 105. Institute for Economic Research at the University of Munich, 2011.