



Round-up: Target2

Description

Die Debatte um Target2 wurde vor über einem Jahr angestoßen. Die hohen Target2-Salden zeigen die wirtschaftlich ungleiche Entwicklung innerhalb der Eurozone. Target2 führt zu einer Reallokation aller schlechten Risiken beim Eurosystem, wie Prof. Stefan Homburg überzeugend darstellt. Auch in den USA gibt es ein Target2-ähnliches System zwischen den Fed-Distrikten. Wie es ohne Auftürmen von gigantischen Salden funktioniert, zeigt der dritte Abschnitt.

Target2 - relevant oder nicht?

Die Debatte um Target2 wurde vor über einem Jahr angestoßen durch Prof. H.-W. Sinn und Prof. T. Wollmershäuser vom Münchener ifo-Institut. Zurück geht das auf einen Hinweis von Helmut Schlesinger, von 1991 bis 1993 Präsident der Deutschen Bundesbank.
Es gibt zwei Lager.

Das eine sieht in Target2 lediglich die Eigenschaft "Zahlungssystem", in den Salden Verrechnungsgrößen. Hierzu gehört z.B. [Olaf Sievert, der sich in einem offenen Brief an H.-W. Sinn wendet und schreibt](#): „Die Betrachtung der Target2-Salden macht erst Sinn, wenn man die Möglichkeit untersucht, dass die Europäische Währungsunion aufgelöst und die EZB liquidiert wird. Dann werden aus internen Verrechnungsgrößen Vermögenspositionen.“ Damit widerspricht er sich selbst, Vermögenspositionen, Forderungen entstehen nicht durch irgendwelche hinzukommenden Ereignisse, wie etwa durch Auflösung der Währungsunion. Sie sind schon vorher da.

Genau so sieht es das andere Lager in der Diskussion. [Wolfgang Münchau schreibt dazu](#): „**Sie (Sinn und Wollmershäuser) haben herausgefunden, dass es in unserem Euroraum einen Mechanismus gibt, als dessen Konsequenz die Schulden bis ins Unendliche steigen**“.



Die Bundesbank hatte ursprünglich auch versucht, das Thema unter den Teppich zu kehren und als eine rein statistische Größe darzustellen. [Mittlerweile fordert Bundesbankpräsident Weidmann sogar eine Besicherung der deutschen Target-Forderungen](#). Das führte zum Aufschrei in der EZB. Weidmanns Einlassung sei ein "verheerendes Signal", heißt es. Die Bundesbank räume damit erstmals ein, dass sie „ein Auseinanderbrechen der Euro-Zone nicht ausschließt“.

Klar ist, **wenn die Eurozone auseinander bricht, stehen Forderungen der deutschen Bundesbank von aktuell über 500 Mrd. Euro im Feuer**. Das sind gut 20% des deutschen BIP.

Vor der amerikanischen Hypothekenkrise waren die Target2-Salden unauffällig. Die Südländer der Eurozone konnten ihr fortlaufendes Handelsdefizit durch Kredite der Geschäftsbanken der Lieferländer finanzieren. Im Zuge der Finanzkrise kam es jedoch zu einem allgemeinen Vertrauensverlust zwischen den Banken. Der Inter-Bankenmarkt brach zusammen, mit dem Ausbruch der Euro-Krise verschlimmerte sich die Situation noch. Die Notenbanken der Verbraucherländer übernahmen die Rolle der Geschäftsbanken der Lieferländer. Sie generieren das Geld für die Bezahlung der Importe, das wird zu einer Forderung im Target2-System.

In einem Artikel „Anmerkungen zum Target2-Streit“ bringt es Prof. Stefan Homburg, Direktor des Instituts für Öffentliche Finanzen der Leibniz Universität Hannover, auf den Punkt: „Anders als Nettoforderungspositionen aufgrund privater Transaktionen sind Guthaben und Schulden im Target2-System ökonomisch nicht kosher, weil sie nicht auf Markttests und harten Kreditwürdigkeitsprüfungen beruhen, sondern auf der Usance des Eurosystems, alle Papiere zu akzeptieren, deren Rating oberhalb von D liegt. **Es ist doch ganz einfach: Reagieren private Investoren elastisch auf Risiken, während das Eurosystem aus politischen Gründen unelastisch reagiert, dann findet im Markt eine Reallokation statt, an deren Ende alle schlechten Risiken beim Eurosystem liegen. Genau dies ist in den vergangenen Jahren geschehen.**“ Mehr dazu siehe unten ("Reallokation aller schlechten Risiken beim Euro-System")!

Zur absoluten Höhe der Target-Salden hinzu kommt die Bündelung der schlechteren Risiken.

Ein Handelsdefizit eines Landes muss durch Kapitalimport finanziert werden. Wenn die ausländischen Gläubiger nicht mehr mitspielen, kommt es normalerweise zu einer Zahlungsbilanzkrise. Dies ist in einer Währungsunion zunächst einmal auch nicht anders. Aber besser beizeiten eine Krise als, wie im Falle der Eurozone, einen Mechanismus, der diesen Kapitalimport quasi automatisch sicherstellt. Dann brechen die Probleme nämlich erst dann auf, wenn sie kaum noch beherrschbar sind.

Genau diese Mixtur aus Größe und Qualität kennzeichnet die Gefahr, die von Target2 ausgeht. Und noch etwas: Die Länder mit positiven Target-Salden können ihre Kredite weder kündigen, noch haben sie eine Handhabe, wenigstens einen Deckel drauf zu machen. **Die Ohnmacht dieser Seite begründet Erpressungspotenzial**. Die Situation ist insgesamt kaum beherrschbar.

In den USA gibt es zwischen den einzelnen Fed-Distrikten ein mit Target2 vergleichbares Zahlungssystem. Auch hier fallen Salden an. Im Unterschied zur Eurozone müssen diese im FedWire-System aber regelmäßig wieder glatt gestellt werden (siehe hierzu: [Target2 – wie es in den USA funktioniert](#)). Das ist der kleine, aber feine Unterschied zur Eurozone. Hätte man einen solchen Mechanismus hier ebenfalls implementiert, wäre das zugrunde liegende Problem schon viel früher hoch gekocht. Auch so ein Konstruktionsfehler...

Das den anschwellenden Target2-Salden [zugrunde liegende Problem ist das strukturelle Ungleichgewicht innerhalb der Eurozone](#). Lange trafen zwei Faktoren zusammen – einerseits die



geringere Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft in den südlichen Ländern, andererseits die bereitwillige Vergabe von Kredit in diesen Verbraucherländern, aber auch in den Lieferländern.

Der im Dezember beschlossene Fiskalpakt der Eurozone hat das Ziel, die Angleichung der Unterschiede durch Deflation in den Südstaaten herbeizuführen. Mal abgesehen davon, dass von dessen Zielen in der Praxis so gut wie nichts übrig bleibt, er ist [eher eine Lachnummer](#) – die LTROs der EZB wirken genau in die andere Richtung. [Sie erleichtern den Südstaaten ihre Kreditaufnahme, weil Geschäftsbanken mit hochrentierlichen Staatsanleihen ein sicheres Geschäft sehen](#). Gleichzeitig steigt damit das Kreditpotenzial der Geschäftsbanken der Südstaaten, was wiederum zu steigender Nachfrage nach Importprodukten führen kann (!). Eine wirtschaftliche Angleichung findet so jedenfalls nicht statt.

Damit ist auch nicht davon auszugehen, dass das Problem der Target2-Salden sich irgendwann von selbst erledigt. Eine Grenze ist erst dann erreicht, wenn alle Sicherheiten der Banken der PIIGS-Länder gegen Kredite ihrer Notenbanken verpfändet sind. Und Sicherheiten ist kein feststehender Begriff. [Die EZB hat erst kürzlich die Anforderungen im Verein mit den nationalen Notenbanken tiefer gelegt](#). Je tiefer die Sicherheiten gelegt werden, je länger kann das Spiel gehen.

Also muss man sich Gedanken machen, was damit werden soll.

Sinn fordert nun eine Besicherung etwa durch Immobilien in den Ländern mit negativem Target2-Saldo. Münchau hält den Vorschlag für absurd. Ist er auch. Wie sähe es denn z.B. mit der Werthaltigkeit solcher Sicherheiten aus, wenn die Eurozone auseinander bricht?

Für Münchau ist klar: Einen Zusammenbruch des Euro kann sich Deutschland nicht leisten.

Wir sind zu einer Rettung der Währungsunion verdammt. Er fordert eine Wirtschaftspolitik in den Mitgliedsländern dergestalt, dass andauernde massive Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz erst gar nicht auftreten. Mit Blick über den großen Teich argumentiert er zudem, die USA seien eine echte politische Union mit zentraler Arbeitslosenversicherung und zentralem Rentensystem. Über die Sozialversicherungen gebe es eine natürliche Tendenz zum finanziellen Ausgleich zwischen Überschuss- und Defizitländern. Daraus folgert: „**Wir brauchen am Ende eine europäische Fiskalunion.**“

Sinn vertritt in der politischen Frage, was zu tun ist, eher einen konservativen Standpunkt – konservativ im Sinne von „bewahrend“. Was möchte er bewahren? **Wenn die Angleichung der Unterschiede innerhalb der Eurozone dadurch bewirkt werden soll, dass die PIIGS wettbewerbsfähiger werden sollen, bedeutet das automatisch, dass damit die bisherigen Lieferländer weniger wettbewerbsfähig werden müssen.** Wenn Länder wie der Exportweltmeister Deutschland gleichzeitig neue Absatzwege außerhalb der Eurozone auf tun könnten, wäre alles halb so schlimm. Danach sieht es jedoch angesichts der eher flachen Entwicklung der Weltkonjunktur momentan nicht aus, zumal eine verschlechterte Wettbewerbsfähigkeit, sprich höhere Kosten, auch bei Geschäften außerhalb der Eurozone zum Tragen kommen dürfte. Sinn ist Beamter: Er hat mit seinem Beamteneid geschworen, Schaden vom deutschen Volk zu wenden...

Ich habe bei dem Gedanken an eine europäische Zentralregierung so meine **Bauchschmerzen**. Die Brüsseler Veranstaltung hat bisher lediglich bewiesen, dass sie eine gigantische Bürokratie aufziehen kann. Ansonsten hat sie in nahezu jeder Hinsicht politisch-operativ versagt. Deswegen stehen wir ja heute vor einer nahezu ausweglosen Situation. Zudem sind andauernd irgendwo Wahlen, da passen unangenehme Einschnitte in die Souveränität der Einzelstaaten immer gerade nicht so gut. Ich glaube nicht, dass das so funktioniert.

Meiner Meinung nach ist der praktikabelste Weg die **Aufspaltung in eine Euro-Nord- und eine Euro-Süd-Zone**. Durch unterschiedliche Wechselkurse kann ein wichtiger Teil der wirtschaftlichen Angleichung



erreicht werden, die PIIGS-Länder jedenfalls werden dadurch aus dem Stand wettbewerbsfähiger. Allerdings muss man dann auch die Target2-Forderungen wertberichtigen; aber das dürfte sowieso eines Tages anstehen...

Vor einem Auseinanderbrechen der Eurozone wird immer wieder gewarnt, die Konsequenzen seien unkalkulierbar. [Der Welt-Bankenverband IIF warnt, es könnte bei einer ungeordneten Staatspleite in Griechenland zu Kosten von über einer Bill. Euro kommen](#). Selbst wenn diese Zahl aus der Luft gegriffen und aus taktischen Gründen hoch angesetzt ist – wer sagt eigentlich, dass es auf dem von der europäischen Politbürokratie eingeschlagenen Weg mit ihrer Politik des sich treiben lassens nicht noch viel teurer wird?

Nachtrag:

(9.3.12) [Sinn hat inzwischen auf den offenen Brief von Sievert geantwortet. Der Kernsatz:](#) "Die Target-Salden messen direkt den Nettogeldstrom aus der Peripherie in den Kern des Eurogebietes und indirekt auch die Verlagerung der Zentralbankkredite vom Kern in die Peripherie. Sie führen zu Forderungen und Verbindlichkeiten der Notenbanken der einzelnen Länder gegenüber dem Eurosystem. Die treffendste Kurz-Heuristik für die Target-Forderung der Bundesbank ist, dass sie zeigt, in welchem Umfang die Bundesbank ihre Notenpresse verliehen hat."

Reallokation aller schlechten Risiken beim Eurosystem

In einem Artikel „Anmerkungen zum Target2-Streit“ befasste sich Prof. Dr. Stefan Homburg, Direktor des Instituts für Öffentliche Finanzen der Leibniz Universität Hannover, mit eben diesem Thema. Der Artikel stammt aus dem ifo Schnelldienst 16/2011, ist aber hinsichtlich der Einordnung von Target2 in die ökonomische und politische Euro-Schulden-Landschaft nach wie vor hochaktuell.

Homburg beschreibt zunächst anhand von praktischen Beispielen die Mechanismen dieses ausgeschrieben „Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer“ genannten Systems und kommt sodann zu dem Schluss:

„Target2 erlaubt aber nicht nur eine prinzipiell unbegrenzte Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten, sondern hat einen weiteren Anwendungsfall, nämlich die Finanzierung von Kapitalflucht (...). Dieses Szenario passt auf Spanien und erst recht auf Irland. In beiden Fällen haben sich private Gläubiger aus dem Staub gemacht und ist die EZB an ihre Stelle getreten. Ökonomisch kam es damit zu heimlichen Bailouts in bisher unbekanntem Ausmaß. (...)

Zusammengefasst reflektieren Target2-Salden realwirtschaftliche Forderungen oder Verbindlichkeiten. Ein Target2-Guthaben repräsentiert eine Nettoforderungsposition des betreffenden Landes, hinter der Ansprüche privater Sparer stehen. Umgekehrt repräsentiert eine Target2-Verbindlichkeit entsprechende Schulden des betreffenden Landes, sei es des Staates selbst oder seiner Einwohner und Unternehmen. Anders als Nettoforderungspositionen aufgrund privater Transaktionen sind Guthaben und Schulden im Target2-System ökonomisch nicht koscher, weil sie nicht auf Markttests und harten Kreditwürdigkeitsprüfungen beruhen, sondern auf der Usance des Eurosystems, alle Papiere zu akzeptieren, deren Rating oberhalb von D liegt. Es ist doch ganz einfach: Reagieren private Investoren elastisch auf Risiken, während das Eurosystem aus politischen Gründen unelastisch reagiert, dann findet im Markt eine Reallokation statt, an deren Ende alle schlechten Risiken beim Eurosystem liegen. Genau dies ist in den vergangenen Jahren geschehen.“

Davon ausgehend untersucht Homburg das Risiko für Deutschland und stellt fest, dass im Prinzip das



gesamte deutsche Target2-Guthaben auf dem Spiel steht. Zwar haftet Deutschland auf dem Papier zunächst „nur“ für 27% der Verluste des EZB-Systems. Je mehr Länder aber nicht mehr in der Lage sind, ihre Verbindlichkeiten zu begleichen, je weniger relevant ist dieser Prozentsatz am Ende.

Die Target2-Salden sind laut Homburg ökonomisch nichts anderes als Eurobonds, denn auch für die Schulden im Target2-System haben alle Mitgliedstaaten im Verhältnis ihrer EZB-Anteile einzustehen. „Dieser Aspekt ist außerordentlich wichtig und zugleich beunruhigend, weil die demokratisch legitimierten Volksvertreter Eurobonds abgelehnt haben, während diese auf der Hinterbühne bereits in riesigem Umfang existierten.“ Ähnliches gilt für den bald kommenden ESM: Er vergibt als Zweckvermögen Kredite an Problemstaaten, für die alle Mitglieder der Eurozone im Verhältnis ihrer EZB-Anteile einstehen müssen.

Und weiter: „Erst die Erkenntnis der Äquivalenz von Target2, Eurobonds und ESM erlaubt es, die jüngeren Konflikte zwischen den Regierungen der Eurozone auf der einen Seite und der EZB auf der anderen zu deuten: Die EZB stützt das Vorhaben eines ESM, weil sie insgeheim hofft, ihr Target2-Problem dorthin abzuschieben; sie will diese Schulden nicht am Hals haben. Ihre Hoffnung wird sich aber nicht erfüllen, denn die Regierungen sind ihrerseits nicht daran interessiert, die Target2-Schulden in ihren Einflussbereich zu übernehmen und dadurch gegenüber dem Steuerzahler sichtbar zu machen. Die Regierungen wollen vielmehr mit dem ESM einen parallelen, über das Target2-System hinausgehenden Haftungsverbund schaffen, der ihr wichtigstes Recht, das Recht zur ungehemmten Verschuldung, auf lange Zeit stabilisiert.“

Homburg schreibt weiter, die beschriebenen Fehlentwicklungen hätten vermieden werden können, wenn die Target2-Salden hätten periodisch ausgeglichen oder zumindest durch vollwertige Sicherheiten unterlegt werden müssen. (Anmerkung: Dies ist z.B. beim FedWire-System der US-Zentralbank der Fall, wo zwei Mal im Jahr für einen Ausgleich der Salden gesorgt wird. Siehe hier!)

Würde man die Salden aber jetzt glatt stellen wollen, würde das Leistungsbilanzüberschüsse bzw. Kapitalimporte der Problemstaaten in dreistelliger Milliardenhöhe voraussetzen. Auch Forderungen, dass künftig nur noch vollwertige Sicherheiten akzeptiert werden dürfen, ist unrealistisch. Denn welche Sicherheiten können griechische oder irische Banken und Notenbanken denn beibringen, fragt Homburg und gibt sich selbst die Antwort: „Doch nur jene, die sie selbst akzeptiert haben, also Papiere jeder Bonität oberhalb bereits eingetretener Insolvenz.“

Sein Fazit: „Der Hinweis Hans-Werner Sinns auf die Gefahren, die sich im Target2-System zusammengebrauen, ist voll und ganz berechtigt. Volkswirtschaftlich sind die Target2-Salden äquivalent zu den (abgelehnten) Eurobonds und auch äquivalent zum (derzeit diskutierten) ESM. Indem das Eurosystem Ramschanleihen als Sicherheit akzeptiert, hat es die Errichtung des ESM vorweggenommen, einen gigantischen Haftungsverbund geschaffen und gegen die Grundregel guter Notenbankpolitik verstoßen, wonach geldpolitische Maßnahmen keine Umverteilungswirkungen haben sollten und von finanzpolitischen Maßnahmen streng zu trennen sind.“

Target2 - wie es in den USA funktioniert

Der folgende Textauszug ist dem "ifo Standpunkt 132" vom 14. März 2012 entnommen. Er befasst sich damit, wie die Zahlungsströme zwischen den einzelnen Fed-Distrikten in den USA gemanagt werden. Es wird vorgeschlagen, bezüglich Target2 zu einer ähnlichen Verfahrensweise zu kommen.

Fed versus EZB: Wie man die Target-Schulden tilgen kann

von Hans-Werner Sinn

(...) Eigentlich messen Target-Salden den Nettobetrag an Geld, der innerhalb der Eurozone zirkuliert, aber, wie ich zum ersten Mal vor etwa einem Jahr erläutert habe, messen sie indirekt auch eine öffentliche, internationale Kreditvergabe zwischen den Notenbanken des Zentralbankensystems. Sie kommen den öffentlichen Krediten über die EFSF nahe und sind im Wesentlichen fiskalischer Natur.

Die entscheidende Frage, die sich aus dem Brief von Jens Weidmann ergibt, ist, ob und wie die Target-Kredite getilgt werden sollten. In Anlehnung an den elften Jahresbericht der European Economic Advisory Group (EEAG) plädiere ich für einen Ausgleich der Salden ähnlich dem US-amerikanischen System.

In den Vereinigten Staaten gibt es zwölf Distrikte der Notenbank "Fed", und zwischen ihnen gibt es Target-ähnliche Salden (ISA-Salden). Diese Salden müssen jeden April getilgt werden, indem die "District-Fed", die ihre Druckerpresse im Übermaß betätigte, für das netto abfließende Geld handelbare Wertpapiere, die sie nicht selbst schaffen kann ("gold-backed securities"), bilateral an die jeweils anderen District-Feds überträgt. Dazu werden Eigentumsanteile an einem Clearing-Portfolio der Fed, das bundesstaatliche Wertpapiere enthält, zwischen den District-Feds verschoben.

Bei der Berechnung der Tilgungsleistung verfährt man freilich so, dass der durchschnittliche Zuwachs der Target-Schulden des vergangenen Jahres gegenüber dem Wert zum letzten Stichtag, und nicht etwa der Endbestand zu tilgen ist. Dieses Detail impliziert, dass ein Rest von Target-Salden auch nach dem Stichtag stehen bleiben kann. Dennoch wird der Anstieg der Salden ganz erheblich gedämpft. Das zeigt die unten stehende Abbildung. Sie vergleicht den gesamten Zeitverlauf der Summe aller Target- bzw. ISA-Forderungen in Relation zum jeweiligen Bruttoinlandsprodukt.

Man erkennt sehr deutlich, dass die Salden in den Vereinigten Staaten während der Finanzkrise wesentlich langsamer anstiegen als in der Eurozone. Das liegt zum einen daran, dass es in Amerika unattraktiv ist, die Target-Kredite in Anspruch zu nehmen, und die defizitären District-Feds versuchen, ihre Schulden selbst zu reduzieren, bevor sie im April Anteile am Clearing-Portfolio verlieren. Die deutlich sichtbare Abnahme der Salden in den Monaten vor dem April 2009 ist auf diesen Effekt zurückzuführen. Zum anderen kommt eine Bremswirkung durch die erzwungene Tilgung zustande, wenn es nicht gelingt, die Salden durch eigene Maßnahmen rechtzeitig abzubauen. So haben im April 2010 im Umfang von etwa 190 Mrd. US-Dollar ISA-Tilgungen durch Eigentumsübertragungen stattgefunden. Auch im April des Jahres 2011 wurde getilgt, aber nur wenig, denn die ISA-Zuwächse waren im Vorjahr laufend gefallen und erst zu Jahresbeginn wieder gestiegen.

Ende 2011 lagen die amerikanischen Salden bei 337 Mrd. Dollar oder 2,3% des BIP, während die Target-Forderungen im Eurosystem am aktuellen Rand 796 Mrd. Euro oder 8,7% des BIP der Eurozone ausmachten. Relativ gesehen waren die europäischen Salden also etwa viermal so groß wie die amerikanischen, und dies obwohl die Finanzkrise in den Vereinigten Staaten begann und die Fed viel mehr Geld in die Wirtschaft gepumpt hat als die EZB. Wollte man der Bundesbank für die während der Krise aufgebauten Target-Forderungen (Mai 2006 bis April 2012) eine Tilgung nach den amerikanischen Regeln zubilligen, so könnte sie nun schätzungsweise mit etwa 336 Mrd. Euro an goldbesicherten Wertpapieren rechnen.

Die Frage ist freilich, wie man das amerikanische System auf Europa übertragen könnte. Sicherlich wäre es keine Lösung, den Defizitländern die Tilgung mit normalen Staatspapieren aus eigener Herstellung zu erlauben. Dann käme man vom Regen in die Traufe.

Die European Economic Advisory Group at CESifo hat in ihrem elften Jahresbericht vorgeschlagen, in der Eurozone ein System von kurzfristigen staatlichen Pfandbriefen (Euro Standard Bills) zu schaffen, die nach einheitlichen Kriterien vom jeweiligen Nationalstaat mit Immobilien oder vorrangigen Ansprüchen auf

zukünftige Steuereinnahmen besichert sind. Diese Pfandbriefe können nach Meinung des Rates zur jährlichen Tilgung der Target-Salden verwendet werden.

Eine einfache Minimallösung, die ebenfalls Wirkung entfalten könnte, hat der frühere Bundesbankpräsident Helmut Schlesinger vorgeschlagen. Er will die Target-Salden mit progressiv gestaffelten Strafzinsen belasten, die dann von den Defizitländern an die Überschussländer abgetreten werden.

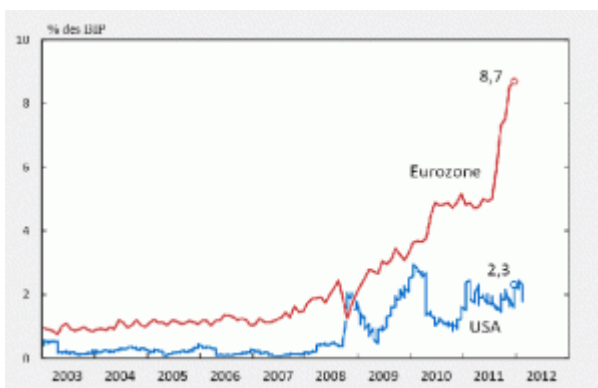
Auf jeden Fall braucht die Eurozone ein System von Stoßdämpfern, die die extremen Ausschläge bei den Target-Krediten abfedern. Der Überziehungskredit beim privaten Girokonto ist auch nicht beliebig zu haben.

Hans-Werner Sinn

Professor für Nationalökonomie und Finanzwissenschaft, Universität München

Präsident des ifo Instituts

Abb.: Brutto-Target-Forderungen und Brutto-ISA-Forderungen relativ zum jeweiligen BIP



- Das ifo-Institut aktualisiert ständig die aus den diversen Rettungsprogrammen resultierenden [Haftungssummen für Deutschland](#).
- Die Auslandsposition der Bundesbank im EZBS kann unter diesem [Link](#) eingesehen werden.