

FAZ.NET - <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/bringen-die-target-salden-deutschland-in-gefahr-15723567.html>

Target-Salden

## Irreführende Verharmlosung

Von Hans-Werner Sinn - 05.08.2018



Hans-Werner Sinn, ehemaliger Präsident des Ifo-Instituts in München. Bild: dpa

Bringen die Target-Salden Deutschland in Gefahr oder nicht? Die Meinungen der Ökonomen gehen in dieser Frage auseinander. Nun meldet sich abermals der ehemalige Präsident des Ifo-Instituts – und warnt eindringlich. Ein Gastbeitrag.

Die wachsenden Target-Salden bringen die [EZB](#) in Erklärungsnot. Ihr Präsident weicht Fragen zur Tilgung, Limitierung oder Besicherung der Target-Salden aus und unterstellt den Kritikern, sie wollten den Euro abschaffen. Der DIW-Präsident und Ex-EZB-Mitarbeiter Marcel Fratzscher rückt die Kritiker der EZB gar in die Nähe der AfD und wirft ihnen Panikmache vor. Andere vermuten zumindest eine europafeindliche Gesinnung. Viele Journalisten beteiligten sich im Vorfeld der erwarteten Überschreitung der Billionen-Grenze an einer konzertierten Beschwichtigungsaktion. Offenkundig steigt die Nervosität.

Auch Martin Hellwig reiht sich hier ein. Er war einst, als das Target-Thema aufkam, bei der EZB für die Beobachtung der makroökonomischen Risiken zuständig. Schon damals sah er nur belanglose Salden. Nun verteidigt er sich, doch nicht mit überzeugenden Argumenten.

[Lesen Sie den Beitrag von Martin Hellwig hier.](#)

Die Target-Forderungen der [Bundesbank](#) sind ein Aktivum, ein grundsätzlich verzinslicher, unbesicherter Anspruch gegen das Eurosystem auf der linken (Soll-) Seite der Bilanz, dem verzinsliche Verbindlichkeiten anderer Notenbanken auf deren rechter (Haben-) Seite gegenüberstehen. So verbucht die spanische Notenbank mittlerweile etwa 400 Milliarden Euro und die italienische etwa 500 Milliarden Euro an Target-Verbindlichkeiten. Selbst Frankreich steht mit etwa 80 Milliarden Euro im Minus.

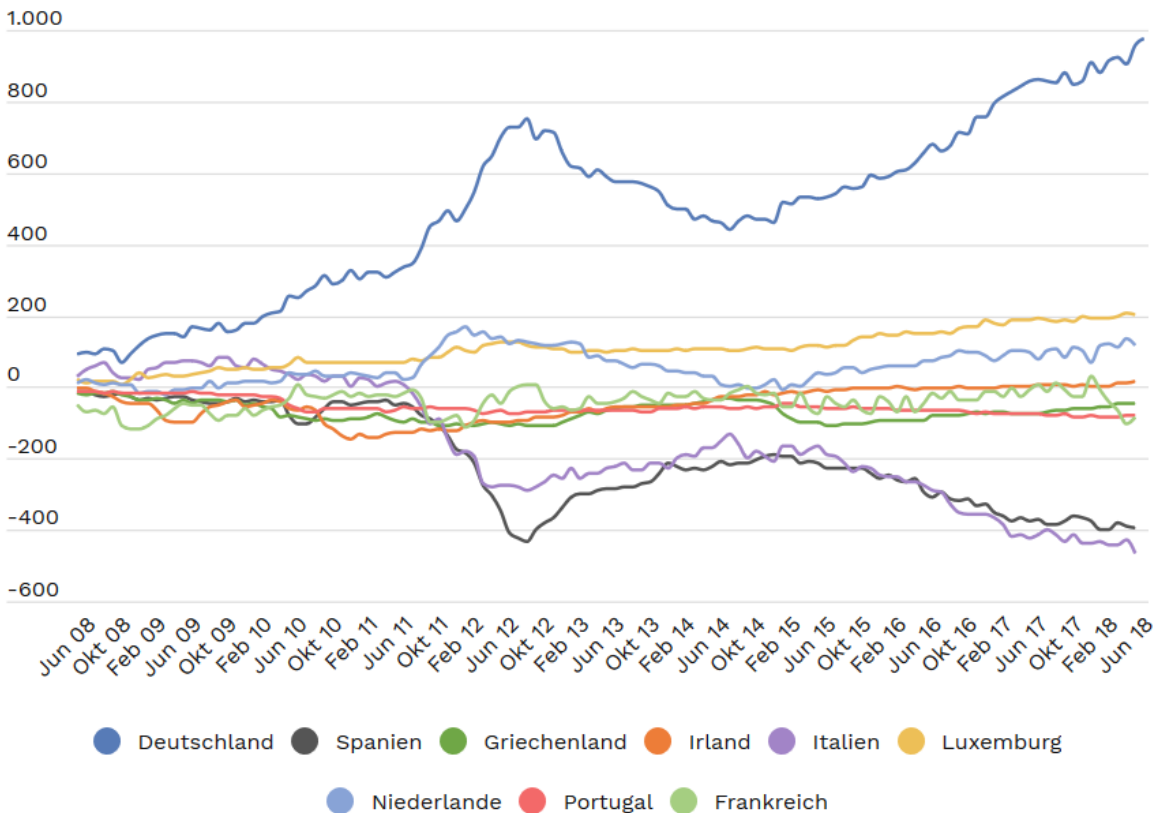
## Target-Salden sind mehr als bloße Gegenbuchungen

Es ist eine irreführende Verharmlosung, hier von bloßen Gegenbuchungen im Rahmen des Zahlungsverkehrs zu reden, denn die Target-Salden messen Nettoüberweisungen anderer Länder nach Deutschland, die die Bundesbank zwangen, im Auftrag anderer Notenbanken Zahlungsaufträge auszuführen. Man tilgte seine Schulden in Deutschland und ging dort einkaufen. Dadurch gelangte ein Nettobestand an Gütern und Vermögensobjekten wie Aktien, Schuldtiteln, Firmen, Häusern und Bankkonten im Wert von 1000 Milliarden Euro in ausländische Hand, ohne dass wirkliche Substanz zurückkam. Die Ansprüche der Bundesbank werden in der Zahlungsbilanzstatistik als Auslandsvermögen der Bundesrepublik Deutschland verbucht und entsprechen der Hälfte des gesamten Nettoauslandsvermögens der Bundesrepublik Deutschland.

Die Bundesbank stellt durch die Überweisungsaufträge sogenanntes „Außengeld“ her, für das sie im Gegensatz zum "Binnengeld", das sie an heimische Banken verleiht, Target-Forderungen gegen das Eurosystem und damit indirekt gegen die anderen Notenbanken des Eurosystems erhält. Aus der Sicht der einzelnen deutschen Empfänger der Zahlungen ist die Herkunft des Geldes einerlei, doch ist das Zentralbankgeld, das sie erhalten, ein Anspruch gegen die eigene Notenbank und damit gegen eine Institution, die ihnen als Bürger selbst mitgehört.

### Entwicklung der Target-Salden

in Milliarden Euro



Grafik: F.A.Z. / Quelle: EZB

Fallen die Target-Ansprüche gegen die anderen Notenbanken aus, würde Deutschland tatsächlich nicht für die Güter und Vermögenobjekte inklusive der getilgten Schuldtitel, die Ausländern übergeben wurden, kompensiert. In diesem Fall haben die deutschen Steuerzahler die Schulden der Ausländer getilgt und die gelieferten Güter und Vermögenobjekten selbst bezahlt. Für Verluste der Deutschen Bundesbank muss der deutsche Steuerzahler nämlich haften, entweder durch Verzicht auf Ausschüttungen oder durch eine Rekapitalisierung der Bundesbank, was auf dasselbe hinausläuft.

## **Ein Überziehungskredit**

Nach meiner Interpretation handelt es sich bei der Target-Forderung der Bundesbank um einen Überziehungskredit im Innenverhältnis des Eurosystems, der von ähnlicher Natur ist wie die Sonderziehungsrechte des [Internationalen Währungsfonds](#) oder auch die Kreditlimits, die sich Notenbanken im Rahmen von Festkurssystemen einräumen.

Hellwig zieht die Krediteigenschaft der Target-Salden indes in Zweifel, weil er die Bundesbank eher als Filiale der EZB sieht, und er findet eine auf die deutsche Volkswirtschaft bezogene Betrachtung der internationalen Leistungsströme innerhalb des europäischen Binnenmarktes ohnehin "semantisch unsinnig", weil dahinter immer einzelne Personen und Institutionen stehen, deren staatliche Zuordnung seiner Meinung nach unwichtig ist.

Damit greift er dem Gang der Geschichte sehr weit voraus, denn der europäische Staat, der einen stillschweigenden Verzicht auf die Forderungen gegenüber anderen Gebieten vielleicht erlauben würde, wurde in Europa noch nicht gegründet. Bislang gehört das Vermögen der Bundesbank noch dem deutschen Staat. Das deutsche Verfassungsgericht hat mehrfach betont, dass sich die Bundesbank einem Leistungsmechanismus zugunsten anderer Länder nicht unterwerfen darf.

Selbst in den USA, die einen gemeinsamen Staat bilden, werden im Übrigen zwölf Distrikte der Notenbank mit eigenen Bilanzen unterschieden. Die Target-Salden (sie heißen dort ISA-Salden) werden in den USA jährlich durch die Übertragung zinstragender, marktfähiger Wertpapiere getilgt. Das hat dazu geführt, dass viele distriktübergreifende Überweisungen zum Ausgleich von lokalen Finanzierungsdefiziten von privaten Banken zu Marktkonditionen erledigt werden.

## **Vorschriften zur Tilgung „vergessen“**

Beim Euro hat man Vorschriften zur Tilgung der Salden „vergessen“. Verständlich ist daher, dass die Entscheidungsträger der jetzigen Krisenländer es attraktiver fanden, sich immer mehr Geld von ihren eigenen Notenbanken drucken zu lassen, anstatt es sich zu marktüblichen Konditionen in anderen Ländern leihen zu müssen. Hunderte von Milliarden Euro wurden über Ela- und Anfa-Kredite nach eigenem Entscheid an die lokalen Geschäftsbanken verliehen, und zugleich konnten die Krisenländer über ihre Stimmen im EZB-Rat erreichen, dass die nationalen Notenbanken sich mit immer schlechteren Pfändern für die ausgegebenen Refinanzierungskredite begnügen durften. Sie durften sogar Schrottpapiere mit einem Rating unter BBB- akzeptieren. Der nationale Spielraum für die Festlegung der Kriterien war erheblich.

Die Geschäftsbanken der überschuldeten Länder haben dann das mit der nationalen Druckerpresse erzeugte Kreditgeld zu Konditionen an die private Wirtschaft und den Staat weitergereicht, die im Vergleich zum Markt extrem günstig waren. Dadurch wurde es möglich, immer mehr Nettoüberweisungen in andere Länder zu realisieren, ohne dass die nationale Liquidität wegtröcknete. Das ist ein entscheidender Aspekt, der bei Hellwig überhaupt nicht vorkommt. Die Notenbanken des Südens unterboten mit ihrer eigenen, übermäßigen Kreditgeldschöpfung die internationalen Anleger, die eine

immer größere Abneigung gegen die Finanzierung der wachsenden privaten und öffentlichen Schulden in Südeuropa entwickelten.

Die Aushebelung des Kapitalmarktes durch den Verzicht auf adäquate, länderspezifische Risikoprämien stellt eine fundamentale Verzerrung der Kapitallokation im Raum dar, die Europa nachhaltig schwächt. Das ist kein Übergangsproblem und kein Thema von Altlasten, sondern ein strukturelles Dauerproblem, an dem die Eurozone zugrunde gehen kann, wenn man es nicht behebt.

Die asymmetrische Kreditgeldschöpfung ist aber nur ein Grund für die Target-Salden. Seit 2015 traten die Käufe im Zuge des mittlerweile 2,4 Billionen Euro schweren QE-Programms hinzu, die etwa zur Hälfte Investoren aus Nicht-Euro-Ländern betrafen. Da die Investoren ihre Verkaufserlöse vor allem in einige nördliche Länder der Eurozone überwiesen, um sie dort anzulegen, allen voran Deutschland, wurden deren Notenbanken zur Bereitstellung der dafür nötigen Liquidität gezwungen, was einen weiteren Zuwachs der Target-Salden induzierte.

### **Verbriefte Staatsschulden gegen Target-Schulden eintauschen**

Der technische Vorgang, von dem die EZB in diesem Zusammenhang gerne spricht, bedeutete, dass in den Portfolios der Anleger dieser Welt in riesigem Umfang Staatspapiere Südeuropas durch Vermögenwerte jedweder Art aus Deutschland ersetzt wurden, während die in Deutschland ansässigen Verkäufer inklusive der Banken, die ihren Kunden Konten einräumten, und von der Bundesbank Euros bekamen und die Bundesbank mit Target-Forderungen gegen das Eurosystem kompensiert wurde. Das war und ist eine gewaltige Umschuldungsaktion unter erzwungener Beteiligung der Bundesbank.

Die überschuldeten Staaten der Eurozone konnten ihre verbrieften Staatsschulden gegenüber privaten Investoren, die auch schon mal lästig werden können, durch Target-Schulden beim Eurosystem und damit indirekt vor allem bei der Bundesbank ersetzen, und die Anleger der Welt erhielten die Möglichkeit, ihre Bestände an südeuropäischen Staatspapieren gegen deutsche Aktien, Firmen, Wertpapiere, Bankkonten und andere Vermögenstitel einzutauschen. Sicherlich waren unter den geretteten Portfolios auch ein paar deutsche, was manche deutsche Fondsmanager jubeln ließ. Die hätte man jedoch wesentlich billiger direkt retten können, wenn man es gewollt hätte. Die in Südeuropa engagierten Pensionsfonds der ganzen Welt mit zu retten, war nicht erforderlich. Der Jubel, den das QE-Programm an der Wall Street und in London auslöste, sollte zu denken geben.

Die Risiken dieser Politik für Deutschland sind erheblich. Sie gibt es sogar, wenn alle Länder im Euroverbund bleiben und die einzelnen Zentralbanken (wie es bei ELA-, ANFA und PSPP-Krediten vorgesehen ist) selbst haften sollen. Es lässt sich zeigen, dass diese Selbsthaftung bei einer Kreditgeldschöpfung im normalen, proportionalen Umfang möglich ist, weil das Land dann so viele Zinsen in den gemeinsamen Topf geben muss, wie es zurück erhält. Wenn es jedoch so viel Kreditgeld in Umlauf gebracht hat, dass dadurch Target-Schulden entstehen konnten, die das (meist nur sehr geringe) Eigenkapital überschreiten, [dann kann eine Notenbank im Innenverhältnis des Eurosystems zahlungsunfähig werden.](#)

### **Draghi: Italien muss Target-Schulden vollständig begleichen**

Gefahren drohen aber insbesondere, wenn einzelne oder alle Länder das Eurosystem verlassen. Sollte das Eurosystem insgesamt kollabieren, sitzt der deutsche Teil des Währungsgebietes auf einem Riesenhaufen Zentralbankgeld, der für ihn allein viel zu groß ist und gewaltige Inflationsgefahren birgt. Die Bundesbank müsste dann einen Währungsschnitt machen und/oder das Geld wieder einsammeln

und verbrennen, zum Beispiel indem sie Staatspapiere verkauft, die sie vorher vom deutschen Fiskus geschenkt bekommt. Dieses Szenarium ist der Drohpunkt, mit Hilfe dessen Deutschland in den nächsten Jahren in eine Transferunion gedrängt werden könnte. Die Verluste werden sich dann unmittelbar im Staatsbudget zeigen.

Unangenehm wird es bereits dann, wenn nur ein einzelnes Land wie Italien mit dem Austritt droht. In einem Brief von [Mario Draghi](#) an zwei Cinque-Stelle-Abgeordnete hieß es, Italien müsse seine Target-Schulden im Fall des Austritts „vollständig“ begleichen. Nach Meinung von Martin Hellwig gibt es dafür aber gar keine Rechtsgrundlage, und tatsächlich könnte die Banca d'Italia ihren Verpflichtungen im Innenverhältnis auch gar nicht nachkommen, selbst wenn sie es müsste, weil ihre Aktiva aus abgewerteten Lire bestehen und auf der Passivseite der Bilanz die Euro-Target-Schulden stehen. So oder so träfe die Bundesrepublik ein anteiliger Verlust in Höhe von 31% der nicht begleichenen italienischen Target-Schulden, während man weder den Rückkauf der Staatspapiere durch die Banca d'Italia noch die Übereignung deutscher Vermögenstitel und Güter an Ausländer annullieren kann.

Ob der italienische Staat in diesem Fall solvent ist, spielt im Gegensatz zu Hellwigs Meinung keine Rolle, denn die Staatspapiere, die die Banca d'Italia erworben hat, gehören ja ihr ganz allein, und sie sind auch nicht dem Eurosystem sicherungsübereignet. Es geht tatsächlich vor allem um die Target-Salden selbst.

Es wäre mir lieber gewesen, es hätten sich anstelle der Technokraten des Eurosystems irgendwann einmal in der Geschichte der Eurozone demokratisch gewählte Abgeordnete mit dem Target-System beschäftigt, damit die Öffentlichkeit wenigstens weiß, was hier abläuft.

## Hans-Werner Sinn

Der Autor war bis 2016 Präsident des ifo Instituts und ist emeritierter Professor der Ludwig-Maximilians-Universität in München. Kürzlich hat er bei Herder seine Autobiographie "Auf der Suche nach der Wahrheit" veröffentlicht.

Quelle: FAZ.NET

<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/bringen-die-target-salden-deutschland-in-gefahr-15723567.html?printPagedArticle=true#void>

[Hier](#) können Sie die Rechte an diesem Artikel erwerben.

[Zur Startseite](#)

© Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH 2001 - 2018  
Alle Rechte vorbehalten.