

Wegen der Corona-Krise ist im März der Target-Saldo der Bundesbank wie eine Rakete in den Himmel geschossen. Die Targetforderungen der Bundesbank stiegen um 114 Milliarden Euro und erreichten einen Endwert von 935 Milliarden Euro. Der Anstieg um 114 Milliarden in nur einem Monat war der bisher bei weitem größte in der Geschichte der Eurozone, höher noch als die Anstiege um jeweils etwa 60 bis 70 Milliarden Euro auf den bisherigen Höhepunkten der Eurokrise im Spätsommer 2011 und im Frühjahr 2012.

Dahinter verbirgt sich wie schon damals eine massive Kapitalflucht aus den Mittelmeerländern nach Deutschland, denn mit einer solchen Kapitalflucht geht stets ein Überweisungsauftrag an die Bundesbank einher, wie er in Form eines akkumulierten Nettobestands solcher Aufträge durch die Targetsalden gemessen wird. Es handelt sich um eine Kapitalflucht deutscher Anleger aus den Mittelmeerländern zurück nach Hause, um eine Kapitalflucht von Anlegern dieser Länder nach Deutschland und um eine Kapitalflucht von Anlegern aus Drittländern, die ihre Anlagen nach Deutschland umgeschichtet haben.

Der Rückzug deutscher Anleger aus dem Mittelmeerraum besteht beispielsweise darin, dass hiesige Banken fällig werdende, meist kurzfristige Kredite nicht verlängern und die Tilgung per Überweisung nach Deutschland verlangen. Die Kapitalflucht kam aber zu einem kleineren Teil auch dadurch zustande, dass die Notenbanken des Südens mit frisch geschaffenen Geld die Anleihen der eigenen Staaten er-

warben und die Verkäufer das Geld dann in Deutschland anlegten, wo sie es sicher wähten. Schließlich ist es möglich, dass auch jetzt wieder wie schon beim QE-Programm der Jahre 2015 bis 2018 die Notenbanken der Südländer die Bundesbank anwiesen, für sie Staatspapiere ihrer Heimatländer aus den Portfolios in Deutschland ansässiger institutioneller Anleger herauszukaufen und das dafür nötige Geld herzustellen.

Die Salden zwingen Deutschland, bei der EU-Hilfe großzügig zu sein

Die Entscheidung, solche Käufe von Wertpapieren erneut in riesigem Umfang durchzuführen, hat der EZB-Rat am 18. März 2020 getroffen. In der Summe kam dadurch im Verein mit früheren Beschlüssen ein Betrag von mehr als einer Billion Euro für 2020 zusammen. Dabei sollten die Käufe der Staatspapiere eigentlich von allen Notenbanken in Proportion zur jeweiligen Landesgröße realisiert werden.

Tatsächlich hat die EZB aber zugelassen, wie Bloomberg berichtete, dass die südlichen Notenbanken weit überproporti-

onal Staatspapiere ihrer Heimatländer gekauft haben. Die Bundesbank ist bei der Hilfe zur Kapitalflucht und dem Schutz der Portfolios der Anleger aus aller Welt in einer nicht allzu glücklichen Rolle, denn sie muss die Überweisungen kreditieren und hat gar keine andere Wahl. Sie hat deshalb auch nichts falsch gemacht.

Die Überweisungen, die sie ausführt, bedeuten eine öffentliche Kreditvergabe an die auftraggebenden Notenbanken, weil im Eurosystem keine Konten der nationalen Notenbanken bei der EZB existieren, die die Notenbanken der Krisenländer zuvor durch die Übertragung von Wertpapieren oder anderen Vermögensobjekten bei der EZB hätten aufbauen können und deren Bestände sie im Zuge der Überweisungen nun nach Deutschland transferieren könnten.

Bei den Targetsalden handelt es sich vielmehr um offene, ungesicherte Kreditforderungen der Bundesbank gegen das Eurosystem, für die es keine Obergrenzen gibt, deren Tilgung die Bundesbank nicht verlangen kann und die auf dem Wege des Zinspooling effektiv zu einem Satz verzinst werden, der durch verschiedene Politikzinssätze des Eurosystems bestimmt ist. Dieser Satz ist aber derzeit negativ.

Die Targetsalden schießen hoch

Die Kapitalflucht der Anleger aus den Mittelmeerländern erreicht in der Corona-Krise einen dramatischen Höchststand. *Von Hans-Werner Sinn*

Mit der erzwungen Vergabe von Überziehungskrediten an das Eurosystem und damit indirekt an andere Mitgliedsländer wird der Bundesbank ein nicht unerhebliches Risiko aufgebürdet. Ihre Targetforderungen sind anteilig gefährdet, wenn ein Land die Eurozone verlässt, und sie sind zur Gänze gefährdet, wenn das Eurosystem zerbricht. Es ist debattierbar, ob und inwieweit die nicht unerheblichen Verbindlichkeiten der Bundesbank aus einer überproportionalen Ausgabe von Banknoten gegenzurechnen sind.

Die Targetsalden sind darüber hinaus anteilig gefährdet, wenn beim Erhalt des Eurosystems Staat und Finanzsystem eines Mitgliedslandes in den Konkurs geraten, so dass die jeweilige nationale Notenbank die effektiven internen Zinsverpflichtungen auf ihre Targetschulden nicht mehr erfüllen kann. In jedem Fall wären die auftretenden Verluste real und nicht etwa irrelevante Verrechnungsposten. Sie bedeuten einen dauerhaften Konsumverzicht der Bürger der Bundesrepublik Deutschland.

Die Salden zwingen Deutschland, jetzt bei den fiskalischen Rettungsschirmen der EU großzügig zu sein, damit aufgrund der Garantien der deutschen Steuerzahler

viel privates Geld und auch viel frisches Geld aus den Druckerpressen des Eurosystems nach Südeuropa fließen kann, um so die dortigen Systeme zu stabilisieren und eine weitere Kapitalflucht zu verhindern. So gesehen ersetzt nun der fiskalische Kredit der Rettungsschirme zumindest einen Teil des weiteren Überziehungskredits, den die Bundesbank andernfalls noch würde gewähren müssen.

Wenn die Bundesrepublik ihre „goldene Kreditkarte“ kündigen würde, bräche Panik aus

Der Sachverhalt zeigt leider in aller Deutlichkeit den Zielkonflikt auf, in den sich Deutschland durch das Festhalten am Targetsystem hineinmanövriert hat. Entweder lässt man die „goldene Kreditkarte“, die dieses System bedeutet, bei den Notenbanken der Krisenländer liegen. Dann können die ausländischen Kapitalanleger damit rechnen, dass der Rückweg nach einer Kreditvergabe stets offen bleibt, und wagen es im Vorhinein, ihr Geld zu minimalen Zinsaufschlägen, die den wahren Risiken nicht gerecht werden, zu verleihen. Der Kredithunger der Schuldner bleibt in diesem Fall riesig.

Oder man kündigt den Entzug dieser Kreditkarte an. Dann bricht Panik aus, und das gesamte mobile Kapital will fliehen. Die Salden schießen noch weiter hoch, und das Eurosystem zerbricht. Deswegen belässt das Targetsystem nur noch die Möglichkeit, Schuldenexzesse zuzulassen und in jeder neuen Krise weiter Rich-

tung Haftungs- und Transferunion zu gehen.

Das könnte man möglicherweise sogar für richtig halten, wenn es bedacht und demokratisch beschlossen worden wäre. So war es aber nicht. Dass es im Eurosystem die Möglichkeit substanzieller Targetsalden geben müsse, ist nach der Aussage des ehemaligen Bundesbankchefs Helmut Schlesinger bei der Gründung der Währungsunion nicht einmal angedacht worden, und in der Tat gibt es dazu in den Verträgen zur Währungsunion keinerlei Hinweise. Die quasi-fiskalischen Überziehungskredite, die die Bundesbank gewähren muss, sind allein das Ergebnis interner Beschlüsse eines technokratischen Gremiums, des EZB-Rates, in dem Deutschland kaum besser vertreten ist als Malta.

Daran kann man kurzfristig nichts ändern, ohne neue Schockwellen auszulösen. Doch wenn die Corona-Krise überwunden ist und die Volkswirtschaften Südeuropas sich wieder halbwegs stabilisiert haben, ist es an der Zeit, in einem neuen EU-Vertrag noch einmal grundlegend über das Regelwerk des Eurosystems nachzudenken.



Der Finanzwissenschaftler **Hans-Werner Sinn**, 72, ist emeritierter Präsident des Ifo-Instituts und Professor an der LMU München. 2012 erregte er hohe Aufmerksamkeit mit seinen Forschungen und Veröffentlichungen zur „Target-Falle“. FOTO: DPA