

Ökonomen in der Target-Falle

Der Streit um die Billionenforderung der Bundesbank an die EZB ist heißgelaufen. Zum Kern der Sache dringen die streitenden Ökonomen aber bisher nicht vor: Deutschlands Unwillen, sein Target-Guthaben einzusetzen, um im (Euro-)Ausland einzukaufen. Letztlich führt alles zu den absurd hohen deutschen Handelsüberschüssen und dem Lohndumping zurück.

Seit der Target-Saldo der Bundesbank mit der Billionen-Euro-Grenze flirtet, streiten die Ökonomen heftig wie seit Jahren nicht mehr, was diese Forderung an die Europäische Zentralbank (EZB) wert ist. 912 Milliarden Euro betrug sie Ende August, praktisch unverändert von Ende Juli. Ende Juni waren es auch schon einmal 976 Milliarden Euro. "Über das Zahlungssystem Target2 werden der Bundesbank enorme Risiken aufgebürdet", warnt Thomas Mayer, Direktor des Flossbach von Storch Research Institute. "Ein Vollverlust ist möglich", unkt Hans-Werner Sinn. Dann wäre mit einem Schlag gut die Hälfte des deutschen Netto-Auslandsvermögens weg. An dem ehemaligen Chef des Ifo-Instituts, der den Target-Saldo 2011 im Alleingang zum großen Thema machte, arbeiten sich bis heute alle Diskutanten ab. Der Chef des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung in Berlin, Marcel Fratzscher, kritisiert seine Warnungen als "Panikmache, die ungerechtfertigt ist und Europa spaltet". Auch die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bundesbank betrachten die deutschen Target-Forderungen als für sich genommen bedeutungslose Verrechnungssalden, die allenfalls als Fieberthermometer taugen, und das auch nur bedingt. Die meisten ausländischen und viele deutsche Ökonomen teilen diese Gegenansicht zu Sinn.

Die Kritiker beschränken sich gern auf die summarische Ablehnung seiner Thesen oder Kritik an einzelnen Begriffen. So wird angezweifelt, dass man bei Target-Salden tatsächlich von "Überziehungskrediten" sprechen kann. Mangelware sind ausformulierte Gegenentwürfe, die zeigen, warum Deutschland durch das System nicht benachteiligt oder großen Vermögensrisiken ausgesetzt wird.

Was sind diese Target-Salden

Target heißt das System, mit dem die rechtlich selbstständigen Notenbanken des Euro-Raums grenzüberschreitende Zahlungen abwickeln. Schickt eine italienische Bank 1 000 Euro zu einer deutschen Bank und nutzt dafür Target - und nicht ein privates Clearingsystem der Banken - , dann meldet sie der Bank von Italien den Überweisungswunsch. Diese streicht 1 000 Euro vom Zentralbankguthaben der Geschäftsbank und gibt über den Umweg EZB den Auftrag an die Bundesbank, der deutschen Empfängerbank 1 000 Euro auf deren Bundesbankkonto gutzuschreiben. Weil die Bundesbank nun der deutschen Geschäftsbank 1 000 Euro schuldet, bekommt sie zum Bilanzausgleich eine sogenannte Target-Forderung gegen die EZB. Diese wiederum bekommt eine Target-Forderung gegen die Bank von Italien. Wenn dauerhaft mehr Geld über Target nach Deutschland überwiesen wird als von Deutschland in andere Länder, baut sich ein positiver Target-Saldo auf.

Wertlose Forderungen?

Mayer und Sinn argumentieren, die Banken der Südländer, die am Geld- und Kapitalmarkt nur zu ungünstigen Bedingungen Kredite bekämen, würden durch das Target-System und die unlimitierte Nullzins-Kreditvergabe durch die EZB zulasten der Bundesbank alimentiert. Denn die Bundesbank erhalte nur ein effektiv unverzinsliches Target-Guthaben, das im Falle eines Zerbrechens der Währungsunion uneinbringlich wäre. Selbst wenn die ausscheidende Notenbank bereit wäre, die Target-Verbindlichkeit zu tilgen, könne sie das nicht, weil die zugrunde liegenden Kredite an eigene Geschäftsbanken oft mit minderwertigen Sicherheiten abgesichert seien, und weil die dortigen Banken bei einer Währungsumstellung nicht mehr in der Lage seien, Kredite in Euro zu begleichen. Sinn schreibt sogar, das Target-Guthaben sei heute schon wertlos, da es

unverzinslich und nicht fällig zu stellen ist.

Dazu passt, was der irische Ökonom Karl Whelan, der eine Gegenposition zu Sinn vertritt, errechnet hat. Ihm zufolge betrüge der Verlust an jährlichen Einnahmen für die Bundesbank wenige Milliarden Euro, wenn die Währungsunion zerbräche und ihre Target-Forderung nicht mehr bedient würde. Dieser Verlust würde mehr als aufgewogen aus dem Geldschöpfungsgewinn. Denn die Bundesbank könnte dann wieder, wie früher, auf eigene Rechnung die Bürger von ganz Europa mit den beliebten D-Mark-Banknoten versorgen.

Whelan und Sinn machen jedoch einen Fehler, wenn sie für den Wert des Target-Guthabens nur die jährlichen Zahlungsströme ansetzen, nicht aber den Nominalwert der Forderung selbst. Der Wert einer Anleihe besteht ja auch nicht nur aus den Zinszahlungen während der Laufzeit. Den größten Teil des Werts macht der Rückzahlungsanspruch aus. Sinn argumentiert, dass Target-Forderungen nicht fällig gestellt werden können und lässt deshalb den Nominalwert unberücksichtigt. Das ist aber nur bedingt richtig. Mit jedem Überweisungsauftrag der Bundesbank an die Bank von Italien oder die Bank von Spanien wird das deutsche Target-Guthaben kleiner, also teilweise fällig gestellt.

Deutschland könnte so den Gegenwert seines Target-Guthabens jederzeit abrufen. Stanislas Jourdan, EU-Chef der britischen Organisation Positive Money, drückt das so aus: "Deutschland kann seinen Anspruch einlösen, indem es in Italien einkauft." Das können Waren, Dienstleistungen, Wertpapiere oder Grundstücke sein. Die Bundesbank würde der Bank von Italien sagen, sie möge bei den italienischen Hausbanken der Verkäufer die Rechnungen für diese Einkäufe bezahlen. Eine deutsche Adresse würde etwas von Wert aus Italien bekommen. Italien bekäme dafür nichts als eine Verringerung seiner Target-Schulden.

Die Bundesbank könnte im Prinzip für 976 Milliarden Euro **Grundstücke, Anleihen oder Aktien in anderen Euro-Ländern kaufen**. Dann wäre der Target-Saldo wieder ausgeglichen. Ein solches Investitionsverhalten ist für Notenbanken allerdings untypisch. Es war gerade der Druck der Bundesbank, der dazu geführt hat, dass im Rahmen der von der EZB beschlossenen Anleihekäufe jede Notenbank nur die Anleihen der eigenen Regierung kauft. Es gibt aber Gegenbeispiele: Zu den Notenbanken, die in sehr großem Umfang ausländische Aktien und andere Wertpapiere gekauft haben, gehört die Schweizerische Nationalbank.

Schulsanierung per Target

Alternativ könnte der deutsche Staat die Target-Forderungen aufbrauchen, indem er ein großes Programm zur **Sanierung der Schulen, Straßen und Brücken** auflegte, und dafür intensiv auf Planungsbüros, Material und Bauunternehmen aus anderen Euro-Ländern zurückgreift. Die Staatsschuld würde entsprechend steigen. Dafür würde die Bundesbank im Zuge der Geldüberweisungen ins Ausland Guthaben von deutschen Geschäftsbanken, also eigene Verbindlichkeiten, aus ihrer Bilanz streichen. Das würde die kombinierte Verschuldung von Staat und Bundesbank nicht erhöhen. Deutschland als Ganzes bekäme die ausländischen Güter und Leistungen letztlich im Tausch gegen die Streichung von Target-Forderungen. Die gemessene Staatsverschuldung würde allerdings steigen, weil die Bundesbank aufgrund einer Konvention dabei nicht als Teil des Staates behandelt wird.

Als eine dritte Möglichkeit zur Nutzung der Target-Forderungen könnten die deutschen Haushalte ihren **Konsum steigern** und zu einem größeren Anteil im europäischen Ausland decken. Das wäre zum Beispiel zu erwarten, wenn die deutschen Löhne für eine Weile deutlich kräftiger stiegen als im übrigen Europa. Dann hätten die Arbeitnehmerhaushalte mehr Geld für Konsum zur Verfügung und gleichzeitig würden die Waren und Dienstleistungen der anderen Euro-Länder preislich wettbewerbsfähiger. Die Mehrimporte würden von der Bank von Italien und den anderen Notenbanken bezahlt, im Tausch gegen die Streichung von deutschen Target-Forderungen.

Diese Möglichkeiten, die Target-Forderungen in reale Werte zu transformieren, werden bisher nicht genutzt, weil die Bundesbank keine Wertpapiere der Südländer halten möchte, weil die schwarze Null im Staatshaushalt nicht infrage gestellt werden soll und weil die hohe preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Anbieter bewahrt werden soll.

Wertlos sind die Target-Forderungen also keinesfalls. Sie können allerdings wertlos werden, wenn die Währungsunion zerbricht, zum Beispiel wenn andere Länder meinen, in diesem Rahmen mit einer überkonkurrenzfähigen deutschen Wirtschaft nicht mithalten zu können und langfristig den Kürzeren zu ziehen.

Das Problem sind die Leistungsbilanzüberschüsse

Hinter dem Target-Saldo-Problem steht letztlich ein anderes großes Ungleichgewicht, auf das viele in Deutschland so stolz sind: Die extrem hohen Überschüsse im Außenhandel, die als Ausweis von Wettbewerbsfähigkeit und wirtschaftlichem Besserein als die anderen interpretiert werden. Auf diese Weise hat Deutschland sehr hohe Forderungen an das Ausland aufgebaut, die irgendwann die Verschuldungsfähigkeit der anderen überfordert haben. Um die Schuldenkrise zu entschärfen, wurden diese Forderungen von Forderungen privater deutscher Adressen an bankrottgefährdete private und staatliche ausländische Adressen transformiert in Target-Forderungen der Bundesbank an die EZB.

Gegen diese Interpretation werden gern einfache Vergleiche von Entwicklung der Leistungsbilanz und Entwicklung des Target-Saldos ins Feld geführt. Dass diese Entwicklungen nicht parallel laufen, sei ein Gegenargument. Aber das verfängt nicht. Solange es noch keine Schuldenkrise gab, bekamen die Defizitländer von privaten Banken Kredit, und es tat sich nichts beim Target-Saldo. Als die Schuldenkrise ausbrach, kam es zur Kapitalflucht und die Forderungen mussten von der Bundesbank übernommen werden. Auch dass Länder mit hohen Target-Verbindlichkeiten wie Italien und Spanien heute kein Leistungsbilanzdefizit mehr haben, ist kein starkes Gegenargument. Dadurch, dass Deutschland seinen hohen Überschuss heute mit dem Nicht-Euro-Ausland aufrecht erhält, wird der Eurokurs höher gehalten, als er bei einem ausgeglichenen deutschen Handelssaldo wäre. Das verhindert, dass die im Ausland hoch verschuldeten Euroländer die hohen Überschüsse erzielen, die sie erzielen müssten, um ihre Auslandsschuld abzutragen. Solange das so ist, schaffen sie es nicht, wieder als unzweifelhaft kreditwürdig zu gelten und nicht mehr auf die Druckerpresse der EZB angewiesen zu sein. Deutschland hat es selbst in der Hand, sein Target-Problem zu lösen.