

Date: 2018-08-14 Type of Media: Print  
Page: 48 Section: Gastkommentar  
Circulation: 90,597 Country: Germany



# Entscheidende Anreize

Targetsalden: Der Schlüssel liegt bei der Geldpolitik, sagt **Michael Heise**.

**D**ie Target-2-Forderungen der Bundesbank, die bei über 900 Milliarden Euro liegen, haben es mittlerweile auf die Titelseiten der Zeitungen geschafft. Was hat es damit auf sich? Die einen sehen darin eine versteckte, politisch nicht legitimierte Kreditvergabe zwischen den Ländern, die ausfallgefährdet wäre, wenn ein Land mit negativem Saldo aus dem Euro austreten würde (Hans-Werner Sinn). Dann würden entsprechend ihrem Kapitalschlüssel im Euro-System 27 Prozent des Kapitalverlusts der Bundesbank zugerechnet. Die anderen sehen in den Targetsalden eine nötige Flexibilität im Zahlungsverkehrssystem, damit Transaktionen in der EWU überhaupt reibungslos funktionieren (Martin Hellwig). Dass zwischen den Regionen eines Währungsraums Überschüsse und Defizite im Zahlungsverkehr entstehen, sei vollkommen normal und zum Beispiel auch in den USA möglich. Viel Aufregung um nichts?

Wie so häufig, dürfte die Wahrheit in der Mitte liegen. Targetsalden entstehen durch grenzüberschreitende private Zahlungen. Hat ein Land einen Überschuss an eingehenden Zahlungen, wird dieser als Vermögensbestandteil der Zentralbank gebucht, er stellt aber keine rechtlich einklagbare Forderung gegenüber anderen Ländern dar. Private Zahlungsströme, die zu Targetsalden führen, können ihre Ursache im Güterverkehr oder im Kapitalverkehr haben. Länder mit anhaltenden Leistungsbilanzdefiziten oder Abflüssen im Kapitalverkehr bauen Negativsalden auf. Weder für Italien noch für Spanien kann der Anstieg der Negativsalden auf den Güterverkehr zurückgehen, denn beide Länder haben seit Jahren wieder Leistungsbilanzüberschüsse.

Eine Erklärung liegt in den Anleihekaufprogrammen der Europäischen Zentralbank (EZB). Kauft etwa die italienische Zentralbank italienische Staatsanleihen außerhalb ihres Staatsgebiets, etwa von einer Bank in Frankfurt, entsteht folgende Transaktion: Die Banca d'Italia erhält eine Forderung gegenüber dem Staat und eine Verbindlichkeit im Targetsystem gegenüber der Deutschen Bundesbank. Sie räumt der verkaufenden Bank ein Guthaben ein, baut gegenüber dem

Verkäufer also eine Verbindlichkeit auf. Dafür erhält sie als Gegenbuchung die Forderung gegenüber der Banca d'Italia. Im Ergebnis hat der Verkäufer eine Forderung an den italienischen Staat durch eine Forderung an die Bundesbank ersetzt.

Wäre der Verkaufserlös auf ein Konto in Italien gegangen, hätten sich die Targetsalden nicht verändert: Die Banca d'Italia hätte dann keine Verbindlichkeit gegenüber der Bundesbank, sondern gegenüber einer einheimischen Geschäftsbank. Diese Rücküberweisungen finden offenbar nicht in größerem Umfang statt, sodass in der Tat Risiken verlagert werden.

Die entscheidende Frage ist: Warum werden die Zahlungsbilanzen heute über die Targetsalden und nicht über den privaten Geldmarkt ausgeglichen? Die Antwort gibt die Geldpolitik mit ihrer praktisch unlimitierten und derzeit kostenlosen Finanzierungszusage an die Geschäftsbanken. Dies hat den grenzüberschreitenden Interbankenmarkt seit der Finanzkrise 2008 weitgehend außer Kraft gesetzt: Zahlungen führen nicht zu Forderungssalden zwischen den Geschäftsbanken selbst, sondern laufen über den Rückgriff auf Zentralbankguthaben. Es ist einfacher und kostengünstiger, die Finanzierungszusage der Zentralbanken in Anspruch zu nehmen, als mit entsprechenden Risikozuschlägen von Auslandsbanken Geldmarktkredite zu erhalten. Die Geldpolitik selbst setzt also die entscheidenden Anreize, die Bilanz der Zentralbanken - und damit die Targetsalden - für die Abwicklung von Leistungs- wie Finanztransaktionen zu nutzen.

Was ist zu tun? Die Vorschläge gehen dahin, die Salden mit Gold oder anderen internationalen Reserven zu hinterlegen oder einen positiven Zins auf Verpflichtungen zu erheben. So in etwa wird es im US-System des Fedwire gehandhabt. Ob das viel verändern würde oder nur Symptome korrigiert, sei dahingestellt. Wirksamer wäre es aus meiner Sicht, den grenzüberschreitenden Geldmarkt unter Banken wieder in Gang zu setzen. Das könnte über eine Normalisierung der Geldpolitik geschehen, die den unlimitierten Zugang zu Zentralbankgeld, die sogenannte Vollzuteilung, beendet und das Liquiditätsangebot an das Bankensystem wieder stärker steuert.

**Date:** 2018-08-14    **Type of Media:** Print  
**Page:** 48    **Section:** Gastkommentar  
**Circulation:** 90,597    **Country:** Germany



Dann würden Banken wieder am Markt zusätzliche Liquidität nachfragen müssen, und die Disziplinierungswirkung des Marktes wäre wieder hergestellt. Hinweise, dass eine solche Änderung der Liquiditätspolitik diskutiert wird, gibt es. Würde sie umgesetzt, würde das Thema der Targetsalden an Relevanz und Brisanz verlieren.

**Der Autor ist Chefvolkswirt der Allianz-Gruppe.**  
Sie erreichen ihn unter:  
[gastautor@handelsblatt.com](mailto:gastautor@handelsblatt.com)

”

**Wirksamer  
wäre es  
aus meiner  
Sicht, den  
grenzüber-  
schreitenden  
Geldmarkt  
unter Banken  
wieder  
in Gang  
zu setzen.**



argum / Thomas Einberger