

Schriftliche Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestags am 5. Juni 2019 zu dem Antrag der Fraktion der FDP „Kapitalmarktunion vertiefen, Staatsschulden entprivilegieren, TARGET2-Salden verringern“ (BT-Drucksache 19/6416) sowie zu dem Antrag der Fraktion der AfD „Target-Forderungen unabhängig vom Fortbestand des Euros besichern“ (BT-Drucksache 19/9232)

1 Zu TARGET2

TARGET2 ist ein Verbund von Zahlungssystemen auf der Grundlage einer einheitlichen technischen Plattform, der sowohl von Zentralbanken als auch von Geschäftsbanken genutzt wird, um auf Euro lautende Zahlungen in Form von Zentralbankgeld in Echtzeit zu verarbeiten. Die abgewickelten Zahlungen beinhalten geldpolitische Operationen, Interbanken- und Kundenzahlungen sowie Transaktionen anderer Systeme. TARGET2 sichert den freien Fluss von Zentralbankgeld im gesamten Euroraum und unterstützt damit die Transmission der Geldpolitik, gut funktionierende Finanzmärkte, die Wirtschaftstätigkeit und die Finanzstabilität. Es ist daher ein unverzichtbarer Bestandteil unserer Währungsunion. Nur mit einem gut funktionierenden Zahlungssystem können ihre Vorteile genutzt werden.

Die Währungsunion ist darauf aufgebaut, dass Kapital und Geld frei zirkulieren können. TARGET2 leistet dazu seinen Beitrag, indem es einen einheitlichen Geldmarkt ermöglicht. Jeder Euro hat in jedem Mitgliedsland des Euroraums den gleichen Wert, unabhängig davon, wo und wie er durch die Zentralbanken geschaffen wurde. Dies bedeutet auch, dass jeder Euro zunächst frei zwischen den Ländern transferiert werden können muss. Maßnahmen, die den freien Zahlungsverkehr zwischen den Ländern beschränken könnten, stünden grundsätzlich in einem Spannungsverhältnis zu den Prinzipien der Europäischen Währungsunion.

2 Zur Entwicklung der TARGET2-Salden

Hinter steigenden TARGET2-Salden steht immer die vom Eurosystem geschaffene Zentralbankliquidität – diese muss erst geschaffen werden, bevor sie über TARGET2 umverteilt werden kann und sich im Rahmen dessen möglicherweise in positiven oder negativen Salden einzelner Zentralbanken des Eurosystems niederschlägt. Die Höhe der TARGET2-Salden ist daher durch die vom Eurosystem geschaffene Menge an Zentralbankliquidität begrenzt. Zentralbankliquidität wird etwa dadurch geschaffen, dass Geschäftsbanken im Rahmen von geldpolitischen Operationen Liquidität nachfragen oder das Eurosystem Wertpapiere kauft und somit von sich aus den Umfang der

Zentralbankliquidität erhöht. Grundsätzlich zeigen steigende TARGET2-Salden an, dass die Liquidität in anderen Ländern geschaffen wird als den Ländern, in denen sie letztlich gehalten wird. Dabei stellen die TARGET2-Salden nur ein Symptom dar, während die Ursachen für ihre Entwicklung außerhalb von TARGET2 liegen und sehr vielfältig sein können. So können etwa Zweifel an der Nachhaltigkeit der Wirtschaftspolitik und der öffentlichen Finanzen, mangelnde Wettbewerbsfähigkeit oder Refinanzierungsprobleme im Bankensektor Zahlungsabflüsse aus den betreffenden Mitgliedstaaten bedingen oder verhindern, dass Geld- oder Kapitalmarktanlagen in den entsprechenden Ländern getätigt werden. All diese Situationen können mit steigenden TARGET2-Salden einhergehen, wenn sie mit einem Vertrauensverlust im Bankensektor und Friktionen am Interbankenmarkt zusammenfallen. Seit Beginn der Finanzkrise 2007 bis Sommer 2012 waren schnell steigende TARGET2-Salden zu verzeichnen. Dies kann überwiegend auf die hier genannten ökonomischen Ursachen zurückgeführt werden.

Die Entwicklung der TARGET2-Salden seit dem Jahr 2015 bis Ende 2018 erklärt sich nicht zuletzt mit den Effekten der technischen Abwicklung der Wertpapierankaufprogramme. Anders als konventionelle geldpolitische Maßnahmen führen diese größtenteils unmittelbar zu grenzüberschreitenden Transaktionen in TARGET2. Dahinter stehen vielfach historisch-institutionelle Ursachen, wie die Konzentration von Liquidität durch internationale Bankengruppen in bestimmten Ländern. Insbesondere viele internationale Banken mit Sitz außerhalb des Euroraums nutzen seit jeher die Bundesbank für ihren Zugang zu TARGET2 und ihre Geschäfte im Euroraum – die Liquidität dieser Banken konzentriert sich dann in Deutschland. Werden beispielsweise französische Staatspapiere durch die Banque de France (BdF) von ausländischen Banken, die ihre TARGET2-Konten bei der Bundesbank unterhalten, erworben, schafft die BdF zwar Zentralbankgeld, um den Kauf zu bezahlen. Dieses fließt aber direkt an den Verkäufer der Wertpapiere weiter und erhöht so für sich genommen den deutschen TARGET2-Saldo.¹

Stärkere kurzfristige Schwankungen der TARGET2-Salden, die durchaus im mittleren zweistelligen Milliardenbereich liegen können, sind vor allem zu Monatsultima, Quartalsultima und im besonderen Maße zu Jahresultima regelmäßig zu beobachten. Dahinter stecken oft Verlagerungen von Einlagen motiviert durch Portfolio- und Liquiditätsüberlegungen von Anlegern und Kreditinstituten mit Blick auf Bilanzstichtage. Teilweise kann es durch „Window-Dressing“ zu größeren grenzüberschreitenden Liquiditätsströmen kommen. Längerfristig sind jedoch andere Treiber für die Entwicklung der TARGET2-Salden maßgeblich.

¹ Weitere Informationen zur Entwicklung der TARGET2-Salden und dem Zusammenhang zu den Ankaufprogrammen: Monatsberichte März 2016 (Seite 56-58) und März 2017 (Seite 33-34) der Bundesbank sowie Wirtschaftsberichte Ausgabe 7 / 2016 (Seite 26-29) und Ausgabe 3 / 2017 (Seite 26-32) der Europäischen Zentralbank.

3 Zu den Risiken der TARGET2-Salden

TARGET2-Salden entstehen durch die dezentrale Konstruktion des Eurosystems – die zugrunde liegenden Risiken aus der Schaffung von Zentralbankgeld sind jedoch unabhängig davon.

TARGET2-Salden einer Nationalen Zentralbank (NZB) bestehen immer gegenüber der EZB. Risiken für das Eurosystem und die Mitgliedstaaten der Währungsunion könnten aus TARGET2-Verbindlichkeiten einer NZB allenfalls dann entstehen, wenn deren Mitgliedstaat die Währungsunion verlasse und die NZB dabei ihren Verbindlichkeiten nicht nachkäme. Die Bundesregierung hat u.a. in ihrer Antwort auf die Kleine Anfrage der AfD 19/3244 vom 05.07.2018 darauf hingewiesen, dass sie sich nicht an Spekulationen über den Austritt von Mitgliedstaaten aus der Währungsunion beteiligt. Auch die Bundesbank geht davon aus, dass die Währungsunion Bestand hat.

Im Übrigen ist zu den Risiken Folgendes zu bemerken:

- (1) Die von den Zentralbanken des Eurosystems geschaffene Zentralbankliquidität geht im Wesentlichen auf die Anleihekäufe des Eurosystems sowie auf besicherte Kredite an die Geschäftsbanken zurück. Letztlich liegen hier die Risiken für das Eurosystem, die durch entsprechende Maßnahmen, wie den gemeinsamen Sicherheitenrahmen und Risikokontrollmaßnahmen, begrenzt werden.
- (2) Für den hypothetischen Fall eines Austritts eines Mitgliedstaats dürfte es zu einer Gesamtbetrachtung der Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten und -Forderungen kommen. Die TARGET2-Verbindlichkeiten stellen dabei einen Teil der zu berücksichtigenden Forderungen dar. Sollten solche Forderungen durch die NZB des ausscheidenden Mitgliedstaates nicht erfüllt werden, würde sich dies auf die EZB auswirken.
- (3) Entscheidend für den Ausgleich von TARGET2-Verbindlichkeiten im hypothetischen Fall des Austritts eines Mitgliedstaats aus der Währungsunion wäre die Fähigkeit der betreffenden NZB, diese Verbindlichkeit zu begleichen.
- (4) Sollte die ausscheidende NZB ihre TARGET2-Verbindlichkeiten nicht tilgen, müsste für die verbleibende Differenz – unter Berücksichtigung der übrigen Intra-Eurosystem-Salden – eine Regelung gefunden werden. Erst wenn man eine Restforderung für uneinbringlich hielte, entstünde bei der EZB durch deren Abschreibung ein bilanzwirksamer Verlust. Die EZB könnte zunächst eigene Reserven zur Kompensation dieses Verlustes verwenden. Die potenziell verbleibenden Verluste könnten nach den Kapitalanteilen aus dem an die verbleibenden Mitglieder des Eurosystems auszuschüttenden monetären Einkommen einbehalten werden. Die Höhe des TARGET2-Saldos der Bundesbank wäre in diesem Fall unerheblich für das Ausmaß der Verluste, die auf die Bundesbank entfielen.
- (5) Die FDP-Fraktion hat die Umwandlung eventueller TARGET2-Verbindlichkeiten in Anleihen des Staates auf Euro-Basis für den hypothetischen Fall vorgeschlagen, dass ein Mitgliedstaat die Währungsunion verlassen sollte. Dies ist eine Möglichkeit für den Umgang

mit einer entsprechenden Verbindlichkeit der Zentralbank dieses Mitgliedstaates. In jedem Fall muss eine solche Verbindlichkeit ausgeglichen werden (vgl. EZB-Präsident Draghi, wonach mögliche TARGET2-Verbindlichkeiten in einem solchen Fall „would need to be settled in full“²). Unabhängig davon, dass die genaue Ausgestaltung des Prozederes und die Qualität der hierfür neu zu begebenden Staatsanleihen (über die Denominierung in Euro hinaus) spezifiziert werden müssten (bspw. im Hinblick auf die Laufzeit und die Verzinsung), hängt die Werthaltigkeit der Staatsanleihen (und damit die Vorteilhaftigkeit einer Umwandlung) von der Zahlungsfähigkeit des austretenden Staates ab, der zumindest in einer Übergangsphase vor gravierenden ökonomischen und finanziellen Herausforderungen stehen dürfte. Im Übrigen ist darauf hinzuweisen, dass die frühzeitige Festlegung eines Austrittsverfahrens zwar die Transparenz der weiteren Schritte erhöhen könnte, sie aber auch die Gefahr birgt, Spekulationen um den möglichen Austritt eines Landes Vorschub zu leisten.

4 Zu möglichen Lösungsansätzen

Lösungen sollten an den Ursachen und nicht an den Symptomen orientiert sein. Es bietet sich eine Reihe von Maßnahmen an, die entweder zu einer Reduktion der TARGET2-Salden oder zu einer Verringerung ihres Risikogehaltes beitragen dürften.

TARGET2-Salden können durch privatwirtschaftliche Entscheidungen reduziert werden. Sobald in der Summe Liquidität aus Deutschland abfließt – zum Beispiel, um in anderen Ländern des Euroraums Waren zu erwerben oder Geldanlagen am dortigen Geld- oder Kapitalmarkt zu tätigen – sinkt der TARGET2-Saldo der Bundesbank. Diesen Abfluss zu initiieren, ist jedoch nicht Aufgabe der Bundesbank. Die hohen TARGET2-Forderungen der Bundesbank besagen vor allem, dass Kreditinstitute, die über die Bundesbankkomponente an TARGET2 angeschlossen sind, mehr Zentralbankliquidität bei der Bundesbank halten, als die Bundesbank selber geschaffen hat. Der Transfer dieser Zentralbankliquidität muss durch die Kreditinstitute, gegebenenfalls in Reaktion auf Kundentransaktionen, initiiert werden.

Mit einem Abbau der derzeitigen Überschussliquidität erscheint ein schrittweiser Rückgang der TARGET2-Salden im Eurosystem wahrscheinlich. Dies ist jedoch auch von den ökonomischen Rahmenbedingungen, wie einem funktionierenden Interbankenmarkt, abhängig.

Dabei kommt es entscheidend darauf an, dass der Euroraum als Ganzes und insbesondere die Mitgliedstaaten mit NZBen mit hohen TARGET2-Verbindlichkeiten von internationalen Investoren als attraktive Anlageziele wahrgenommen werden. Eine stabilitätsorientierte Finanzpolitik, die im Einklang mit den europäischen und nationalen Fiskalregeln tragfähige

² Brief an die Abgeordneten des Europaparlaments, Marco Valli und Marco Zanni vom 18. Januar 2017, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/170120letter_valli_zanni_1.en.pdf

Staatsfinanzen nachhaltig gewährleistet, und eine Wirtschaftspolitik, die die Wachstumskräfte und die Widerstandsfähigkeit der jeweiligen Volkswirtschaften stärkt sowie verbliebene bilanzielle Altlasten abbaut, können hierzu ganz entscheidend beitragen. Die entsprechenden Effekte dürften durch eine vertiefte Kapitalmarktunion noch verstärkt werden.