

Fragen und Antworten zur Rolle der EZB in der europäischen Staatsschuldenkrise

1. Was ist Target2?

Target2 (Target für *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer System*) ist eine Plattform für den Zahlungsverkehr innerhalb der Eurozone und damit ein essentieller Teil der Währungsunion. Unterschiedlich hohe Positionen von Nettoverbindlichkeiten oder Nettoforderungen von nationalen Zentralbanken gegenüber der EZB, sog. Target2- Ungleichgewichte, sind das Ergebnis von Zahlungsströmen in einer funktionierenden Währungsunion und müssen nicht notwendigerweise zu Problemen führen.

Für den Wert der innerhalb eines gemeinsamen Währungsraums getätigten Zahlungen gibt es aus ökonomischer Sicht prinzipiell keine Obergrenze. Ex-ante Limitierungen auf die Target2-Salden stellt die Natur der EWWU in Frage, wonach alle Zahlungen und Transaktionen in dem gemeinsamen Währungsraum, die in Euro denominated sind, als „Binnenzahlungen“ gelten.

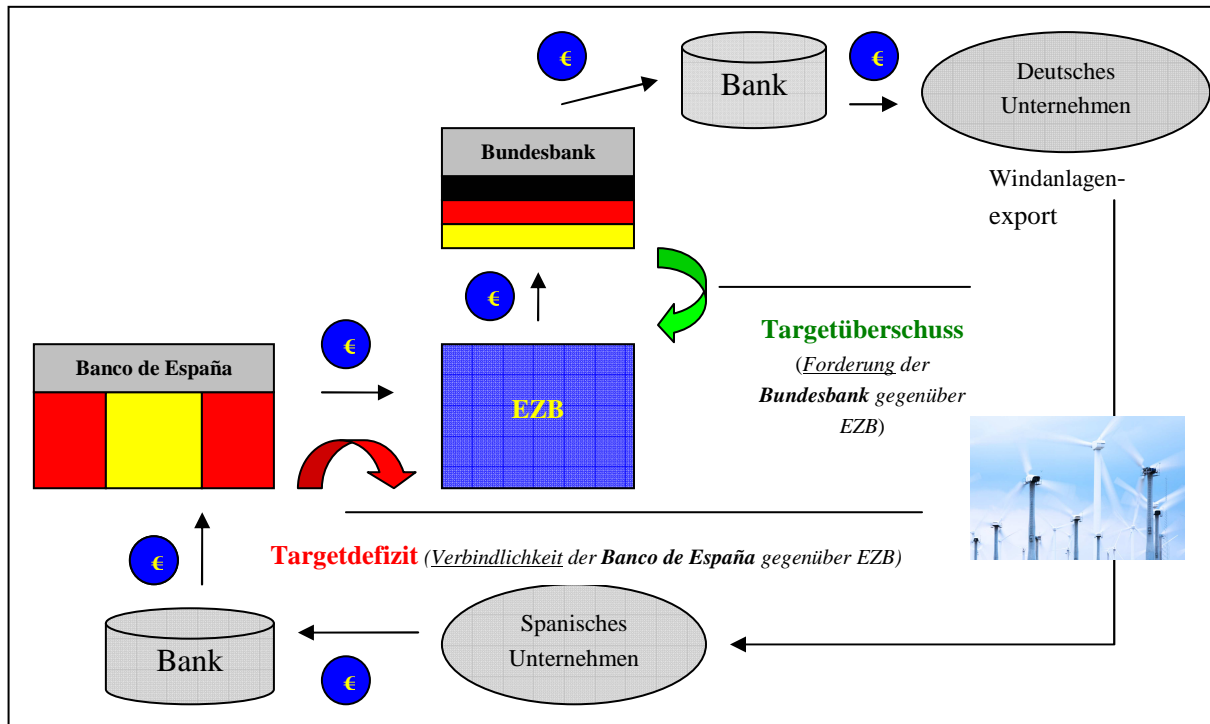
2. Wie entstehen Target2-Salden? Ein Beispiel.

Ein deutsches Unternehmen liefert eine Windanlage nach Spanien. Zur Bezahlung der Lieferung weist das spanische Unternehmen seine Geschäftsbank an, den fälligen Betrag an das deutsche Unternehmen zu überweisen. Die Überweisung erfolgt im Zahlungsverkehr über das Target2-System. Beide Geschäftsbanken sind über die jeweiligen nationalen Notenbanken an das Target-System angeschlossen. Das Konto der spanischen Geschäftsbank bei der spanischen Notenbank wird belastet. Die Deutsche Bundesbank veranlasst eine Gutschrift auf dem Bundesbankkonto der deutschen Geschäftsbank des Windanlagenbauers.

Da es sich um „Buchgeld“-Positionen auf den Konten handelt, steht jedem buchgeldmäßigen Zahlungseingang eine Forderung gegenüber: eine Forderung des deutschen Unternehmens gegen seine Geschäftsbank, eine Forderung der deutschen Geschäftsbank gegen die Deutsche Bundesbank. Umgekehrt hat das spanische Unternehmen eine Verbindlichkeit gegenüber seiner Geschäftsbank, die spanische Geschäftsbank eine Verbindlichkeit gegenüber der spanischen Zentralbank. Trotz der weiterhin rechtlichen Selbständigkeit aller nationalen Zentralbanken des Eurosystems, entstehen die Forderungen der Bundesbank bzw. Verbindlichkeiten der *Banco de España* nicht direkt zwischenstaatlich, sondern gegenüber der EZB, die „zwischengeschaltet“ ist. Im Beispiel hat die Bundesbank (vereinfacht ausgedrückt)

eine Forderung gegenüber der EZB. Die spanische Notenbank hat eine Verbindlichkeit gegenüber der EZB.

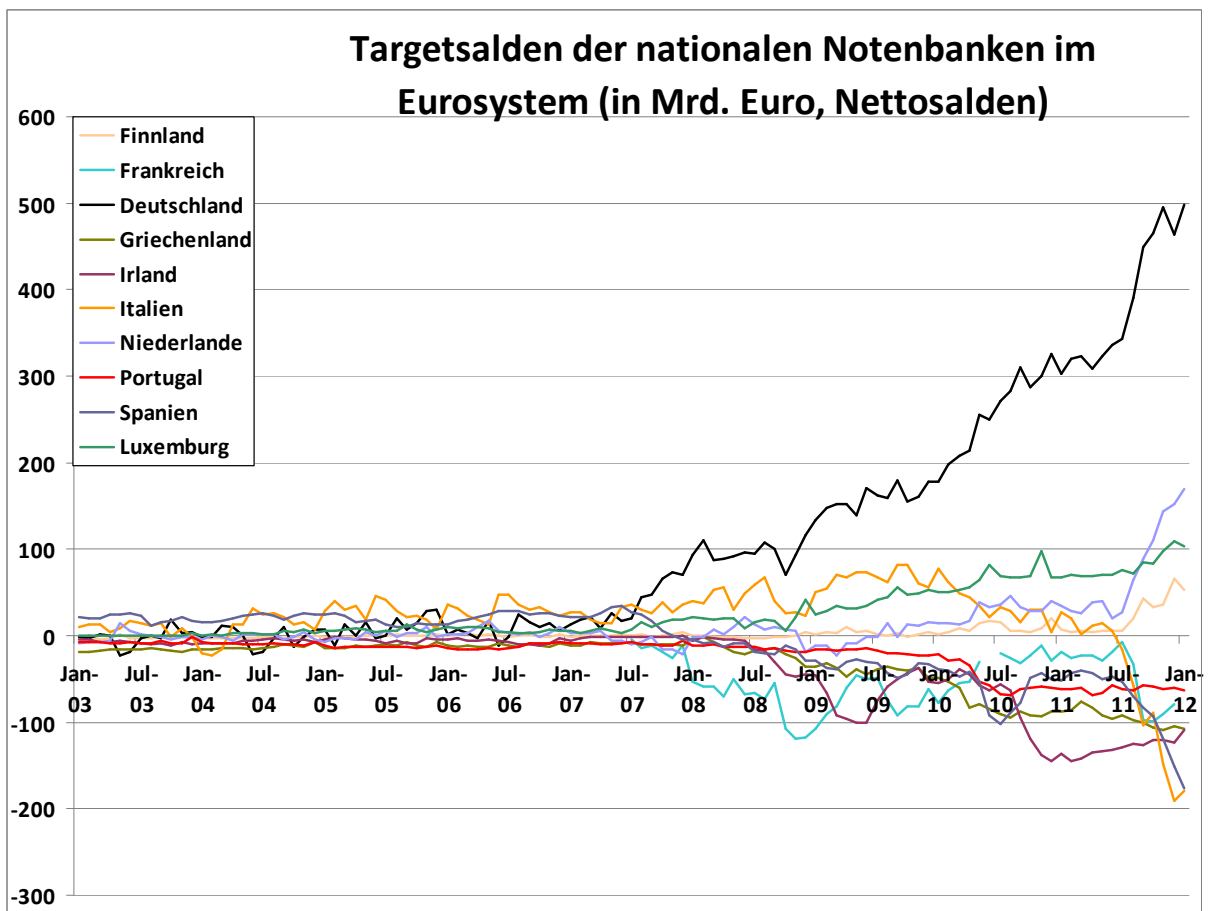
Schaubild 1: Verkauf einer deutschen Windanlage nach Spanien



Quelle: BMF

Beim „Target2-Saldo“ der nationalen Notenbanken handelt es sich (genauer genommen) um einen „Nettosaldo“, der aus den gesamten Transaktionen des nationalen Bankensystems entsteht. Diese Transaktionen sind nicht nur – wie im Beispiel – Überweisungen von Unternehmen auf Grundlage von realwirtschaftlichen Geschäften, sondern auch durch Finanztransaktionen, z.B. durch die Kontoeröffnung eines spanischen Kunden bei einer deutschen Bank verbunden mit einem Kapitaltransfer vom bisherigen spanischen Konto auf das deutsche Konto. Mit dem „Target2-Saldo“ ist somit immer der Gesamtsaldo der nationalen Notenbank gegenüber der EZB gemeint.

Im Beispiel führt *ceteris paribus* die Zahlung des spanischen Unternehmers an das deutsche Unternehmen zu einem Anstieg des Target2-Saldos der Bundesbank. Verallgemeinert soll das Beispiel darstellen, dass alle deutschen Banken im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr derzeit wesentlich mehr Zahlungseingänge verbuchen als sie selbst Zahlungen (wie im Beispiel für internationale Einkäufe deutscher Unternehmen, oder für Eigenanlagen/Ausleihungen bei anderen Geschäftsbanken im Eurogebiet) veranlassen. Bei der Deutschen Bundesbank entsteht ein „Targetüberschuss“, d.h. eine kumulierte Nettoforderungsposition gegenüber der EZB.



Quelle: Nationale Zentralbanken; Daten zusammengestellt von *Institute of Empirical Economic Research*, Universität Osnabrück.

3. Welche Risiken gehen von Target2 aus?

Die Target-Salden sind seit Beginn der Finanzkrise stark angestiegen (siehe Abbildung). Aus ihnen entstehen jedoch keine originären Risiken für Notenbanken oder Staatshaushalte. Die Target2-Salden sind vielmehr das Symptom für tiefer liegende Probleme wie einem dysfunktionalen Interbankenmarkt in Teilen der Eurozone, fiskalischen Problemen (inklusive ihrer Rückwirkung auf Banken, die in großem Umfang Staatsanleihen von Problemländern halten) und Problemen bei der Wettbewerbsfähigkeit einzelner Staaten. Entsprechend muss bei diesen tiefer liegenden Problemen angesetzt werden, um die Target2-Salden zurückzuführen, also durch die weitere Stärkung der Krisenfestigkeit der Banken, konsequente Haushaltskonsolidierung und Strukturreformen. Hierzu sind auf europäischer Ebene wichtige Maßnahmen eingeleitet worden: Die Eigenkapitalanforderungen wurden erhöht, der Stabilitäts- und Wachstumspakt reformiert und ein Fiscalvertrag zwischen 25 EU-Staaten geschlossen. Um durch eine geringe Wettbewerbsfähigkeit verursachte Ungleichgewichte abzubauen, wurde ein neues Verfahren zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte eingeführt. Entsprechend sind die Grundlagen für eine nachhaltige Rückführung der Target2-Salden bereits gelegt.

4. Wie ist die Rolle der EZB beim „Securities Market Programm“ zu beurteilen ?

Die EZB ist bei der Ausführung ihrer Befugnisse unabhängig. Nach dem Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) ist das vorrangige Ziel der EZB, die Preisstabilität zu gewährleisten. Um zur Verwirklichung ihrer Ziele beizutragen, unterstützt die EZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union.

Die EZB kauft seit 2010 unter dem "Programm für die Wertpapiermärkte" (Securities Market Programme, SMP) Staatsanleihen der Euroländer auf. Daneben nimmt die EZB auch regelmäßig Staatsanleihen der Euroländer im Rahmen ihrer Refinanzierungsgeschäfte als Sicherheiten herein. Diese müssen den von der EZB selbst festgelegten Qualitätsstandards entsprechen. Die Staatsanleihen werden zu Marktpreisen aufgekauft; zum Fälligkeitstermin müssen die Papiere zum Nennwert vom Emittenten zurückgenommen werden. Die EZB stellt durch regelmäßige Gegengeschäfte sicher, dass die Auswirkungen der Interventionen auf die Liquidität im Eurowährungsgebiet sterilisiert werden. Entsprechend ist über das SMP grundsätzlich kein inflationärer Druck zu erwarten.

Ein Verlust entstände bei Zahlungsunfähigkeit eines Emittenten. Eventuelle Verluste aus Zahlungsausfällen führen zu einer Minderung des an die nationalen Zentralbanken abzuführenden Gewinns, bzw. zu einem Jahresfehlbetrag, der vorzutragen wäre. Bei einer eventuellen Verlustumlage wäre die Deutsche Bundesbank entsprechend ihrem Anteil am EZB-Kapital von 27% beteiligt.

5. Welche Ergebnisse brachte der 3-Jahrestender der EZB?

Zur weiteren Unterstützung der Kreditvergabe an die Realwirtschaft und zur Verbesserung der Liquiditätssituation am Euro-Geldmarkt hat der EZB-Rat am 8. Dezember 2011 zwei Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von bis zu 36 Monaten angekündigt. Die Geschäfte wurden mit folgenden Ergebnissen durchgeführt:

Im ersten 36-Monats-Geschäft mit Vollzuteilung hat das Eurosystem am **22. Dezember 2011 489 Mrd. €** zuteilt. Dieser Tender wurde von 523 Instituten genutzt. Netto wurden dadurch ca. 200 Mrd. € neue Liquidität zur Verfügung gestellt, da gleichzeitig kurzfristige EZB-Gelder zurückgeführt wurden (also vorhandene Refinanzierungen durch diese neuen günstigeren/langfristigeren Mittel ersetzt wurden).

Im zweiten 36-Monats-Geschäft mit Vollzuteilung hat das Eurosystem am **29. Februar 2012 insgesamt 529,5 Mrd. €** zuteilt (rund 800 Finanzdienstleister nahmen teil), netto ca. 314 Mrd. € neue Liquidität. Mit diesem zweiten Geschäft sind die Markterwartungen leicht übertroffen worden.

Die EZB gibt nicht bekannt, welche Banken aus welchen Ländern an diesen Geschäften teilgenommen haben.

6. Welche Wirkungen hatten diese Maßnahmen?

Die Tender haben kurzfristig zu einer Stabilisierung des Bankensektors in der Eurozone beigetragen und Ansteckungsrisiken zwischen Bankenstabilität, Staatsfinanzierung und konjunktureller Entwicklung (Kreditversorgung) reduziert:

- Die Refinanzierung über den Interbankenmarkt ist wegen des mangelnden Vertrauens von Banken untereinander nach wie vor für viele Banken eingeschränkt. Die 3-Jahres-Tender tragen dazu bei, dass Instabilitäten und Kreditversorgungsengpässe insbesondere in Südeuropa nun weniger wahrscheinlich sind. Risikoindikatoren sind zurückgegangen, wenn auch noch nicht auf Vorkrisenniveau. Die dadurch verbesserten Stabilitäts- und Wachstumsperspektiven sind gerade auch für deutsche Banken wegen deren starker Auslands-Exposure wichtig.
- Die Risikowahrnehmung der Peripherieländer hatte zwischenzeitig so stark auf die Refinanzierungskosten von Banken dieser Länder durchgeschlagen, dass diese die Kreditvergabe in 2012 massiv hätten zurückfahren müssen.
- Die von der EZB im Tenderverfahren mit Vollzuteilung (also unbegrenzt) und zu einheitlichem Zinssatz von 1 % bereitgestellte Liquidität stand allen Banken in allen Mitgliedstaaten unbegrenzt zur Verfügung. Insofern liegt keine aktive Begünstigung oder Benachteiligung von Banken irgendeines Mitgliedstaats vor. Banken aus Europeripherieländern haben den Tender insgesamt am stärksten in Anspruch genommen. Ohne Tender hätten diese Banken ihren Bedarf sicher nur eingeschränkt / zu sehr hohen Kosten decken können. Im Unterschied dazu waren in Deutschland die Refinanzierungskosten moderater, so dass insgesamt sowohl mit Blick auf die Finanzstabilität als auch die Kreditversorgung in Deutschland eine Nutzung des Tenders nicht zwingend erforderlich gewesen wäre.

7. Wie sind diese Maßnahmen aus rechtlicher Sicht zu beurteilen?

Mit den beiden 3-Jahrestendern bewegt sich die EZB rechtlich innerhalb ihres Mandats. Vorrangiges Ziel der EZB ist Wahrung der Preisstabilität; daneben unterstützt die EZB die allgemeine Wirtschaftspolitik (Art. 127 (1) AEUV). Hierzu gehören auch Maßnahmen zur Förderung der Liquidität und Vermeidung von Kreditklemmen. Zu den grundlegenden Aufgaben gehört die Festlegung und Ausführung der Geldpolitik der Union (Art. 127 (2) AEUV). Um die Liquidität am Markt zu steuern, kann die EZB unter anderem längerfristige Refinanzierungsgeschäfte durchführen (Ziffer 1.3.1 der Leitlinie über geldpolitische Instrumente und Verfahren des Eurosystems). Diese haben „normalerweise“ eine Laufzeit von drei Monaten. Daraus ergibt sich, dass auch längerfristige Kredite möglich sind.

8. Welche Risiken entstehen durch diese Maßnahmen für die EZB?

Zwar ist das Argument, dass die Liquiditätszufuhr derzeit notwendig ist, um den Bankensektor zu stützen, in kurz- und mittelfristiger Perspektive nachvollziehbar, allerdings geht die EZB mit der Ausweitung/ Absenkung der akzeptablen Sicherheitsschwellen auch Risiken ein. Zur Erreichung ihrer Ziele kann die EZB auch Kreditgeschäfte mit Kreditinstituten abschließen, wobei für die Darlehen ausreichende Sicherheiten zu stellen sind (Art. 18.1 ESZB/EZB-Satzung). Die Grundsätze hierfür stellt die EZB selbst auf (Art. 18.2 ESZB/EZB-Satzung). Die Sicherheitsanforderungen für solche Geschäfte sind derzeit abgesenkt worden, sollten aber mittelfristig wieder erhöht werden.

Für das Euro-Gebiet und insbesondere für Südeuropa ergibt sich zudem ein Konzentrationsrisiko, da durch die beiden Tender ca. 1.000 Mrd. € mit fast gleicher Laufzeit bereit gestellt wurden (davon fast die Hälfte neue Liquidität). Das kann Rückwirkungen für andere Kapitalmarkt-Teilnehmer haben. Zudem könnte ein Refinanzierungsrisiko entstehen, wenn in drei Jahren hohe Beträge von den Banken zu refinanzieren sind.

9. Welche Auswirkungen haben die EZB-Maßnahmen auf die Inflationsentwicklung?

Nach dem Lissabon-Vertrag ist es das vorrangige Ziel der EZB, die Preisstabilität zu gewährleisten. Das Eurosystem verfügt über Instrumente, eine stabilitätsorientierte Geldpolitik unabhängig von der Liquiditätssituation der Banken durchzuführen. Mit geldpolitischen Instrumenten kann die EZB Liquidität in gewissem Umfang kurzfristig wieder absorbieren. Die Liquiditätspolitik der EZB ist jedoch kein Ersatz für notwendige strukturelle Änderungen in Europa. Seit Anfang 2009 fand keine substantielle Ausweitung der aggregierten Bilanz des Bankensystems in der Eurozone statt. Die Entwicklung in der Eurozone und ihren Mitgliedstaaten muss aber sorgfältig beobachtet werden, da das Zinsniveau auf historischem Tiefstand ist und Inflationsdruck entstehen kann, sollte sich die Entwicklung der Geldmenge und Kreditnachfrage wieder deutlich beschleunigen. Die Bundesregierung hat keinen Zweifel, dass die EZB entsprechend ihrem Mandat etwaigen inflationären Gefahren rechtzeitig entgegenwirken wird.

10. Welche Vorteile entstehen für die am EZB-Tender teilnehmenden Banken und für die Volkswirtschaft insgesamt?

Qualitativ gelten folgende Vorteile für die teilnehmenden Banken:

- Wird die Liquidität von Banken unmittelbar zunächst bei der Einlagefazilität der EZB zum Zinssatz von 0,25% angelegt, nehmen sie Verluste in Kauf, können dafür aber signalisieren, dass sie über Liquidität verfügen. Dies kann bei fortbestehender Marktunsicherheit ein positives Signal sein.

- Wird die Liquidität von den Banken in höherverzinsliche Anlagen investiert, entsteht für die Banken eine beträchtliche Zinsmarge, welche die Gewinnsituation bei den Banken stabilisieren und zu ihrer Rekapitalisierung beitragen kann.
- Darüber hinaus können die Tender auch dazu beitragen, die Wirtschaft in den peripheren Eurostaaten zu stützen, wenn Banken dadurch ihre Kreditvergabe an die Privatwirtschaft erhöhen. Somit würde einer möglichen Kreditklemme vorgebeugt.
- Einzelne Institute sind derzeit nicht in der Lage, ihren Liquiditätsbedarf am Markt einzudecken, da es hierfür der Entscheidung freier Wirtschaftssubjekte bedürfte, diesen Banken Kredite zu geben. Für diese Institute besteht der Vorteil in der Teilnahme am EZB-Tender darin, dass sie nicht aufgrund einer allgemeinen Vertrauenskrise aus dem Markt ausscheiden müssen.

Diese kurzfristigen Vorteile sind jedoch nur nachhaltig, wenn die Maßnahmen der EZB in mittlerer Frist schrittweise zurückgeführt werden und die Anreize zur nachhaltigen Haushaltskonsolidierung, wachstumsorientierten Strukturreformen und zur Restrukturierung von nationalen Bankensystemen erhalten bleiben.

11. Welche Folgen hat die Liquiditätsbereitstellung?

Angesichts der eingeschränkten Funktionsweise des Interbankenmarktes ersetzt die EZB mit der Bereitstellung von Liquidität zu sehr günstigen Konditionen partiell die Refinanzierung über den Markt und hat damit zunächst kurzfristig eine stabilisierende Wirkung auf das Bankensystem in der Eurozone. Davon profitieren auch die Märkte für Staatsanleihen der von der Schuldenkrise betroffenen Länder. Insgesamt wird so wertvolle Zeit gewonnen, die für entschlossene Haushaltskonsolidierung und Strukturreformen genutzt werden muss.