



Manfred J.M. Neumann*

Refinanzierung der Banken treibt Target-Verschuldung

Die Europäische Zentralbank (EZB) berichtet jährlich ausführlich darüber, wie wundervoll schnell und reibungslos ihr Echtzeit-Zahlungssystem TARGET2 (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) funktioniert (vgl. Europäische Zentralbank 2010, 115 ff.). Dass sich im Rahmen dieses Zahlungssystems seit dem Jahr 2008 riesige Ungleichgewichte herausgebildet haben, darüber berichtet die EZB nicht. Es ist Hans-Werner Sinn zu verdanken, dass diese Ungleichgewichte thematisiert und als Zahlungsbilanzungleichgewichte interpretiert worden sind (vgl. Sinn 2011; Sinn und Wollmershäuser 2011). Das hat eine Reihe von Kritikern im akademischen Bereich, vor allem aber auch in den Medien auf den Plan gerufen. Auf diese Auseinandersetzungen kann und soll hier nicht im Einzelnen eingegangen werden. Das Ziel dieses Beitrags ist es vielmehr, den engen Zusammenhang herauszuarbeiten, der in einigen Euro-Mitgliedsländern zwischen einer forcierten Refinanzierung der Banken bei ihren Zentralbanken und dem via dem Target-System erfolgenden Aufbau von Verschuldung zwischen den nationalen Zentralbanken des Eurosystems besteht. Dies erfolgt anhand einer empirischen Analyse der Entwicklung des griechischen Bankensystems (vgl. dazu Neumann 2011). Eine Schlussfolgerung unserer Analyse ist, dass sich das Eurosystem auf eine Regulierung verständigen sollte, die die Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken künftig wirksam begrenzt.

* Prof. Dr. Manfred J.M. Neumann, Institut für Internationale Wirtschaftspolitik der Universität Bonn, Emeritus.

¹ Analog führt die Bundesbank ihren positiven Target-Saldo (Juni 2011: 336,5 Mrd. Euro) als »Sonstige Forderungen (netto)« in der Auslandsposition der Deutschen Bundesbank in der Europäischen Währungsunion auf (Tab. II.8, *Statistisches Beiheft Zahlungsbilanzstatistik zum Monatsbericht*).

Leistungsbilanzfinanzierung durch Target-Verschuldung?

Zunächst sei aber auf den strittigen Aspekt der Zahlungsbilanzinterpretation von Target-Salden eingegangen. Griechenlands Saldo ist negativ (Juni 2011: – 96,8 Mrd. Euro). Formal gesehen stellt er die Nettoverschuldung der Bank of Greece gegenüber dem Eurosystem als Betreiber des Zahlungssystems dar. In ökonomischer Betrachtung kann aber die Existenz der Target-Zentrale ignoriert werden. Es handelt sich bei Griechenlands Target-Saldo um die Summe der durch den Zahlungsverkehr entstandenen Nettoverschuldungen gegenüber anderen Zentralbanken des Eurosystems. Zahlungsbilanztechnisch wird der Saldo daher als eine Verbindlichkeit gegenüber dem Ausland geführt.¹ Diese Verfahrensweise ist unabhängig von der Frage, ob die dem Saldo zugrunde liegenden Zahlungen zur Begleichung von Gütertransaktionen oder von Portfoliodispositionen gedient haben.

Im Falle Griechenlands entsprach der Nettokapitalimport via Target im Dreijahreszeitraum 2008–2010 durchschnittlich 90% der zur Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite erforderlichen Nettokapitalimporte. Es ist allerdings eine erhebliche Volatilität zu verzeichnen. Im Jahr 2009 war der Kapitalimport via Target mit nur 50% wesentlich geringer, 2010 war er dagegen mit 160% weitaus höher (vgl. Tab. 1). Trotzdem lassen diese Beobachtungen prima facie vermuten, dass die Leistungsbilanzdefizite zu erheblichem Teil durch die Target-Verschuldung finanziert worden sind. Aber es muss nicht so sein. Sie könnten zumindest zum Teil auch der Finanzierung von Kapitalexporten gedient haben. Dies sei anhand der auch von Sinn und Wollmershäuser (2011) verwendeten allgemeinen Zahlungsbilanzgleichung verdeutlicht:

$$\Delta T = L + K, \text{ mit: } K = KI - KE.$$

Ein Anstieg der Target-Verschuldung ΔT entspricht der Summe der Salden von Leistungsbilanz L und Kapitalverkehrsbilanz K , wobei der Saldo K als Überschuss des privaten und öffentlichen Kapitalimports KI über den Kapitalexport KE definiert ist. Die Gleichung gilt unter der Annahme des Floatings gegenüber Drittwährungen.

Tab. 1
Griechenlands Leistungsbilanzdefizit und Target-Verschuldung

	Leistungsbilanz	Nettokapitalimport via Target	Anteil	Kapitalbilanz*
	in Mrd. Euro		Prozent	in Mrd. Euro
2008–10	– 84,7	76,3	90	0,1
2008	– 34,8	24,6	70	5,3
2009	– 25,8	13,7	53	10,7
2010	– 24,1	38,1	158	– 16,0

* Bereinigt um den Nettokapitalimport via Target.

Quelle: Bank of Greece; Berechnungen des Autors.

Zur Illustration seien zwei Extremfälle unterschieden:

- a) Das Leistungsbilanzdefizit werde vollständig durch Target-Verschuldung finanziert: $\Delta T = L < 0$. Dann folgt, dass die Bilanz des privaten und öffentlichen Kapitalverkehrs ausgeglichen sein sollte: $KI = KE$.
- b) Die Target-Verschuldung diene nicht der Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits, sondern ausschließlich der Finanzierung des Kapitalexports: $\Delta T = -KE < 0$. In diesem Fall sollte die Summe des privaten und öffentlichen Kapitalimports dem absoluten Wert des Leistungsbilanzdefizits entsprechen: $KI = -L$.

Diese konstruierten »reinen« Fälle verdeutlichen, dass es im Grunde immer einer Analyse der Kapitalverkehrsbilanz bedarf, um feststellen zu können, ob und in welchem Ausmaß ein Leistungsbilanzdefizit von der Zentralbank durch Target-Verschuldung beim Eurosystem finanziert worden ist. Deshalb werden in der letzten Spalte der Tabelle 1 die Salden der griechischen Kapitalverkehrsbilanz aufgeführt. Die Angaben zeigen, dass der private und öffentliche Kapitalverkehr in den Jahren 2008–2010 per saldo tatsächlich eine im Ganzen unbedeutende Rolle für die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite gespielt hat. Deshalb darf der Schluss gezogen werden, dass über den Dreijahreszeitraum gerechnet Griechenlands Leistungsbilanzdefizit mindestens zu 90% durch die Target-Verschuldung der Bank of Greece finanziert worden ist. Im Jahr 2010 hat die Zentralbank darüber hinaus auf diesem Weg einen Nettokapitalexport in Höhe von rund 15 Mrd. Euro finanziert.

Angesichts der Größenordnung, die die Target-Verschuldung in den Bilanzen der Zentralbanken des Eurosystems inzwischen erreicht hat, darf man von der EZB erwarten, dass sie Transparenz schafft, indem sie zumindest im Rahmen ihres Jahresberichts künftig detailliert über die Entwicklung der Salden zwischen den Mitgliedsbanken berichtet.²

Refinanzierungskredit und Target-Verschuldung

Die von Sinn und anderen zu Recht beklagte enorme Expansion der Target-Schulden durch die GIPS-Länder (Griechenland, Irland, Portugal, Spanien) lässt sich nur auf dem Hintergrund der von den Geschäftsbanken dieser Länder parallel betriebenen übermäßigen Expansion ihrer Verschuldung bei den Zentralbanken des Eurosystems verstehen. Sie wur-

² Im Jahresbericht 2010 der EZB (S. 237) wird lediglich der aus dem Erwerb von Staatsanleihen der GIPS-Länder resultierende negative Target-Saldo der EZB (Dezember 2010: – 21,2 Mrd. Euro) kommentarlos ausgewiesen.

de durch die Einführung des wesentlich leistungsfähigeren Euro-Zahlungssystems Target2 im Frühjahr 2008 und durch den Übergang der EZB zu einer Politik der Vollzuteilung von Tendergeboten und einer Absenkung von Sicherheitsschwellen im Herbst 2008 gefördert. Die griechischen Banken, die im Frühjahr 2008 zum Target2-System wechselten, nutzten dies sofort zu einer kreditfinanzierten Expansion ihrer Portfolioinvestitionen im Ausland. Innerhalb von nur drei Quartalen versechsfachten sie ihre Verschuldung bei der Bank of Greece. Die ausstehenden Refinanzierungskredite stiegen bis Ende 2008 um 34 auf 41 Mrd. Euro und damit auf das Vierfache der in Form von Barkasse und Einlagen bei der Zentralbank gehaltenen Reserven der Banken an Zentralbankgeld.

Es liegt nahe zu vermuten, dass es den griechischen Banken im Herbst 2008 angesichts der damals international verbreiteten Unsicherheit über die Solvenz großer Banken in erster Linie darum ging, sich vorsichtshalber zusätzliche Reserven an Zentralbankgeld zu sichern und sie als Überschussreserven zu halten. Diese wohlwollende Vermutung findet in den Daten aber keinen Halt. Wie Tabelle 2 zu entnehmen ist, wurden per saldo weniger als 2 der neu aufgenommenen 34 Mrd. Euro den Bankreserven zugeführt. Auch griechische Staatsanleihen wurden in nur geringem Umfang erworben. Die hohe Kreditaufnahme diente vielmehr fast ausschließlich zur Finanzierung des Erwerbs von Auslandsaktiva. Die Banken stockten ihr Auslandsportfolio netto um 32 Mrd. Euro auf, wobei insbesondere in Banken Zyperns investiert wurde.

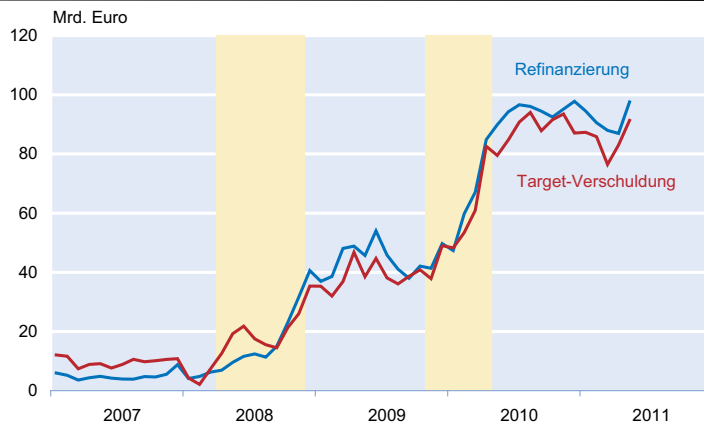
Dieser ersten Welle einer forcierten Expansion der Zentralbankverschuldung folgte Ende 2009 eine zweite. In nicht mehr als einem halben Jahr (von November 2009 bis Mai 2010) weiteten die griechischen Banken ihre Zentralbankverschuldung um fast 50 Mrd. Euro aus. Sie finanzierten damit weitere Portfolioinvestitionen im Ausland, und zwar netto für 22 Mrd. Euro. Zudem investierten sie 12 Mrd. in Staatsschuldtitel, nachdem sich abzeichnete, dass es zu einem »Rettungspaket« für Griechenland kommen würde. Zum Teil diente die Mittelaufnahme auch als Ersatz für den Verlust inländischer Einlagen, der im Frühjahr 2010 einsetzte.

Tab. 2
Zwei Wellen der Verschuldung der Banken und der Zentralbank

Periode	Veränderungen in Mrd. Euro				
	Refinanzierung	Reserven	Nettoforderungen an den Staat	Nettoauslandsaktiva	Target-Verschuldung
April 2008 – Dez. 2008	+ 34,3	+ 1,6	+ 4,5	+ 32,5	+ 27,9
Nov. 2009 – Mai 2010	+ 48,5	+2,9	+ 11,6	+ 22,3	+41,6

Quelle: Bank of Greece; Berechnungen des Autors.

Abb. 1
Refinanzierung der griechischen Banken und Target-Verschuldung



Quelle: Bank of Greece; Berechnungen des Autors.

Weil die Target-Salden aus einer Vielzahl von Einzelzahlungen zur Begleichung von Gütertransaktionen, Dienstleistungen und ebenso Portfoliodispositionen hervorgehen, ist keine signifikante Korrelation zwischen den Target-Salden einerseits und den Salden ausgewählter Teilbilanzen der Zahlungsbilanz zu erwarten. Die griechischen Daten bestätigen das. Dagegen ist die Refinanzierungsverschuldung der Banken mit der Target-Verschuldung der Bank of Greece fast perfekt korreliert, wie aus der Abbildung 1 unmittelbar zu erkennen ist. Seit 2008 folgt der zeitliche Verlauf beider Variablen demselben Muster. Wellen steilen Anstiegs sind jeweils gefolgt von einer Phase der Konsolidierung auf hohem Niveau. Die Logik des Zusammenhangs der beiden Variablen ist derart, dass die Inanspruchnahme der Refinanzierungsverschuldung es den Banken ermöglicht, grenzüberschreitende Güter- und Finanztransaktionen zu finanzieren, deren Ausführung zu entsprechenden Zahlungen via Target führen.³ Ob diese Sicht zu akzeptieren ist, lässt sich anhand des Konzepts der Granger-Kausalität für die ersten Differenzen der beiden Variablen testen. Die in Tabelle 3 ausgewiesenen Testergebnisse bestätigen unsere Vermutung, dass Veränderungen der Refinanzierungsverschuldung nachfolgende Veränderungen der Target-Verschuldung signifikant beeinflussen.⁴ Der Wert des

³ Es werden nicht sämtliche Zahlungen über das Target2-System geleistet. Der Marktanteil des Systems ist mit 91% aber sehr hoch (vgl. Europäische Zentralbank 2010, 115).

Tab. 3
Test auf Granger-Kausalität

Periode: 2008, Mai – 2011, Mai 2 Lags	F-Statistik	Irrtumswahrscheinlichkeit
Δ Refinanzierung nicht kausal für Δ Target	4,00	0,025
Δ Target nicht kausal für Δ Refinanzierung	0,14	0,867
Δ = monatliche Differenz.		

Quelle: Berechnungen des Autors.

F-Tests ist mit 4,0 hoch signifikant (2,5%-Signifikanzniveau).

Target-Salden sind nur der Reflex des eigentlichen Problems, und das ist eine exzessive Nutzung des Zugangs zu zinsgünstigem Zentralbankkredit. Würde man im Rahmen einer politischen Union die Euro-Zentralbanken als unselbständige Filialen in die EZB integrieren, so lösten sich durch die Konsolidierung der Teilanstalten die Target-Salden in Luft auf. Trotzdem bliebe das Problem bestehen, dass die Geschäftsbanken der GIPS-Länder es inzwischen gewohnt sind, sich massiv beim Eurosystem zu verschulden.⁵ Griechenlands Bankenstatistik zeigt eine sehr gefährliche Entwicklung. Im Durchschnitt des Jahres 2007 betrug das Verhältnis von Refinanzierungsverschuldung zu Bankreserven noch 80%. Danach ist es von Jahr zu Jahr sprunghaft gestiegen. Auf 200% im Jahr 2008, 500% im Jahr 2009, 930% im Jahr 2010 und im Durchschnitt der ersten sechs Monate dieses Jahres auf sogar 1 200%. Alarmierend ist auch ein Vergleich mit der Zentralbankgeldmenge oder Geldbasis. In einem Land mit eigener Währung kann das Volumen des Refinanzierungskredits niemals größer sein als die Geldbasis. Das gilt ebenso für eine Währungsunion als Ganzes, nicht dagegen für jede einzelne Region. Der Schwerpunkt der Inanspruchnahme von Zentralbankkredit kann sich je nach der wirtschaftlichen Entwicklung der Regionen zwischen den regionalen bzw. nationalen Bankensystemen verlagern. Für sich genommen ist das kein wirtschaftspolitisches Problem. Wenn aber, wie in Griechenland, die Relationen aus den Fugen geraten – die Refinanzierung des griechischen Bankensystems beträgt inzwischen das Vierfache der Geldbasis in Griechenland – dann entstehen durch den ungehemmten Zugang zu Notenbankkredit systemische Risiken, und zwar nicht nur für regionale Bankensysteme, sondern für die gesamte Eurozone. Zu den systemischen Risiken gehört auch, dass die Geldpolitik der EZB in das Schlepptau der Banken gerät und der Notenbankzins niedriger gehalten wird, als es angemessen wäre.

Die Zentralbanken des Eurosystems, aber auch die Bankaufsichtsbehörden dürfen diese Risiken nicht länger ignorieren. Es ist an der Zeit, dass sie sich mit der Frage auseinandersetzen, wie künftig verhindert werden

⁴ Getestet wird die Null-Hypothese, Veränderungen der Refinanzierungsverschuldung seien nicht kausal für nachfolgende Veränderungen der Target-Verschuldung. Diese Hypothese wird von den Daten verworfen.

⁵ Sinn und Wollmershäuser berichten für die GIPS-Länder Notenbankkredite in Höhe von 350 Mrd. Euro zu Ende März 2011. Demnach stehen 80% des gesamten Refinanzierungskredits des Eurosystems (424 Mrd. Euro) in den Bilanzen der GIPS-Notenbanken.

kann, dass Banken den Notenbankkredit exzessiv nutzen. Der neu gegründete Europäische Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board ESRB) könnte damit befasst werden, wenn das Eurosystem einer Beratung durch die Bankaufseher der Mitgliedstaaten bedarf. Inhaltlich geht es um die Einführung einer Obergrenze. In der Vor-Euro-Zeit, als in Deutschland Refinanzierungskredit von der Bundesbank noch in Form der Diskontierung von Handelswechseln gewährt wurde, gab es zur quantitativen Begrenzung der Inanspruchnahme Rediskontkontingente, die für jede Bank in Abhängigkeit von der Höhe ihrer haftenden Mittel festgesetzt wurden. Eine vergleichbare Regulierung empfiehlt sich für das Eurosystem. Das zulässige Ausmaß des Rückgriffs auf Notenbankkredit könnte durch einen für alle Banken identischen Multiplikator bestimmt werden, der die maximal zulässige Verschuldung einer Bank mit der Höhe ihres harten Kernkapitals verknüpft. Das wäre eine einfache Regulierung, die jeder Bank die Flexibilität ließe, sich durch Vergrößerung ihres Eigenkapitals eine zusätzliche Refinanzierungskapazität zu schaffen. Der Multiplikator sollte allerdings nicht als ein neues Instrument zur Feinsteuerung der Geldpolitik herangezogen werden. Vielmehr sollte er so bemessen werden, dass er auf viele Jahre nicht verändert werden muss.

Literatur

- Europäische Zentralbank, *Jahresbericht 2010*, Frankfurt am Main.
Sinn, H.-W. (2011), »Neue Abgründe«, *Wirtschaftswoche*, Nr. 8, 21. Februar.
Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2011), »Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB«, *ifo Schnelldienst*, Juni.
M.J.M. Neumann (2011), »Notenbankkredite müssen begrenzt werden«, *Börsezeitung*, Nr. 133, 14. Juli.