

Börsen-Zeitung

03.04.2015

Target-Salden und der Erfolg von „QE“

von Dr. Michael Heise

Die Target-Salden bleiben in den Schlagzeilen. Im Laufe der Eurokrise haben sich die Target-Salden, die die grenzüberschreitenden Kapitalströme zwischen den Notenbanken im Euroraum messen, als verlässliches Krisenbarometer entpuppt. Im Januar war es der sprunghafte Anstieg der griechischen Salden, mit dem die Kapitalflucht aus dem Land quasi aktenkundig wurde. Davor war es die Ausweitung der italienischen Salden, die zu ähnlichen Befürchtungen Anlass gab. Mit dem Start des QE-Programms sollte die Rolle der Target-Salden als Krisenbarometer allerdings vorüber sein: Der bisherige Unterstützungsmechanismus Target-Salden wird „institutionalisiert“, d.h. die EZB investiert jetzt offiziell (und nicht mehr verdeckt) in die Staaten der Peripherie. Dies sollte zu einer weiteren Reduzierung der Target-Salden beitragen.

Ohne Übertreibung lässt sich sagen, dass durch die Ausweitung der Target-Salden der Kollaps des grenzüberschreitenden Kredit- und Zahlungsverkehrs im Euroraums verhindert wurde. Der massenweise Rückzug der privaten Kapitalgeber aus den Peripheriestaaten wurde auf diese Weise von den Notenbanken aufgefangen. Die Target-Salden avancierten zum herausragenden Indikator für das Ausmaß der Krisenbekämpfung, in der Spitze stiegen die Salden auf über 1000 Mrd. Euro.

Die Kehrseite dieser Rettungspolitik über die Bilanz des Eurosystems: Private Risiken wurden „durch die Hintertür“ sozialisiert. Die Risiken im grenzüberschreitenden Kreditgeschäft, die in den ersten Jahren des Euro von Banken eingegangen worden waren, wurden mit dem Rückzug der Banken in der Krise qua Target-Salden zunehmend in den öffentlichen Bereich transferiert.

Seit August 2012 haben sich die Target-Salden allerdings wieder kontinuierlich zurückentwickelt. Dafür ist – neben dem geringeren Kreditbedarf der Peripherieländer, die mittlerweile ja Leistungsbilanzüberschüsse erzielen – vor allem die berühmte Rede Draghis im Vormonat („whatever it takes“) verantwortlich, mit der die Furcht vor einem unmittelbaren Zusammenbruch des Währungsraums vertrieben wurde. Der status quo ante bleibt allerdings immer noch in weiter Ferne. Bestehende Auslandsschulden werden zum Teil weiterhin über die Notenbanken, nicht den privaten Markt finanziert und führen so zu Forderungssalden zwischen den Notenbanken des Eurosystems. Zudem ist der Abbau der Target-Salden seit Sommer letzten Jahres mehr oder weniger zum Stillstand gekommen; in Italien und Griechenland sowie – spiegelbildlich – in Deutschland lagen sie zuletzt sogar wieder deutlich höher.

Während im Fall Griechenlands ohne Zweifel von einer massiven Kapitalflucht gesprochen werden kann, ist der Fall Italien nicht so eindeutig. Hier dürfte die temporäre Ausweitung der Target-Salden nicht auf eine echte Kapitalflucht zurückzuführen sein, sondern eher die Strategie der italienischen Banken reflektieren, ihre Kapitalmarktschulden kontinuierlich zurückzuführen – und stattdessen die nahezu kostenlose und längerfristig verfügbare Liquidität des Eurosystems zu nutzen. Das zeigt: Solange die unbegrenzte Liquiditätsversorgung der Banken durch die EZB fortgesetzt wird, bleibt der Anreiz hoch, (teure) Verbindlichkeiten wie Kapitalmarktschulden gegen (nahezu kostenloses) Zentralbankgeld zu tauschen.

Die Auswirkungen von QE auf die Target-Salden sind aus diesem Grunde auch nicht eindeutig. Soweit die EZB als „Anker-Investor“ das Vertrauen der Anleger in die Peripherieländer weiter festigt, sollte Kapital in diese Länder zufließen (oder zumindest weniger abfließen), so dass die Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland auch in Form der Target-Salden zurückgehen müssten. Auf der anderen Seite verbessert das QE Programm die Finanzierungsmöglichkeiten der Banken über ihre Zentralbanken und setzt damit möglicherweise einen Anreiz, Finanzierungen am Geldmarkt oder am Kapitalmarkt durch Notenbankkredit zu ersetzen. Dann würden die Target-Salden steigen.

Insofern wird das Fieberthermometer auch den Erfolg oder Misserfolg des Anleihekaufprogramms messen: Funktioniert das QE-Programm, indem es Vertrauen stärkt und die Wirtschaft ankurbelt, wird es wieder mehr Investorengelder in die Peripherieländer locken – und so zu einem Rückgang der Target-Salden führen. Bleiben die Target-Salden dagegen auf ihrem jetzigen Niveau oder weiten sich gar aus, wäre dies ein starkes Indiz dafür, dass die EZB mit dem QE-Programm nur ihr Pulver verschießt, ohne nachhaltigen Effekt auf die Realwirtschaft. Bislang sind die Erfolge von QE noch nicht sichtbar.