

# Target2-Salden: Ursachen, Folgen und Politikoptionen

**Klaus WEYERSTRASS<sup>1</sup>**

Research Fellow WPZ Wien und Institut für Höhere Studien

weyerstr@ihs.ac.at

***In Kürze:** Das Thema Target2-Salden wird oft kontrovers diskutiert, seitdem die früher unbedeutenden Target2-Salden ab dem Jahr 2007 für einige Staaten der Eurozone stark gestiegen sind. In diesem Beitrag wird gezeigt, dass diese Salden vor allem im Zusammenhang mit Leistungsbilanzungleichgewichten und Kapitalflucht entstehen können. Solange die Eurozone bestehen bleibt, stellen die Target-Salden kein finanzielles Risiko dar. Verluste für die anderen Mitgliedsländer entstehen aber dann, wenn ein Staat mit einer Target-Verbindlichkeit aus der Eurozone austritt. In diesem Beitrag werden daher auch Optionen zur Begrenzung der Target2-Positionen diskutiert.*

## Inhalt

1	Einleitung .....	2
2	Was ist das Target2-System? .....	2
3	Wie entstehen Target2-Salden? .....	4
4	Entwicklung der Target2-Salden .....	9
5	Ursachen für den Anstieg der Target2-Salden .....	9
6	Stellen Target2-Salden ein finanzielles Risiko dar? .....	13
7	Wie könnten Target2-Salden begrenzt werden? .....	19
8	Vergleich mit dem System der Federal Reserve .....	20
9	Zusammenfassung und Schlussfolgerungen .....	20
	Literatur .....	22

<sup>1</sup> Privatdozent und Senior Researcher am Institut für Höhere Studien. Die Analyse entstand im Auftrag und als Research Fellow des WPZ. Ich danke Christian Keuschnigg für eine sorgfältige Durchsicht mit vielen wertvollen Anregungen.

# 1 Einleitung

Auf dem Höhepunkt der Staatsschulden- und Wirtschaftskrise wurde wiederholt über den Austritt einzelner Mitgliedstaaten aus der Eurozone diskutiert. Dabei spielen die Target2-Salden und die Mechanismen für staatliche Insolvenzen eine große Rolle. In diesem Beitrag werden folgende Fragen beleuchtet: Wie und warum entstehen Target2-Salden? Welche Geschäftsvorgänge und Transaktionen stehen dahinter? Welche Funktion haben die Target2-Salden? Wie werden sie bei einem Austritt eines Mitgliedslandes aus der Eurozone behandelt?

## 2 Was ist das Target2-System?

Mit der Gründung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion im Jahr 1999 mussten die Geldmärkte der teilnehmenden Staaten rasch zu einem einheitlichen Geldmarkt zusammengeschlossen werden. Eine wesentliche Voraussetzung dafür bildete ein gemeinsames System zur Abwicklung großer Zahlungen zwischen den Finanzinstitutionen der Mitgliedsländer. Zu diesem Zweck wurde das Target-System entwickelt, das inzwischen in der zweiten Version (Target2) besteht (Jobst et al., 2012).

Target2 (*Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System 2*) ist ein Echtzeit-Zahlungssystem, das sich im Eigentum des Eurosystems befindet und von diesem betrieben wird. Das Eurosystem besteht aus der Europäischen Zentralbank (EZB) und den derzeit 19 Zentralbanken der Mitgliedstaaten. Über Target2 können Banken in der EU einander Geld in Echtzeit überweisen, die sogenannte Echtzeit-Brutto-Abwicklung (Real-time Gross Settlement – RTGS). Neben den Mitgliedstaaten der Eurozone nehmen auch die Zentralbanken der Nicht-Euro-Länder Bulgarien, Kroatien, Dänemark, Polen und Rumänien an Target bzw. dessen aktueller Version Target2 teil.<sup>2</sup> Ende 2017 hatten 1073 Geschäftsbanken unmittelbar Konten im Rahmen des Target2-Systems. Mittelbar konnten weitere 684 Banken aus dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) ebenso wie 5114 Korrespondenzinstitute weltweit ihre Transaktionen über Target2 abwickeln (EZB, 2018). Dem EWR gehören die EU-Mitgliedstaaten sowie derzeit Island, Norwegen und Liechtenstein an.

Die erste Version des Target-Systems wurde am 4. Januar 1999 mit drei Hauptaufgaben gegründet: (1) Unterstützung der Geldpolitik des Eurosystems und der Funktionsfähigkeit des Euro-Geldmarkts; (2) Minimierung des systemischen Risikos auf dem Markt für den Zahlungsverkehr; (3) Effiziente Abwicklung grenzüberschreitender Euro-Zahlungen. Am 19. Mai 2008 wurde die erste Version des Target-Systems durch Target2 abgelöst (vgl. Eisenschmidt et al., 2017).

Die Target2-Forderungen gegenüber der EZB sind nicht mit Sicherheiten unterlegt. Da die EZB Geld schaffen kann, werden Sicherheiten für diese Target2-Forderungen als nicht erforderlich angesehen (Nasir und Lauretta, 2017). Steinkamp und Westermann (2012) argumentieren, dass Target2-Verbindlichkeiten durch Staatsanleihen besichert sind, welche die Geschäftsbanken an die nationalen Zentralbanken verpfänden. Damit stellen diese Verbindlichkeiten eine Art „vorrangiger Kredit“ an die Staaten dar, ähnlich den Krediten des Internationalen Währungsfonds (IWF). Dagegen argumentiert Whelan (2014), dass die von den Geschäftsbanken an die nationalen Zentralbanken als Sicherheiten verpfändeten Staatsanleihen im wirtschaftlichen Eigentum der Banken verbleiben und auch weiterhin als Aktiva in den Bilanzen dieser Banken stehen. Damit bestehe keine Möglichkeit, bei einem Kreditausfall eine Zentralbank, die eine Target2-Verbindlichkeit aufweist, dazu zu zwingen, diese Anleihen an eine andere Zentralbank zu übertragen, die eine Target2-Forderung hat.

Die Summe aller Target2-Salden ergibt null, da jede Transaktion einmal als Forderung und einmal als Verbindlichkeit verbucht wird. Die Existenz von Nettosalen zwischen den nationalen Zentralbanken und der EZB ist eine Folge der dezentralen Organisation des Zahlungsverkehrs in

---

<sup>2</sup> Vgl. <https://www.ecb.europa.eu/paym/t2/about/countries/html/index.en.html> (Zugriff am 2.1.2018).

der Eurozone. Gäbe es nur die EZB für die Eurozone, dann hätten alle Zahlungsverkehrsteilnehmer ihre Konten bei dieser Zentralbank und alle Zahlungen würden sich dort ausgleichen. Da aber die Geschäftsbanken nicht unmittelbar mit der EZB, sondern mit der Zentralbank im jeweiligen Land in Geschäftsbeziehungen stehen, entsteht ein komplexes Geflecht von Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen den Nichtbanken und den Geschäftsbanken einerseits und den Geschäftsbanken und der EZB andererseits (Jobst et al., 2012). Target2-Forderungen werden zum Refinanzierungssatz der EZB verzinst.

Die Target2-Salden stehen – wie in Abbildung 1 - in den Bilanzen der Zentralbanken des Eurosystems neben anderen Aktiva; dies sind vor allem Aktiva im Zusammenhang mit der Geldschöpfung (Wertpapiere) sowie Gold- und Devisenreserven. Im Allgemeinen schöpft eine Zentralbank Geld in Form von Banknoten und Guthaben der Geschäftsbanken bei der Zentralbank. Um dieses Geld in Umlauf zu bringen, erwirbt die Zentralbank Vermögenswerte, vor allem Wertpapiere. In der Zentralbankbilanz stehen diese Aktiva den Verbindlichkeiten der Zentralbank (also dem Geldumlauf) gegenüber. In der Eurozone ist dieser Geldschöpfungsprozess aufgrund des dezentralen Zentralbanksystems komplexer. Es besteht nämlich keine unmittelbare Beziehung zwischen den Geschäftsbanken und der EZB, sondern nur zwischen den Geschäftsbanken und der nationalen Zentralbank des betreffenden Landes. Geschäftsbanken leihen sich also Geld, indem sie der nationalen Zentralbank Wertpapiere auf Zeit verpfänden und dafür ein Guthaben auf dem Girokonto bei der nationalen Zentralbank gutgeschrieben erhalten. Die Forderungen aus der Geldschöpfung stehen daher in der Bilanz der betreffenden nationalen Zentralbank, ebenso wie die Verbindlichkeiten (also die Guthaben der Geschäftsbanken bei der Zentralbank).

**Abbildung 1: Schematische Darstellung von Zentralbankbilanzen**

**Nationale ZB mit Target2 Verbindlichkeit**

Aktiva	Passiva
Kredite an Geschäftsbanken (Refinanzierung)	Banknoten Einlagen der Geschäftsbanken (Reserven)
Sonstige	<b>Target2-Verbindlichkeiten ggü. der EZB</b> Sonstige

**Nationale ZB mit Target2 Forderung**

Aktiva	Passiva
Kredite an Geschäftsbanken (Refinanzierung)	Banknoten Einlagen der Geschäftsbanken (Reserven)
<b>Target2-Forderungen an die EZB</b> Sonstige	Sonstige

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an EZB (2011).

Dagegen wird das Bargeld, das von einer nationalen Zentralbank ausgegeben wird, nicht mit diesem Wert in der Bilanz der betreffenden nationalen Zentralbank verbucht, sondern es wird nach einem Schlüssel auf alle nationalen Zentralbanken und die EZB aufgeteilt. Im Ergebnis stimmen für die einzelnen nationalen Zentralbanken im Eurosystem ihre Forderungen (Nettovermögenswerte und Nettokredite) und Verbindlichkeiten (Banknoten und Guthaben der Geschäftsbanken bei der jeweiligen nationalen Zentralbank) nicht mehr überein. Die Differenz wird durch Forderungen oder Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems ausgeglichen (Intra-Eurosystem-Salden). Neben der Netto-Target2 Position handelt es sich bei diesen Salden innerhalb des Eurosystem insbesondere um den Banknotenumlaufausgleich, der die Differenz zwischen dem jeweiligen rechnerischen Anteil am Eurosystem-Umlauf und den physisch bei der nationalen Zentralbank ausgegebenen (und rückgelieferten) Banknoten darstellt. Unter Einbeziehung der Intra-Eurosystem-Salden als Systemausgleich sind Aktiva und Passiva bei jeder einzelnen nationalen Zentralbank im Eurosystem gleich groß (Jobst et al., 2012).

Grenzüberschreitende Ströme von Zentralbankgeld, die sich in veränderten Target2-Salden niederschlagen, werden in den Zahlungsbilanzen der Länder der Eurozone erfasst. Transferiert ein Land der Eurozone mehr Mittel über Target2 ins Ausland als es erhält, erfolgt die Gegenbuchung einer gleich großen Verbindlichkeit der nationalen Zentralbank des betreffenden Landes gegenüber der EZB in der Kapitalbilanz der Zahlungsbilanz unter dem Posten „übriger Kapitalverkehr der nationalen Zentralbank“. Diese Zahlungen müssen sich in anderen Komponenten der Zahlungsbilanz widerspiegeln, beispielsweise als Kapitalströme in der Leistungsbilanz oder bei den Wertpapieranlagen (EZB, 2017).

Das Target2-System beruht auf dem Prinzip der doppelten Buchführung. Die Zentralbank des Landes, aus dem Geld überwiesen wird, verbucht eine Verbindlichkeit gegenüber dem Rest des Eurosystems, während für die Zentralbank des Empfängerlandes eine Forderung entsteht. Wenn ein Land eine Netto-Target2 Verbindlichkeit hat, haben seine Banken insgesamt Mittelabflüsse in den Rest der Eurozone verzeichnet. Umgekehrt haben die Geschäftsbanken eines Landes mit einer Netto-Target2 Forderung einen Nettokapitalimport erhalten (Nasir und Lauretta, 2017).

Abbildung 1 zeigt schematisch die Bilanzen zweier Zentralbanken mit einer Netto-Forderung bzw. einer Netto-Verbindlichkeit im Target2-System gegenüber der EZB. Nur die nationalen Zentralbanken können Target2-Forderungen bzw. Verbindlichkeiten gegenüber der EZB haben. Hingegen gibt es z.B. keine Target2 Forderung etwa der Oesterreichischen Nationalbank gegenüber der Banca d'Italia.

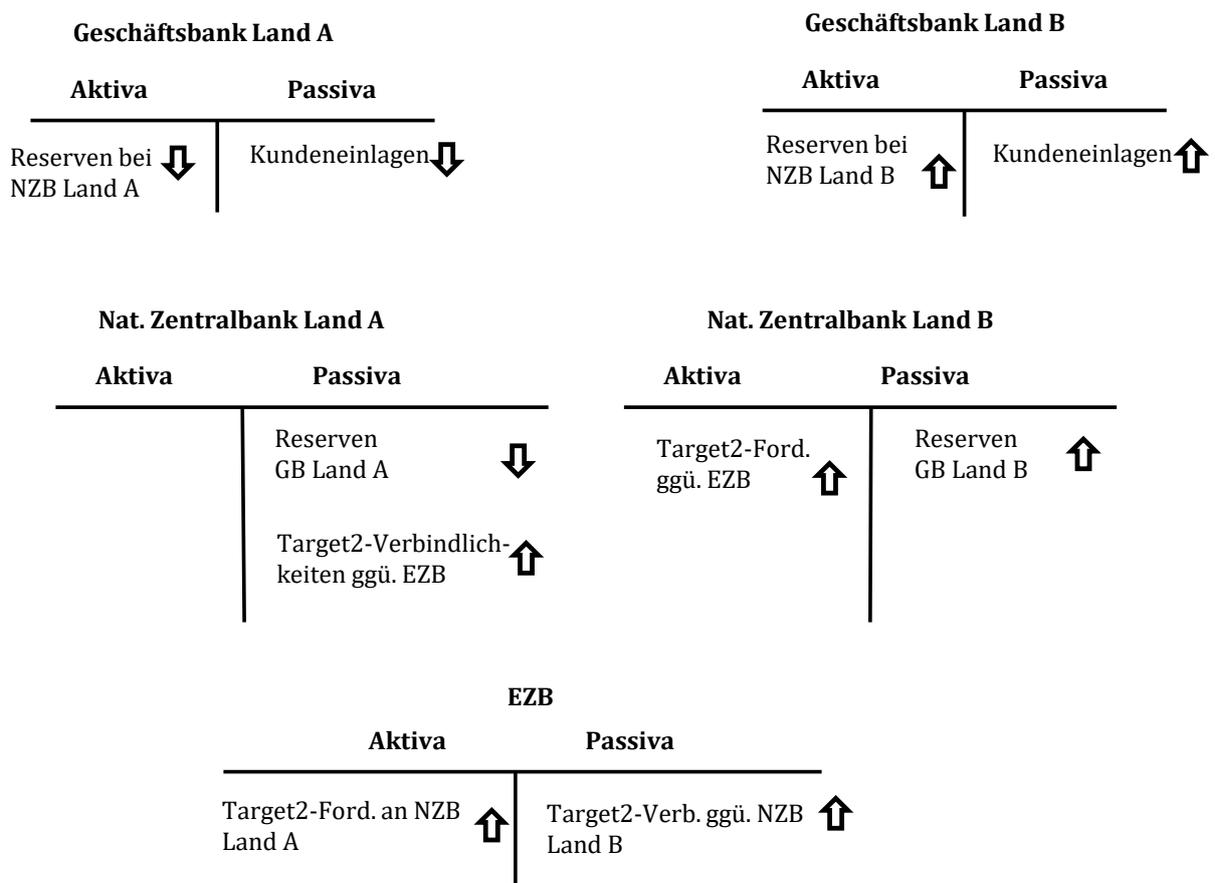
### 3 Wie entstehen Target2-Salden?

Target2-Salden entstehen durch grenzüberschreitende Zahlungsströme zwischen den nationalen Zentralbanken (NZB) in der Eurozone, da bei diesen Zahlungen immer die EZB zwischengeschaltet ist. Gründe für grenzüberschreitende Zahlungen sind Importe und Exporte von Waren und Dienstleistungen, Interbankengeschäfte, geldpolitische Geschäfte und internationale Kapitalanlagen.

Der Zusammenhang zwischen realwirtschaftlichen Transaktionen und Target2 Operationen soll anhand des folgenden Beispiels illustriert werden. Ein Unternehmen in Land A (z.B. Italien) kauft bei einem Unternehmen in Land B (z.B. Österreich) Güter oder Dienstleistungen und überweist den Betrag an den Verkäufer. Der Käufer beauftragt also seine Bank, die Zahlung an das exportierende Unternehmen vorzunehmen. Die Geschäftsbank belastet das Konto des Unternehmers. Bei der Nationalbank (in unserem Beispiel der Nationalbank Italiens, Banca d'Italia) entsteht eine Forderung gegenüber der Geschäftsbank in Italien. Bei der Banca d'Italia entsteht gleichzeitig eine Target2 Verbindlichkeit gegenüber der EZB. Zeitgleich entsteht bei der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) eine Forderung in derselben Höhe im Target2-System gegenüber der EZB. Zudem entsteht eine Verbindlichkeit gegenüber der Geschäftsbank im Empfängerland, hier in Österreich. Die OeNB leitet das Geld an die Geschäftsbank in Österreich weiter, die es wiederum dem österreichischen Unternehmen (also dem Exporteur) gutschreibt.

Angenommen, es wird nur dieses Geschäft über das Target2-System abgewickelt, dann kann die EZB am Ende des Geschäftstages keine Salden miteinander verrechnen. Somit verbleiben ein positiver Saldo bei der Oesterreichischen Nationalbank und ein negativer bei der Banca d'Italia. Im Ergebnis hat das Importland (im Beispiel Italien) sowohl ein Leistungsbilanzdefizit (aufgrund des Importgeschäfts) als auch eine Target2 Verbindlichkeit gegenüber der EZB. Im Gegenzug hat das Exportland (hier also Österreich) einen Leistungsbilanzüberschuss und eine Target2 Nettoforderung. Dieser Vorgang ist in Abbildung 2 schematisch dargestellt. In diesem Beispiel sind die Target2 Verbindlichkeit von Land A (in unserem Beispiel Italien) und die Target2 Forderung on Land B (hier Österreich) durch Leistungsbilanztransaktionen entstanden. Neben anderen Ursachen spiegeln die Target2-Salden auch Leistungsbilanzungleichgewichte wider.

**Abbildung 2: Entstehung von Target2-Salden durch Leistungsbilanztransaktionen**



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Cecchetti et al. (2012).

Target2-Salden können also durch realwirtschaftliche Transaktionen, vor allem Importe und Exporte von Gütern und Dienstleistungen, entstehen. Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise wurden die hohen Target2-Salden vor allem im Zusammenhang mit den beträchtlichen Leistungsbilanzungleichgewichten diskutiert. Die Beispiele zeigen, dass eine Netto-Schuldnerposition im Target2-System mit einem Leistungsbilanzdefizit im Einklang steht. In diesem Beispiel ist das Leistungsbilanzdefizit sogar der Grund für das Entstehen eines Netto-Target2-Saldos. Buitter et al. (2011) weisen aber darauf hin, dass Leistungsbilanzdefizite und Netto-Schuldner-Positionen im Target2-System gleichzeitig auftreten können, ohne dass das Leistungsbilanzdefizit ursächlich für die Target2-Verbindlichkeiten wäre. Es gibt auch andere Ursachen für Target2-Salden. Target2-Verbindlichkeiten können trotz Leistungsbilanzüberschüssen zunehmen, solange diese Überschüsse kleiner als die Netto-

Kapitalimporte sind, die aufgrund von Transaktionen anderer öffentlicher oder privater Institutionen als der betreffenden Nationalbank entstehen.

**Abbildung 3: Finanzierung von Leistungsbilanztransaktionen durch Interbank-Kredite**

Geschäftsbank Land A		Geschäftsbank Land B	
Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
Reserven bei NZB Land A <b>uv.</b>	Kundeneinlagen <b>↓</b>	Reserven bei NZB Land B <b>uv.</b>	Kundeneinl: <b>↓</b>
	Kredit von Geschäfts-Bank Land B <b>↑</b>	Kredit an Geschäfts-Bank Land A <b>↑</b>	

Bemerkung: u.v.: unverändert. Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Cecchetti et al. (2012).

In einem anderen Fall muss eine Geschäftsbank in Land A (im Beispiel Italien) einen Rückgang ihrer Kundeneinlagen und ihrer Reserven bei der italienischen Zentralbank, also insgesamt eine Bilanzverkürzung, hinnehmen. In einem funktionierenden Interbankenmarkt könnte sie diesen Rückgang der Aktiva durch einen Interbanken-Kredit ausgleichen. Wenn eine Geschäftsbank in Land B (hier also Österreich) den Interbanken-Kredit direkt vergibt, läuft die Finanzierung der grenzüberschreitenden Transaktion gänzlich ohne die nationalen Zentralbanken und folglich auch ohne die EZB ab (vgl. Cecchetti et al., 2012). Abbildung 3 zeigt schematisch die Buchungen auf den betreffenden Konten der Banken.

**Abbildung 4: Finanzierung von Leistungsbilanztransaktionen durch Zentralbank-Kredite**

Geschäftsbank Land A		Geschäftsbank Land B	
Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
Reserven bei NZB Land A <b>uv.</b>	Kundeneinlagen <b>↓</b>	Reserven bei NZB Land B <b>↑</b>	Kundeneinlagen <b>↑</b>
	Kredit von NZB <b>↑</b>		

Nat. Zentralbank Land A		Nat. Zentralbank Land B	
Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva
Kredit an NZB Land A <b>↑</b>	Reserven GB Land A <b>uv.</b>	Target2-Ford. ggü. EZB <b>↑</b>	Reserven GB Land B <b>↑</b>
	Target2-Verbindlichkeiten ggü. EZB <b>↑</b>		

EZB	
Aktiva	Passiva
Target2-Ford. an NZB Land A <b>↑</b>	Target2-Verb. ggü. NZB Land B <b>↑</b>

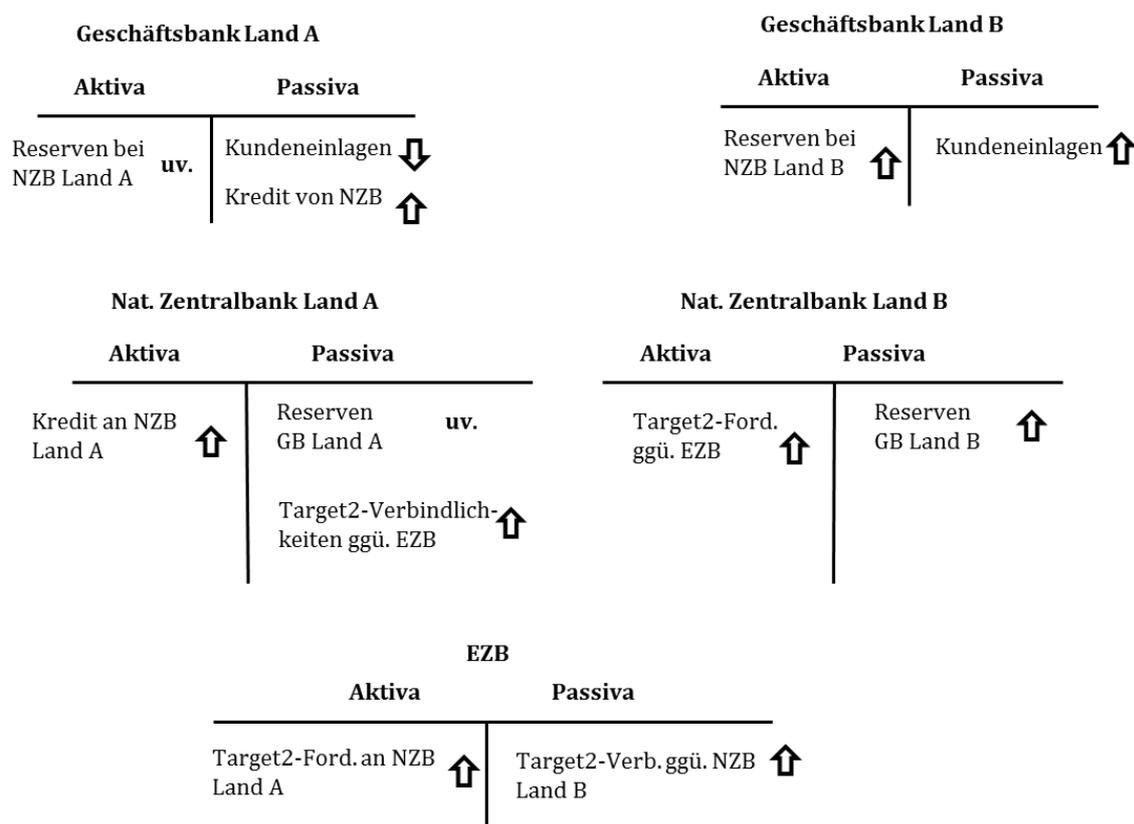
Bemerkung: u.v. unverändert. Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Cecchetti et al. (2012).

Die Finanzkrise 2008/2009, die mit dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers in den USA ihren Ausgang nahm, führte zu einem Vertrauensverlust der Banken untereinander. Vielen Geschäftsbanken war daher die Finanzierung über Kredite auf dem Interbanken-Markt verwehrt. Stattdessen mussten sie sich bei den jeweiligen nationalen Zentralbanken refinanzieren, was in steigenden Target2-Salden mündete (siehe Abbildung 4).

Dieses Beispiel zeigt, warum Leistungsbilanzungleichgewichte nicht zwingend mit Salden im Target2-System einhergehen. Wenn der Interbanken-Markt funktioniert, können Leistungsbilanzdefizite durch Kredite bei Geschäftsbanken ohne Einschaltung der nationalen Zentralbanken oder der EZB finanziert werden. In einer Vertrauenskrise auf dem Interbanken-Markt ist aber eine Finanzierung nur noch über die jeweiligen nationalen Zentralbanken und die EZB möglich.

Neben Leistungsbilanzungleichgewichten können Target2-Salden auch durch Kapitalflucht von Krisenländern in andere Länder mit sicheren Banken ausgelöst werden. In der Finanzkrise verloren Finanzinvestoren das Vertrauen in die Solvenz von Banken in einigen Ländern der Eurozone. Im Ergebnis erlitten die betreffenden Banken starke Rückgänge der Kundeneinlagen, wie Abbildung 5 veranschaulicht.

**Abbildung 5: Entstehung von Target2-Salden durch Kapitalflucht**



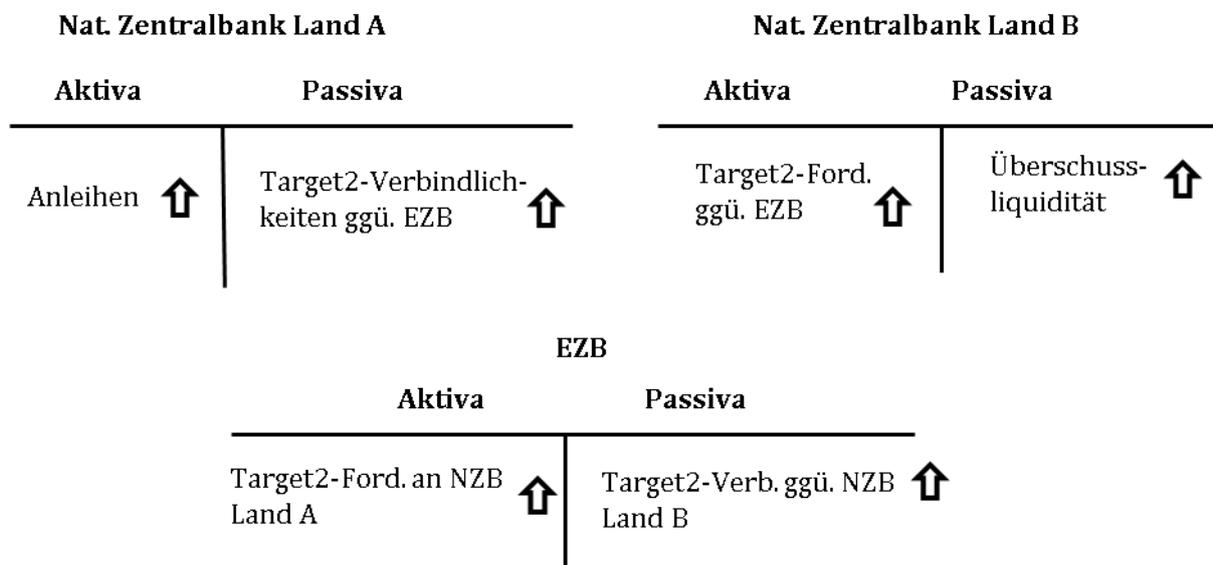
Bemerkung: u.v. unverändert. Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Buiters et al. (2011).

Auch wenn die Ursache eine andere ist, ähnelt das Ergebnis dem Fall einer Finanzierung von Leistungsbilanzsalden. In Abbildung 5 erleidet die Geschäftsbank im Land A einen Abzug von Kundeneinlagen. Wenn die Bank diesen Kapitalabfluss ausgleichen möchte, bleibt in einer Finanzkrise, in der sich nur schwer Kapital von anderen Investoren oder auf dem Interbanken-Markt beschaffen lässt, nur die Verschuldung bei der Zentralbank. Umgekehrt erfahren Geschäftsbanken in Ländern, die als „sichere Häfen“ wahrgenommen werden, Zuflüsse von

Kundeneinlagen. Diese können die Geschäftsbanken als Überschussreserve bei der Zentralbank des betreffenden Landes halten. Im Ergebnis entstehen Target2-Verbindlichkeiten in dem Land, aus dem Kapital abgezogen wird, und Target2-Forderungen in dem Land, das Kapitalzuflüsse verzeichnet (vgl. Buitter et al., 2011).

In diesem Fall sind nicht Leistungsbilanzgleichgewichte die eigentliche Ursache von Target2-Salden. Die Staatsschuldenkrise in der Eurozone hat aber deutlich gemacht, dass eine mangelnde Wettbewerbsfähigkeit von Staaten mit steigenden Leistungsbilanzdefiziten bei den Anlegern Zweifel an der Solvenz dieser Staaten und damit Kapitalflucht auslösen können (vgl. z.B. Keuschnigg und Weyerstrass, 2016). Kapitalflucht ist dann keine eigenständige Ursache für Target2-Salden, sondern eine Folge von Leistungsbilanzungleichgewichten.

**Abbildung 6: Entstehung von Target2-Salden durch das EZB-Anleihekaufprogramm**



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Eisenschmidt et al. (2017).

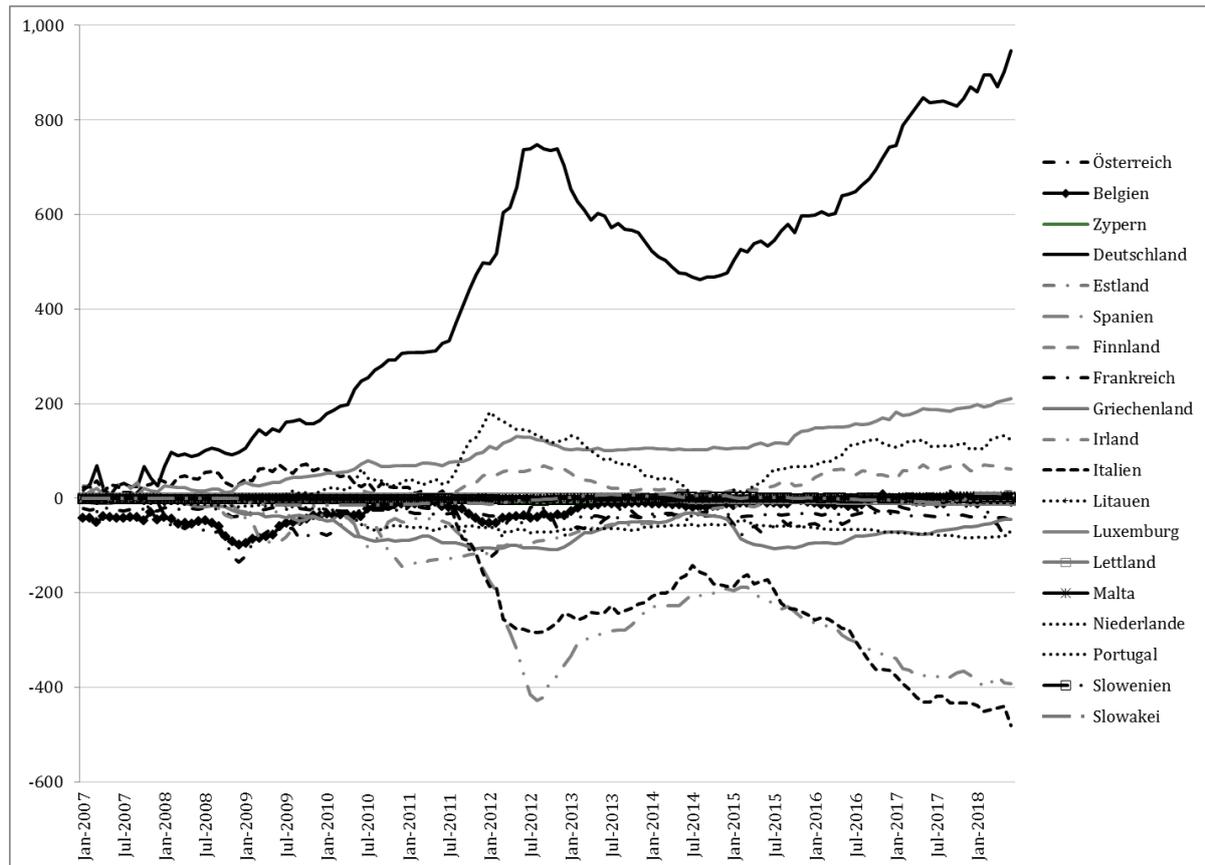
Neben der Finanzierung grenzüberschreitender Güter- und Dienstleistungskäufe und der Kapitalflucht trägt auch die Durchführung der EZB-Geldpolitik - wie in Abbildung 6 - zur Entstehung von Target2-Salden bei. Im Zuge der europäischen Staatsschuldenkrise und mit dem Erreichen der Nullzinsgrenze folgte die EZB dem Beispiel anderer Zentralbanken und begann mit einer Politik der quantitativen Lockerung (*quantitative easing*). Im Oktober 2014 startete die EZB das Programm zum Aufkauf von Vermögenswerten (*Asset Purchase Program, APP*). Im Januar 2015 kündigte sie eine Erweiterung des APP an. Im Rahmen dieses erweiterten APP kauft das Eurosystem seit März 2015 auch öffentliche Anleihen, die von den Mitgliedstaaten (also Staatsanleihen von Zentralstaaten), Emittenten mit Förderauftrag (z.B. öffentliche Förderbanken) und europäischen Institutionen begeben werden (*Public Sector Purchase Programme, PSPP*). Aufgrund der dezentralen Struktur des Eurosystems werden die Ankäufe dezentral durch die nationalen Zentralbanken des Eurosystems getätigt. Die nationalen Zentralbanken beteiligen sich an den Kaufprogrammen im Ausmaß des Kapitalschlüssels. Im Gegensatz zur dezentralen Struktur des Eurosystems ist der Kapitalmarkt in der Eurozone weitgehend integriert. Daher kaufen die nationalen Zentralbanken in großem Umfang Aktiva von Emittenten, die ihren Sitz in einem anderen Staat der Eurozone oder sogar außerhalb der Eurozone haben. Banken von außerhalb der Eurozone, vor allem aus dem Vereinigten Königreich, sind am Target2-System über Niederlassungen oder Tochtergesellschaften in einem Mitgliedsland der Eurozone beteiligt. Hier dominieren die Finanzplätze Frankfurt und Luxemburg. Wenn nun z.B. die italienische Zentralbank im Rahmen der Wertpapierkaufprogramme Anleihen eines Emittenten aus Deutschland kauft, entsteht bei der

kaufenden Bank (Banca d'Italia) eine Target2 Verbindlichkeit und entsprechend bei der Deutschen Bundesbank eine Target2 Forderung (vgl. Eisenschmidt et al., 2017).

## 4 Entwicklung der Target2-Salden

Vor dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise waren die Target2-Salden praktisch bedeutungslos, seit 2008 stiegen sie jedoch sehr stark an (vgl. Abbildung 7).

Abbildung 7: Entwicklung der Target2-Salden im Eurosystem



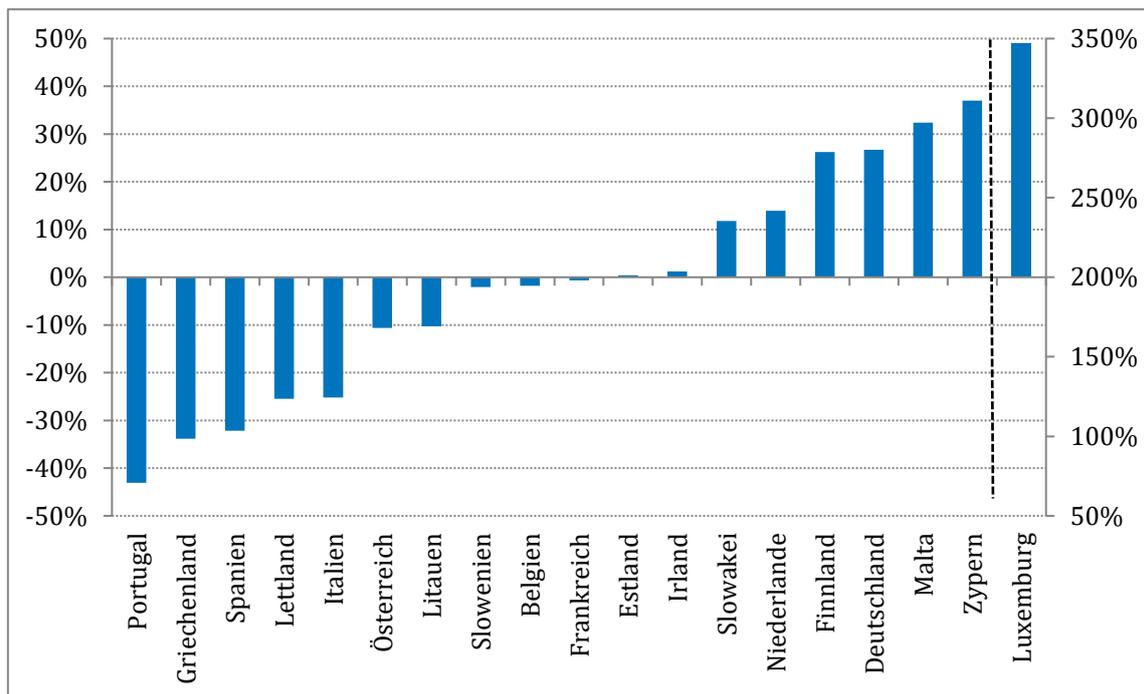
Seitdem bauten sich vor allem bei den Zentralbanken der Peripherieländer hohe Verbindlichkeiten auf, denen zunehmend hohe Forderungen insbesondere der Deutschen Bundesbank gegenüberstehen. Ende Juni 2018 haben die Target2-Forderungen der Deutschen Bundesbank mit 946,7 Mrd. Euro beinahe schon die Billionen-Grenze erreicht. Die Zentralbanken Luxemburgs und der Niederlande hatten Netto-Forderungen von 211,4 bzw. 123,3 Mrd. Euro. Dem standen Target2-Verbindlichkeiten etwa der Zentralbanken Italiens von 481,1 Mrd. Euro, Spaniens (392,1 Mrd.), Portugals (81,6 Mrd.) sowie von Griechenland (43,9 Mrd.) gegenüber. Die Oesterreichische Nationalbank hatte Ende Juni 2018 Netto-Target2-Verbindlichkeiten von 46 Mrd. Euro.

Die größten Target2 Überschüsse in % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) hatten Ende 2017 die Zentralbanken von Luxemburg (347% des BIP), Zypern (37%), Malta (32,4%) und Deutschland (26,7%). Die größten Target2-Verbindlichkeiten wiesen Portugal (-43%), Griechenland (-34%), Spanien (-32%) sowie Lettland und Italien (jeweils rund 25% des BIP auf. Die Target2 Verbindlichkeit Österreichs belief sich Ende 2017 auf 10,6% des BIP (vgl. Abbildung 8).

## 5 Ursachen für den Anstieg der Target2-Salden

Worin liegen nun die Ursachen für den starken Anstieg der Target2-Salden seit der Wirtschafts- und Finanzkrise? In das Bewusstsein der Öffentlichkeit und in das Zentrum der wirtschaftspolitischen Debatte wurde das Thema der Target2-Salden vor allem von Sinn (2011a, b, c, d, e) sowie Sinn und Wollmershäuser (2011, 2012a, 2012b) gerückt. Sie sehen in den hohen Target2-Verbindlichkeiten der Peripherie-Länder eine versteckte Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite dieser Länder, denen auf Seiten der Deutschen Bundesbank hohe Forderungen gegenüberstehen. Diese könnten ihrer Meinung nach im Falle des Ausscheidens einzelner Mitgliedsländer aus der Eurozone oder sogar des Auseinanderbrechens des gemeinsamen Währungsraums für Deutschland uneinbringlich werden. Bevor weiter unten der Frage nachgegangen wird, ob die Target2-Forderungen tatsächlich ein finanzielles Risiko für die Steuerzahler darstellen, sollen zunächst die möglichen Ursachen für das starke Anwachsen der Target2-Salden seit dem Jahr 2008 diskutiert werden.

Abbildung 8: Target2-Salden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt Ende 2017



Bemerkung: Luxemburg rechte Achse, alle anderen Staaten linke Achse. Quelle: Datenbank EZB; eigene Darstellung.

Die Leistungsbilanz ist Teil der Zahlungsbilanz, in der alle wirtschaftlichen Transaktionen zwischen Inland und Ausland systematisch erfasst werden. Die Zahlungsbilanz ist definitionsgemäß immer ausgeglichen, da betragsmäßig der Wert z. B. eines importierten Gutes und seine Bezahlung übereinstimmen müssen. In diesem Sinn finanziert jede Zahlung aus dem Ausland eine Zahlung an das Ausland. Insofern kann also davon gesprochen werden, dass ein Güter- oder Dienstleistungsimport durch eine Target2-Verbindlichkeit finanziert wurde. Ob aber die Leistungsbilanz tatsächlich ursächlich für Veränderungen im Target2-Saldo ist, kann nur empirisch beantwortet werden (Jobst et al., 2012).

Sinn (2011a, b, c, d, e) sowie Sinn und Wollmershäuser (2011, 2012a, 2012b) stellen fest, dass die Leistungsbilanzdefizite von Griechenland und Portugal während der Krise fast ausschließlich durch Target2 Kredite finanziert worden seien. Bei Irland, Italien und Spanien hätte darüber hinaus Kapitalflucht eine beträchtliche Rolle gespielt. Deutschland hingegen sei für seinen Leistungsbilanzüberschuss mit dem Rest der Eurozone vor allem mit Target2-Forderungen der Bundesbank gegenüber der EZB bezahlt worden.

Buiter et al. (2011) stellen die Entwicklung der Leistungsbilanzsalden und der Target2-Salden von Deutschland, Irland, Griechenland, Spanien und Portugal nach Ausbruch der Wirtschaftskrise gegenüber. Sie finden allenfalls eine lose Beziehung zwischen den

Leistungsbilanzungleichgewichten und den Target2-Salden. So war der kumulierte Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands seit 2002 teils deutlich größer als die kumulierte Target2 Forderung, was darauf hindeutet, dass die Target2 Finanzierung nicht ausreichend war, um das Leistungsbilanzdefizit des Rests der Welt mit Deutschlands zu finanzieren. In den Jahren 2009 und 2010, als die Target2 Nettoforderungen besonders stark stiegen, war ihr Anstieg sogar größer als die Zunahme des Leistungsbilanzüberschusses, was klar darauf hindeutet, dass neben der Leistungsbilanzfinanzierung weitere Kapitalströme für das Anwachsen der Target2-Salden verantwortlich waren.

Im Falle Irlands erfolgte der stärkste Anstieg der Target2-Verbindlichkeiten zwischen 2008 und 2010. In allen drei Jahren war die Zunahme der Target2-Salden weitaus größer als das irische Leistungsbilanzdefizit. Mit den Target2-Verbindlichkeiten wurde demnach nicht nur das Leistungsbilanzdefizit, sondern auch ein beträchtlicher Kapitalabzug aus Irland finanziert. Im Jahr 2010 war die irische Leistungsbilanz ausgeglichen, während nach wie vor eine Target2 Verbindlichkeit bestand. Ähnlich verhält es sich mit Griechenland, Portugal und Spanien. Alle drei Länder hatten bereits vor und während der Krise beträchtliche Leistungsbilanzdefizite, aber erst im Verlauf der Krise entstanden hohe Target2-Verbindlichkeiten. Allerdings war für Portugal und Griechenland der Anstieg der Target2-Verbindlichkeiten viel größer als das gesamte Leistungsbilanzdefizit. Buiet et al. (2011) schließen, dass nicht die Leistungsbilanzen die Haupttreiber der Veränderung der nationalen Target2-Salden Deutschlands, Griechenlands, Irlands, Spaniens und Portugals waren. Die Leistungsbilanzentwicklung dürfte jedoch teilweise zum Aufbau der Target2-Salden beigetragen haben.

Auer (2014) untersucht ökonometrisch die Treiber der Target2-Salden mit vierteljährlichen Paneldaten im Zeitraum 1999 bis 2012 für 12 Länder. Das Hauptergebnis der Untersuchung besteht darin, dass bis zum Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007 kein Zusammenhang zwischen den Leistungsbilanzsalden und der Entwicklung der Target2-Salden nachweisbar war. Nach 2007 wurde dieser Zusammenhang aber statistisch und ökonomisch signifikant. Auer (2014) interpretiert dieses Resultat so, dass der Vertrauensverlust in der Finanz- und Wirtschaftskrise zu einem „plötzlichen Stopp“ in der Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten durch Kapital aus dem privaten Sektor kam. Das Papier untersucht dann die Entwicklung der verschiedenen Arten von privaten Kapitalströmen und ihren Zusammenhang mit den Target2-Salden. Die Ergebnisse zeigen moderate Abzüge von privatem Kapital, eine substantielle Verringerung grenzüberschreitender Interbank-Kredite, und einen Anstieg der Bestände von Staatsanleihen in den Bankbilanzen. Die Banken haben lieber in sichere Staatsanleihen investiert als auf dem Geldmarkt grenzüberschreitende Kredite an Banken in den Krisenländern zu gewähren. Dort kam es dadurch zu einem Aufbau von Target2-Verbindlichkeiten gegenüber der EZB.

Auch die EZB (2011) stellt eine Verbindung zwischen dem Anstieg der Target2-Salden während der Finanzkrise und dem Zusammenbruch des Interbankenmarkts in der Eurozone her. Der Anstieg der Target2-Verbindlichkeiten nationaler Zentralbanken gegenüber der EZB ist demnach eine Konsequenz der Spannungen auf den Geldmärkten dieser Länder, so dass die EZB zunehmend den Liquiditätsbedarf der betreffenden Banken finanzieren musste. Vor der Finanzkrise hatten die Geschäftsbanken relativ einfach Zugang zu privatem Kapital aus dem Ausland (z.B. in Form von grenzüberschreitenden Interbanken-Krediten, Direktinvestitionen oder Einlagen), die weitgehend ausreichten, um die Zahlungen für Nettoimporte von Gütern und Dienstleistungen oder für den Erwerb von Vermögenswerten im Ausland zu finanzieren. Im Ergebnis hatten diese Länder vernachlässigbare Target2-Salden. Mit der Ausbreitung der Finanzkrise reichte jedoch der Zufluss privaten Kapitals in das Bankensystem dieser Länder nicht mehr aus, um ihre Ausgaben für die Nettoimporte von Gütern und Dienstleistungen auszugleichen. Der Zugang zum Interbanken-Geldmarkt war beeinträchtigt. Neue grenzüberschreitende Kredite wurden nicht mehr gewährt, während zuvor gegebene Kredite zurückzahlen waren. Die Liquiditätsprobleme wurden durch Kapitalabzüge privater Anleger noch verschärft. Die betroffenen Geschäftsbanken mussten verstärkt auf Finanzierung durch die jeweilige Zentralbank zurückgreifen. Die nationalen Zentralbanken stellten diese Finanzierung in Form von Zentralbankgeld zur Verfügung, das von der EZB geschaffen wird. Im Ergebnis

wiesen die Zentralbanken der Krisenländer Target2-Verbindlichkeiten gegenüber der EZB auf. Auf der Aktiva-Seite ihrer Bilanzen stieg gleichzeitig die Position Liquiditätsbereitstellung durch geldpolitische Operationen des Eurosystems. Umgekehrt entstanden in den Ländern, in die das Kapital fließt, steigende Target2-Forderungen der Zentralbanken gegenüber der EZB (EZB, 2011).

Man kann festhalten, dass im Zeitraum 2011 bis 2012 der Anstieg der Target2-Salden hauptsächlich auf die Austrocknung privater Kapitalflüsse in einige Länder der Eurozone zurückzuführen war. Die fehlenden Mittel mussten die Zentralbanken dieser Länder durch den Rückgriff auf Zentralbankgeld ausgleichen. Während der Staatsschuldenkrise kam es zu einem nachfragebedingten Anstieg der Überschussliquidität, da die Banken ihre Finanzierungsquellen auf den ausgetrockneten Geldmärkten durch Finanzierung über das Eurosystem ersetzen mussten. Die anfängliche Bereitstellung von Liquidität über Refinanzierungsgeschäfte ist Target2-neutral. Die Liquidität wird der beantragenden Bank mittels einer Gutschrift auf ihr Girokonto bei der nationalen Zentralbank im betreffenden Land zugeteilt. Die Durchführung der Refinanzierungsgeschäfte umfasst keine grenzüberschreitenden Zahlungen und ist somit Target2-neutral. Wegen der starken Marktspannungen wurde diese Liquidität aber anschließend von Ländern, in denen die Marktteilnehmer höhere Ausfallrisiken sahen, in als sicher eingestufte Länder umgeschichtet. Dies führte zu einem Anstieg der Target2-Verbindlichkeiten auf der einen Seite bzw. Target2-Forderungen auf der anderen Seite (EZB, 2017).

Im Zuge des Abflauens der europäischen Staatsschuldenkrise kam es zu einer Verringerung der Target2-Salden. Seit Herbst 2014 ist ein erneuter Anstieg zu beobachten. Dieser hängt mit der Politik der quantitativen Lockerung der EZB zusammen. Anders als in den Jahren 2011 und 2012 ist die erneute Zunahme der Überschussliquidität seit dem Start des erweiterten Anleihekaufprogramms nicht nachfrage-, sondern überwiegend angebotsbedingt. Sie resultiert stärker aus Wertpapierkäufen des Eurosystems und nicht aus einer stressbedingten Inanspruchnahme von Refinanzierungsgeschäften. Das APP und darunter insbesondere das PAPP verursacht steigende Target2-Salden, indem es zu umfangreichen grenzüberschreitenden Liquiditätsströmen führt, die einerseits mit der Durchführung des Ankaufsprogramms und andererseits über weitere Portfolioumschichtungen entstehen. Die Umsetzung des APP kann unmittelbare grenzüberschreitende Zahlungen beinhalten, da auch Geschäftspartner außerhalb des Sitzes der durchführenden nationalen Zentralbank und sogar Geschäftspartner mit Sitz außerhalb der Eurozone beteiligt sein können. Laut EZB (2017) sind an volumenmäßig rund 80% aller im Rahmen des APP durchgeführten Käufe ausländische Geschäftspartner beteiligt, wobei bei etwa 50% die Geschäftspartner ihren Sitz außerhalb der Eurozone haben, viele davon im Vereinigten Königreich. Geschäftspartner außerhalb der Eurozone haben über große Finanzzentren der Eurozone auf Target2 zugegriffen, vor allem über Deutschland und zum Teil auch die Niederlande. Die Abwicklung von Transaktionen im Rahmen des APP ist daher mit strukturellen grenzüberschreitenden Mittelströmen zu diesen Standorten verbunden, was dort zu einem Anstieg der Target2-Forderungen führt (EZB, 2017). Darüber hinaus führen auch Portfolioumschichtungen nach der Durchführung der Wertpapierankäufe zu einem Anstieg der Target2-Salden. Da die Renditen von Anleihen von Emittenten in der Eurozone niedriger sind als jene aus anderen Industrieländern, etwa den USA, kam es seit dem Start des APP zu einer breitflächigen Umschichtung hin zu Wertpapieren von Emittenten von außerhalb der Eurozone. Bei solchen internationalen Portfoliorestrukturierungen sind in der Regel Akteure mit Sitz in den großen Finanzzentren der Eurozone zwischengeschaltet, was zur Akkumulation von Währungsreserven an bestimmten Standorten (vor allem Luxemburg) und zum Fortbestehen der Target2-Salden beiträgt. Im Gegensatz zu früheren Ursachen ist also der erneute Anstieg der Target2-Salden seit 2014 überwiegend der dezentralen Umsetzung des Wertpapierankaufprogramms des Eurosystems zuzuschreiben (EZB, 2017).

Zu einer ähnlichen Einschätzung kommen Eisenschmidt et al. (2017). Auf Basis einer Panel-Schätzung mit Quartalszahlen über den Zeitraum 1999 bis 2016 stellen sie fest, dass sich die Faktoren, die den Anstieg der Target2-Salden seit Beginn des APP-Programms treiben, von den

Faktoren in früheren Zeiträumen unterscheiden. Der jüngste Anstieg der Überschussliquidität, der dem Wiederanstieg der Target2-Salden zugrunde liegt, ist auch nach dieser Analyse hauptsächlich angebotsbedingt. Im Gegensatz dazu war der Anstieg der Target2-Salden während der Staatsschuldenkrise auf den nachfragebedingten Anstieg der Überschussliquidität zurückzuführen, da die Banken wegen der Friktionen bei Bankfinanzierungen und Interbankengeldmärkten marktbasiertere Refinanzierungen durch Zentralbankkredite ersetzen mussten. Mit Blick auf die Zukunft sollten eine Normalisierung der Zentralbankbilanzen und die damit einhergehende Verringerung der Überschussliquidität zu einem erheblichen Abbau der Target2-Salden führen.

## 6 Stellen Target2-Salden ein finanzielles Risiko dar?

Sinn (2012a) sieht in den hohen Target2-Forderungen der Deutschen Bundesbank ein finanzielles Risiko. Festzuhalten ist allerdings zunächst, dass die Target2-Salden kein zusätzliches finanzielles Risiko beinhalten, solange die Eurozone bestehen bleibt. Was geschieht aber beim Austritt eines Landes mit Target2-Verbindlichkeiten oder gar einem kompletten Zerfall der Eurozone? Dieser Frage wird im Folgenden nachgegangen.

Beim Austritt eines Landes aus der Eurozone ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass die Geschäftsbanken des austretenden Landes ihren Verpflichtungen in Euro nicht mehr nachkommen können, da sie vermutlich von ihrer Zentralbank zwar die neue Landeswährung, aber keine Euro erhalten können und sich auch auf den privaten Kapitalmärkten kaum in Euro finanzieren könnten. Die Geschäftsbanken des austretenden Landes könnten daher die auslaufenden geldpolitischen Geschäfte in Euro möglicherweise nicht zurückzahlen. Da diese Geschäfte nach den gemeinsamen Regeln des Eurosystems getätigt wurden, wären die Verluste in diesem Fall gemeinsam anteilig zu tragen. Die Forderungen aus dem geldpolitischen Geschäft und die Target2-Forderungen gegenüber der Zentralbank des ausgetretenen Landes müssten dementsprechend abgeschrieben werden. Der Verlust wäre aber im geldpolitischen Geschäft mit dem Bankensystem und nicht durch die Target2-Verbindlichkeiten entstanden. Die Target2-Salden stellen insofern kein eigenständiges geldpolitisches Risiko dar. Wohl aber gehen von der zugrundeliegenden reichlichen Liquiditätsbereitstellung Verlustrisiken aus, falls die Schuldner, also die Emittenten der zugrundeliegenden Wertpapiere, ihren Verpflichtungen nicht mehr nachkommen können (Jobst et al., 2012).

Ähnlich argumentiert Cour-Thimann (2014). Auch sie stellt fest, dass nicht die Target2-Salden selbst, sondern die zugrundeliegenden geldpolitischen Geschäfte Risiken implizieren. Diese sind aber kaum vermeidbar, weil Geldschöpfung durch den Ankauf von Wertpapieren erfolgt, die einem gewissen Ausfallrisiko des Emittenten ausgesetzt sind. Risiken entstanden zuletzt im Rahmen des Wertpapier-Ankaufprogramms also nicht durch das damit verbundene Anschwellen der Target2-Salden einiger Zentralbanken, sondern durch die Ausweitung der akzeptierten Wertpapierklassen.

Für die Beurteilung des finanziellen Risikos im Zusammenhang mit den Target2-Salden ist es wichtig zu beachten, dass es sich bei den Target2-Salden jeder nationalen Zentralbank um Forderungen gegenüber der EZB handelt, und nicht gegenüber einer oder mehrerer der anderen nationalen Zentralbanken. Dies liegt daran, dass die nationalen Zentralbanken der Eurozone, wie oben beschrieben, nicht direkt miteinander Geschäfte tätigen, sondern ausschließlich mit der EZB. Die Target2 Kredite sind allerdings ungesichert. Falls die Eurozone insgesamt bestehen bleibt, aber ein einzelnes Land ausscheidet, müsste jede der verbleibenden nationalen Zentralbanken Verluste aus den Netto-Verbindlichkeiten des ausscheidenden Landes gemäß dem jeweiligen Kapitalschlüssel an der EZB tragen. Die Netto-Verbindlichkeiten beinhalten neben den Target2-Verbindlichkeiten auch mögliche negative Salden aus der Anpassung des Banknotenumlaufs (Rahbari et al., 2015).

Tabelle 1 zeigt den Kapitalschlüssel der EZB. Das Kapital der EZB stammt von den nationalen Zentralbanken aller Mitgliedstaaten der Europäischen Union und beläuft sich auf 10,8 Mrd. Euro.

Der Anteil der nationalen Zentralbanken an diesem Kapital wird mithilfe eines Schlüssels berechnet, der dem Anteil des jeweiligen Landes an der Bevölkerung und dem Bruttoinlandsprodukt der EU entspricht. Diese beiden Faktoren werden bei der Berechnung gleich gewichtet. Die EZB passt die Kapitalanteile alle fünf Jahre und immer dann an, wenn ein neues Land der EU beiträgt. Die bisher letzte Anpassung erfolgte am 1. Januar 2015. In der Tabelle sind nur die Kapitalanteile der Zentralbanken der Eurozonen-Länder aufgeführt, da nur diese Ansprüche auf die Gewinne haben und an möglichen Verlusten beteiligt sind.<sup>3</sup> Die letzte Spalte berücksichtigt, dass mögliche Verluste der EZB nur von den nationalen Zentralbanken des Eurosystems, nicht aber von den Zentralbanken der übrigen EU-Länder getragen werden müssen. Letztere sind aber mit knapp 30% am EZB-Kapital beteiligt.

**Tabelle 1: Kapitalanteile an der EZB seit 1.1.2015**

Nationale Zentralbank	Kapital (Mio. Euro)	Kapital- schlüssel	Bereinigter Kapitalschlüssel
Nationale Bank van België(Belgien)	268,22	2,48%	3,52%
Deutsche Bundesbank (Deutschland)	1.948,21	18,00%	25,6%
Eesti Pank (Estland)	20,87	0,19%	0,27%
Central Bank of Ireland (Irland)	125,65	1,16%	1,65%
Bank of Greece (Griechenland)	220,09	2,03%	2,89%
Banco de España (Spanien)	957,03	8,84%	12,56%
Banque de France (Frankreich)	1.534,90	14,18%	20,14%
Banca d'Italia (Italien)	1.332,64	12,31%	17,49%
Central Bank of Cyprus (Zypern)	16,38	0,15%	0,21%
Latvijas Banka (Lettland)	30,54	0,28%	0,40%
Lietuvos bankas (Litauen)	44,73	0,41%	0,59%
Banque centrale du Luxembourg (Luxemburg)	21,97	0,20%	0,29%
Central Bank of Malta (Malta)	7,01	0,06%	0,09%
De Nederlandsche Bank (Niederlande)	433,38	4,00%	5,69%
Oesterreichische Nationalbank (Österreich)	212,51	1,96%	2,79%
Banco de Portugal (Portugal)	188,72	1,74%	2,48%
Banka Slovenije (Slowenien)	37,40	0,35%	0,49%
Národná banka Slovenska (Slowakei)	83,62	0,77%	1,10%
Suomen Pankki – Finlands Bank (Finnland)	136,01	1,26%	1,78%
<b>Summe Eurosystem</b>	<b>7.619,88</b>	<b>70,39%</b>	<b>100,00%</b>
<b>Andere NZBen</b>	<b>3.205,12</b>	<b>29,61%</b>	
<b>Insgesamt</b>	<b>10.825,01</b>	<b>100,00%</b>	

Bemerkungen: Die letzte Spalte berücksichtigt, dass mögliche Verluste der EZB nur von den nationalen Zentralbanken des Eurosystems, nicht aber von den Zentralbanken der übrigen EU-Länder getragen werden müssen. Letztere sind aber mit knapp 30% am EZB-Kapital beteiligt.

Quellen: EZB; eigene Berechnungen und Darstellung.

Nach dem bereinigten Schlüssel müsste also die Deutsche Bundesbank rund ein Viertel der Verluste tragen, sollte ein Land aus der Eurozone ausscheiden und die Target2-Verbindlichkeiten nicht mehr zurückzahlen können. Die Oesterreichische Nationalbank hätte 2,8% der Verluste zu tragen. Die Höhe der Verluste muss aber nicht zwangsläufig den Target2-Verbindlichkeiten der ausscheidenden nationalen Zentralbank entsprechen. Wie erwähnt, resultieren die Target2-Salden aus zugrundeliegenden geldpolitischen Geschäften und grenzüberschreitenden Kapitaltransaktionen. Zwar müssen die Zentralbanken mit Target2-Verbindlichkeiten diese nicht mit Sicherheiten hinterlegen, aber die zugrundeliegende

<sup>3</sup> <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.de.html> (Zugriff am 4.1.2018).

Bereitstellung von Zentralbankgeld erfolgte sehr wohl gegen die Hinterlegung von Sicherheiten in Form von Wertpapieren. Ein Nettoverlust verbleibt also nur dann, wenn die Wertpapiere nur unter ihrem Bilanzwert verkauft werden könnten (Cour-Thimann, 2017).

Auch die Deutsche Bundesbank (2011) argumentiert, dass sich aus dem Anstieg ihrer Target2-Forderungen keine Veränderung ihres finanziellen Risikos ergäbe. Das Risiko sei unabhängig von den Target2 Positionen und entstünde durch die in der Liquiditätsbereitstellung des Eurosystems enthaltenen Risiken. Durch die Ausweitung der Refinanzierungsgeschäfte seit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise sind die Risiken zwar generell gestiegen. Die Bundesbank weist aber ebenfalls darauf hin, dass ein Verlust nur dann eintritt, wenn ein Geschäftspartner des Eurosystems ausfällt und die von ihm hinterlegten Sicherheiten nicht den vollen Wert der damit abgesicherten Refinanzierungsgeschäfte einbringen. Ein solcher Verlust trifft aber das Eurosystem als Ganzes, unabhängig davon, bei welcher nationalen Zentralbank er auftritt. Die Lasten eines solchen Ausfalls würden entsprechend dem Kapitalschlüssel auf die nationalen Zentralbanken verteilt, unabhängig von ihrem jeweiligen Target2-Saldo. Im Februar 2012 warnte jedoch der Präsident der Deutschen Bundesbank Jens Weidmann in einem Brief den EZB-Präsidenten Mario Draghi vor den wachsenden Risiken innerhalb des Target2-Systems. Weidmann schlug eine Besicherung der Forderungen vor.<sup>4</sup>

De Grauwe und Yi (2012) argumentieren, dass auch ein Ausfall der Target2-Forderungen keinen finanziellen Verlust bedeute, da der Wert des Zentralbankgeldes unabhängig von den Forderungen der Notenbank sei. In seiner Replik weist Sinn (2012b) darauf hin, dass ein Ausfall der Target2-Forderungen auch Einnahmeverluste der Bundesbank mit sich bringen würde, da mit der grenzüberschreitenden Übertragung des Refinanzierungskredits über das Target2-System ein Anspruch auf Zinszahlungen verbunden ist. Deren Wegfall würde zu geringeren Transfers der Bundesbank an den Bundeshaushalt führen.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Verluste der verbleibenden Zentralbanken beim Ausscheiden eines Mitgliedslandes aus der Eurozone nicht von den Netto-Forderungen jeder einzelnen verbleibenden Zentralbank, sondern von der Netto-Schuldnerposition des ausscheidenden Landes und dem Kapitalschlüssel der EZB abhängen. Für die Deutsche Bundesbank etwa wäre es unerheblich, wie hoch ihre eigenen Target2-Forderungen beim Ausscheiden z.B. Italiens wären.–Es kommt ausschließlich auf den Anteil der Bundesbank am Kapital der EZB an. Mit diesem Anteil hätte sie mögliche Verluste der EZB mitzutragen.

Anders verhält es sich in einem hypothetischen Szenario einer vollständigen Auflösung der Eurozone. In diesem Fall wären die einzelnen Target2 Positionen der nationalen Zentralbanken tatsächlich ein relevantes Maß für ihre Risikoposition (Cour-Thimann, 2013). Für den Fall eines Auseinanderbrechens der Eurozone gilt es auch zu beachten, dass die Target2-Forderungen einiger Zentralbanken unter anderem dadurch stark gestiegen sind, dass Risiken vom privaten auf den öffentlichen Sektor übertragen wurden. Das Gesamt-Risiko etwa Deutschlands gegenüber den Peripherie-Ländern der Eurozone ist sogar gesunken. Allerdings ist es richtig, dass diesem Transfer des Risikos vom privaten auf den öffentlichen Sektor keine demokratische Entscheidung der Wähler voranging. Zwar handelt es sich bei den Target2-Salden nicht, wie etwa von Sinn (2012a) kritisiert, um versteckte fiskalische Transfers von finanziell soliden hin zu unsoliden Ländern. Gleichwohl besteht bei einem Auseinanderbrechen der Eurozone das Risiko, dass die Zentralbanken der Länder mit Target2-Forderungen diese abschreiben müssen, was letztlich zu Lasten des betreffenden Staatshaushalts gehen würde (Whelan, 2014).

Im Folgenden zeigen Berechnungen, wie hoch die Verluste im Target2-System für die verbleibenden Zentralbanken sein könnten, wenn einzelne Länder aus der Eurozone austreten würden. Den Ausgangspunkt bildet der Stand der Target2 Ende Juni 2018 (Tabelle 2). Da es definitionsgemäß nur dann zu Target2 Verlusten der verbleibenden Mitgliedsländer kommen kann, wenn ein Land mit Target-Verbindlichkeit austritt, beschränkt sich die folgende Analyse auf die Länder mit Target2-Verbindlichkeiten.

---

<sup>4</sup> Spiegel.de 1. März 2012: [Weidmann warnt Draghi vor Bilanzrisiken](#)

Tabelle 2: Target2-Salden Ende Juni 2018 (Mrd. Euro)

Zentralbanken mit Verbindlichkeiten		Zentralbanken mit Forderungen	
Belgien	-7,80	Deutschland	946,67
Griechenland	-43,88	Estland	0,21
Spanien	-392,09	Irland	14,55
Frankreich	-69,72	Zypern	7,52
Italien	-481,13	Luxemburg	211,39
Lettland	-6,76	Malta	3,42
Litauen	-6,06	Niederlande	123,26
Österreich	-46,05	Slowakei	10,02
Portugal	-81,58	Finnland	62,17
Slowenien	-0,09	Extra-Euroraum	3,22

Quellen: EZB; eigene Berechnungen und Darstellung.

Wenn nun ein Land mit Target-Verbindlichkeit die Eurozone verlässt, entstehen Verluste in dem Ausmaß, in dem die hinterlegten Sicherheiten nicht vollständig verwertet werden können. Edwards (2015) analysiert 180 Fälle von kompletten oder teilweisen Zahlungsausfällen von Staaten. Er kommt zum Ergebnis, dass sich im Zeitraum 1978 bis 2010 der durchschnittliche Zahlungsausfall über alle Länder betrachtet auf 37% belief. Bei einer Beschränkung auf europäische Staaten belief sich der durchschnittliche Ausfall auf 30%. Im Folgenden wird daher berechnet, wie hoch die Target2 Ausfälle für die anderen Staaten wären, wenn jeweils einer der Staaten mit Target2-Verbindlichkeiten die Eurozone verlassen und sich der Zahlungsausfall auf 30% belaufen würde.

Ferner ist zu berücksichtigen, dass der Kapitalanteil der ausscheidenden Zentralbank auf die übrigen Zentralbanken aufgeteilt werden müsste. Da es hier nur um das Tragen möglicher Verluste beim Austritt einzelner Staaten aus der Eurozone geht, werden nur die Kapitalanteile der Zentralbanken des Eurosystems berücksichtigt, da nur diese an Gewinnen und Verlusten der EZB beteiligt sind. Tabelle 3 zeigt für einen Austritt jedes der 19 Eurozonen-Mitgliedsländer, wie sich die Kapitalanteile der verbleibenden nationalen Zentralbanken verändern würden. Dabei summieren sich die Anteile auf 100%, da eben nur die Kapitalanteile der Zentralbanken des Eurosystems berücksichtigt wurden. So müsste etwa bei einem Austritt Italiens aus der Eurozone sein Anteil von 17,5% auf die übrigen 18 Zentralbanken des Eurosystems aufgeteilt werden. Der Anteil der Oesterreichischen Nationalbank stiege dadurch von 2,79% auf 3,38% des Kapitals aller Mitglieder des Eurosystems.

Im hypothetischen Szenario eines Austritts von Italien aus der Eurozone wären mit Stand Ende Juni 2018 Target2-Verbindlichkeiten von 481,1 Mrd. Euro ausfallgefährdet. Angenommen, die Liquidierung der zugrundeliegenden Aktiva führte zu Verlusten von 30%, dann hätten die verbleibenden 18 Mitgliedstaaten Verluste von rund 144,3 Mrd. zu tragen. Wie aus der entsprechenden Spalte in Tabelle 4 ersichtlich ist, hätten von diesen Verlusten unter Berücksichtigung des bereinigten Kapitalschlüssels (vgl. Tabelle 3) Deutschland bzw. die Deutsche Bundesbank rund 44,7 Mrd. Euro und die Oesterreichische Nationalbank 4,9 Mrd. Euro zu tragen. Auch wenn die Verluste zunächst einmal von den betreffenden Zentralbanken zu tragen wären, wäre letztendlich der Steuerzahler in den jeweiligen Staaten betroffen. Zum Vergleich: Das Bundesbudget von Österreich belief sich im Jahr 2017 auf rund 80,7 Mrd. Euro mit einem Brutto-Steueraufkommen von 83,8 Mrd. Euro. Auf den Bund entfielen davon 51,7 Mrd. Euro. Verluste von 4,9 Mrd. Euro würden also etwa 10% der gesamten Netto-Steuereinnahmen des Bundes in Österreich entsprechen (nach Abzug der Anteile von Ländern und Gemeinden sowie der EU).

Tabelle 3: Kapitalschlüssel der verbleibenden Eurosystem-Zentralbanken beim Austritt einzelner Zentralbanken (in Prozent)

Austretende Zentralbank																			
	BEL	DEU	EST	IRL	GRE	ESP	FRA	ITA	CYP	LVA	LIT	LUX	MLT	NED	AUT	POR	SLO	SVK	FIN
BEL		4,7	3,5	3,6	3,6	4,0	4,4	4,3	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,7	3,6	3,6	3,5	3,6	3,6
DEU	26,5		25,6	26,0	26,3	29,2	32,0	31,0	25,6	25,7	25,7	25,6	25,6	27,1	26,3	26,2	25,7	25,9	26,0
EST	0,3	0,4		0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
IRL	1,7	2,2	1,7		1,7	1,9	2,1	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
GRE	3,0	3,9	2,9	2,9		3,3	3,6	3,5	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	3,1	3,0	3,0	2,9	2,9	2,9
ESP	13,0	16,9	12,6	12,8	12,9		15,7	15,2	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	13,3	12,9	12,9	12,6	12,7	12,8
FRA	20,9	27,1	20,2	20,5	20,7	23,0		24,4	20,2	20,2	20,3	20,2	20,2	21,4	20,7	20,7	20,2	20,4	20,5
ITA	18,1	23,5	17,5	17,8	18,0	20,0	21,9		17,5	17,6	17,6	17,5	17,5	18,5	18,0	17,9	17,6	17,7	17,8
CYP	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3		0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
LVA	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4		0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
LIT	0,6	0,8	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6		0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
LUX	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3		0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
MLT	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
NED	5,9	7,6	5,7	5,8	5,9	6,5	7,1	6,9	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7		5,9	5,8	5,7	5,8	5,8
AUT	2,9	3,7	2,8	2,8	2,9	3,2	3,5	3,4	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	3,0		2,9	2,8	2,8	2,8
POR	2,6	3,3	2,5	2,5	2,6	2,8	3,1	3,0	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,5		2,5	2,5	2,5
SLO	0,5	0,7	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5		0,5	0,5
SVK	1,1	1,5	1,1	1,1	1,1	1,3	1,4	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1		1,1
FIN	1,8	2,4	1,8	1,8	1,8	2,0	2,2	2,2	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	
	<b>100</b>																		

Lesehilfe: Wenn Belgien die Eurozone verlässt, beträgt der Kapitalanteil Deutschlands 26,5%. Quellen: EZB; eigene Berechnungen und Darstellung.

Tabelle 4: Mögliche Verluste bei Austritten verschiedener Länder aus der Eurozone (in Mrd. Euro)

Verlust für	Austritt von									
	Belgien	Griechenland	Spanien	Frankreich	Italien	Lettland	Litauen	Österreich	Portugal	Slowenien
<b>Belgien</b>		-477,2	-4,735,2	-921,9	-6,157,7	-71,7	-64,3	-500,2	-883,4	-1,0
<b>Deutschland</b>	-620,0	-3,466,2	-34,393,6	-6,696,4	-44,725,8	-520,7	-467,2	-3,633,4	-6,416,6	-7,0
<b>Estland</b>	-6,6	-37,1	-368,4	-71,7	-479,1	-5,6	-5,0	-38,9	-68,7	-0,1
<b>Irland</b>	-40,0	-223,5	-2,218,1	-431,9	-2,884,5	-33,6	-30,1	-234,3	-413,8	-0,5
<b>Griechenland</b>	-70,0		-3,885,5	-756,5	-5,052,8	-58,8	-52,8	-410,5	-724,9	-0,8
<b>Spanien</b>	-304,6	-1,702,7		-3,289,5	-21,970,8	-255,8	-229,5	-1,784,9	-3,152,0	-3,4
<b>Frankreich</b>	-488,5	-2,730,8	-27,097,1		-35,237,3	-410,2	-368,1	-2,862,6	-5,055,3	-5,5
<b>Italien</b>	-424,1	-2,371,0	-23,526,5	-4,580,6		-356,2	-319,6	-2,485,4	-4,389,2	-4,8
<b>Zypern</b>	-5,2	-29,1	-289,1	-56,3	-376,0	-4,4	-3,9	-30,5	-53,9	-0,1
<b>Lettland</b>	-9,7	-54,3	-539,1	-105,0	-701,1		-7,3	-57,0	-100,6	-0,1
<b>Litauen</b>	-14,2	-79,6	-789,6	-153,7	-1,026,9	-12,0		-83,4	-147,3	-0,2
<b>Luxemburg</b>	-7,0	-39,1	-387,9	-75,5	-504,5	-5,9	-5,3	-41,0	-72,4	-0,1
<b>Malta</b>	-2,2	-12,5	-123,8	-24,1	-161,0	-1,9	-1,7	-13,1	-23,1	0,0
<b>Niederlande</b>	-137,9	-771,1	-7,650,9	-1,489,6	-9,949,2	-115,8	-103,9	-808,3	-1,427,4	-1,6
<b>Österreich</b>	-67,6	-378,1	-3,751,6	-730,4	-4,878,6	-56,8	-51,0		-699,9	-0,8
<b>Portugal</b>	-60,1	-335,8	-3,331,7	-648,7	-4,332,6	-50,4	-45,3	-352,0		-0,7
<b>Slowenien</b>	-11,9	-66,5	-660,3	-128,6	-858,6	-10,0	-9,0	-69,8	-123,2	
<b>Slowakei</b>	-26,6	-148,8	-1,476,3	-287,4	-1,919,8	-22,3	-20,1	-156,0	-275,4	-0,3
<b>Finnland</b>	-43,3	-242,0	-2,401,0	-467,5	-3,122,3	-36,4	-32,6	-253,7	-447,9	-0,5
<b>SUMME</b>	-2,339,7	-13,165,4	-117,625,8	-20,915,5	-144,338,5	-2,028,4	-1,816,8	-13,814,8	-24,475,1	-27,3

Anmerkung: Zugrunde gelegt wurden die Target2-Verbindlichkeiten Ende Juni 2018 und ein unterstellter Abschreibungssatz von 30% auf die Forderungen der EZB.  
 Quellen: EZB; eigene Berechnungen und Darstellung.

## 7 Wie könnten Target2-Salden begrenzt werden?

Theoretisch bestehen mehrere Möglichkeiten zur Begrenzung der Target2-Salden, entweder ex ante, also bevor sie überhaupt entstehen, oder ex post. Diese Optionen werden im Folgenden diskutiert (vgl. z.B. Cour-Thimann, 2013). Eine Möglichkeit bestünde in einer Zentralisierung der Durchführung der Geldpolitik bei der EZB. Dies könnte die Umsetzung der Geldpolitik im Allgemeinen oder die Verwendung von zentralisierten Instrumenten wie EZB-Schuldverschreibungen betreffen. Wie oben beschrieben, ist in der Eurozone die Geldpolitik zwar insofern zentralisiert, als sie für die gesamte Eurozone gilt, aber durchgeführt wird sie dezentral unter Einschaltung der nationalen Zentralbanken. Als zweite Option käme eine Verschärfung der Anforderungen an die Sicherheiten für die Bereitstellung von Zentralbankgeld in Frage. Auch eine Abkehr von der Vollzuteilung wäre möglich, d.h. dass nicht mehr alle Zentralbankgeldanforderungen der Geschäftsbanken erfüllt würden. Dies würde die Liquiditätsbereitstellung und somit die Höhe der Target2-Salden begrenzen. Drittens könnte eine Übertragung von Vermögenswerten von den nationalen Zentralbanken mit Target2-Verbindlichkeiten an die Zentralbanken mit Target2-Forderungen erwogen werden. Dies würde einen Ausgleich von Target2-Salden ermöglichen, wie von Sinn und Wollmershäuser (2011, 2012a) vorgeschlagen. Als vierte, der dritten ähnliche, Option könnte eine Übertragung der Forderungen von den nationalen Zentralbanken an private Geschäftsbanken erwogen werden. In diesem Fall würden die Forderungen (nicht aber, wie in Option 3, die Sicherheiten) von Zentralbanken mit Target2-Verbindlichkeiten an Zentralbanken mit Target2-Forderungen übertragen werden. Eine fünfte Möglichkeit der Begrenzung von Target2-Salden wäre die Übertragung der Sicherheiten aus der Umsetzung der einheitlichen Geldpolitik oder aus anderen Zentralbankoperationen. Diese Sicherheiten bestehen vor allem aus festverzinslichen Wertpapieren.

Option sechs wäre eine Anpassung des Kapitalschlüssels der EZB abhängig von den Target2-Salden. Da die Zinseinkünfte des Eurosystems nach dem Kapitalschlüssel auf die nationalen Zentralbanken aufgeteilt werden, würden bei dieser Option die Einkünfte der nationalen Zentralbanken mit Target2-Verbindlichkeiten sinken und die Zinseinkommen der Zentralbanken mit Target2-Forderungen steigen. Als Option sieben käme eine Übertragung der Zinseinkommen des Eurosystems an ein zentrales Budget für die Eurozone in Betracht. Wenn die nationalen Zentralbanken und damit die Staatsbudgets nicht mehr die Empfänger der Zinseinkünfte wären, würden negative Anreizwirkungen der den Target2-Salden zugrundeliegenden Geschäfte wegfallen, so das Argument. Eine achte Möglichkeit bestünde in einer Anpassung der Verteilung der Einkünfte des Eurosystems. So könnten die Zinseinkünfte aus den Target2-Forderungen nicht mehr nach dem allgemeinen Kapitalschlüssel an alle nationalen Zentralbanken verteilt werden, sondern nur noch an jene mit Target2-Forderungen. Als neunte Option schlägt Cour-Thimann (2013) eine Erhöhung der Reserveanforderungen für Zentralbanken mit Target2-Verbindlichkeiten vor. Diese müssten dann höhere Beträge als Sicherheiten bei der EZB halten. Schließlich wird als zehnte Option die Durchführung wirtschaftspolitischer Reformen in den Ländern vorgeschlagen, die unter mangelnder Wettbewerbsfähigkeit, Leistungsbilanzdefiziten und Kapitalabflüssen leiden. Solche Reformen sollten das Vertrauen in den Interbankenmarkt stärken und zu einer Verbesserung des institutionellen Rahmens der Währungsunion beitragen. Die Reformen könnten fiskalische Maßnahmen zur Stärkung der Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen, die Umsetzung von Strukturreformen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit umfassen.

Unter den vorgeschlagenen Maßnahmen sind jene, die das Entstehen von Target2-Salden ex ante begrenzen könnten, kaum mit dem Mandat der EZB vereinbar, eine primär auf Preisniveaustabilität ausgerichtete einheitliche Geldpolitik zu betreiben. Sie würden vielmehr die Einführung anderer Ziele neben dem Hauptziel der EZB bedeuten. Maßnahmen, die ex post eine zu starke Ausweitung der Target2-Salden verhindern sollen, wie die Bestrafung der übermäßigen Abhängigkeit von Zentralbankfinanzierung, hätte einige Vorteile, wäre aber schwierig in der Praxis umzusetzen, vor allem in einer Liquiditätskrise auf dem

Interbankenmarkt. Maßnahmen zur Anpassung der Verteilung der Zinseinkünfte würden wohl die Inanspruchnahme von Zentralbankfinanzierung und damit das Anwachsen von Target2-Verbindlichkeiten nicht nennenswert begrenzen (Cour-Thimann, 2013).

Am vielversprechendsten erscheint daher eine Bekämpfung der Ursachen für Leistungsbilanzdefizite und Kapitalflucht. Die bereits eingeleiteten Reformen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit der Staaten sowie zur Etablierung einer Bankenunion mit dem Ziel der Verringerung des systemischen Risikos im Bankensektor und zur Stärkung des Vertrauens in das Bankensystem sollten zur Verringerung von systematischen grenzüberschreitenden Kapitalflüssen in der Eurozone beitragen (Keuschnigg, 2014; Weyerstraß, 2014). Damit sollten sich auch die Target2-Salden zurückbilden. Auch die absehbare Normalisierung der Geldpolitik der EZB, insbesondere mit Blick auf das Wertpapierankaufprogramm, sollte eine Verringerung der Target2-Salden mit sich bringen.

## 8 Vergleich mit dem System der Federal Reserve

Wie das Eurosystem, ist auch das US-amerikanische Federal Reserve System (Fed) dezentral aufgebaut. Der Verwaltungsrat (Board of Governors) arbeitet mit Zentralbanken in den 12 Fed-Distrikten zusammen. Es bestehen einige Ähnlichkeiten hinsichtlich der Aufgabenverteilung zwischen dem Eurosystem und dem Fed-System, aber auch wichtige Unterschiede. Insbesondere werden in den USA nur durch eine Distrikt-Fed, nämlich die von New York, Offenmarktgeschäfte durchgeführt, während in der Eurozone alle nationalen Zentralbanken die Offenmarktgeschäfte tätigen. Distriktübergreifende Zahlungen zwischen Geschäftsbanken in den USA werden von den betreffenden Distrikt-Fed unter Nutzung eines als Fedwire bezeichneten Zahlungssystems durchgeführt. Dadurch entstehen Interdistrikt-Salden ähnlich den Target2-Salden im Eurosystem. Anders als im Eurosystem, werden in den USA diese Salden einmal jährlich, jeweils im April, zumindest weitgehend ausgeglichen. Dabei wird das Eigentum an den Sicherheiten, die das Fed-System im Rahmen der Offenmarktoperationen erworben hat, unter den Distrikt-Zentralbanken aufgeteilt (Whelan, 2014). Es stellt sich die Frage, ob dieses System der Übertragung von Sicherheiten nicht, wie auch von manchen Kritikern der hohen Target2-Salden vorgeschlagen, auf das Eurosystem übertragen werden kann.

Bei dem System des Saldenausgleichs im Federal Reserve System handelt es sich um ein Erbe aus dem Gold-Standard in der Zwischenkriegszeit. Im Gold-Standard musste jede Geldbewegung zwischen den Distrikten durch eine gegenläufige Goldübertragung abgesichert werden. Heute findet diese Sicherheiten-Übertragung nicht mehr täglich, aber doch regelmäßig einmal jährlich statt. Im Eurosystem ist eine ähnliche Übertragung von Sicherheiten nicht vorgesehen, weil das Eurosystem wesentlich jünger als das Fed-System ist und daher das Eurosystem, anders als das Fed-System, keine Elemente des heute nicht mehr relevanten Gold-Standards beinhaltet (Cour-Thimann, 2012).

Drei Unterschiede erklären, warum ein solches Saldenausgleichssystem in der Eurozone schwierig umzusetzen wäre. Erstens fließen in den USA die Gewinne der regionalen Feds an das zentrale US-Budget. Im Gegensatz dazu fließen in der Eurozone die Gewinne des Eurosystems an die Budgets aller Eurozonen-Mitgliedstaaten. Zweitens wird im Rahmen des Federal Reserve Systems die gemeinsame Geldpolitik zentral von einer einzigen Distrikt-Fed (jener von New York) durchgeführt. In der Eurozone führen alle nationalen Zentralbanken die Refinanzierungsgeschäfte mit den in ihrem Land ansässigen Geschäftsbanken durch. Drittens wird in den USA die Geldpolitik überwiegend durch Wertpapierkäufe und -verkäufe umgesetzt. In der Eurozone erfolgt der Großteil der Umsetzung durch Wertpapierpensionsgeschäfte, d.h. eine zeitlich befristete Kreditvergabe gegen Sicherheiten (Cour-Thimann, 2012).

## 9 Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Hatten die Target2-Salden bis 2007 keine nennenswerte Größenordnung erreicht und waren in der öffentlichen und wirtschaftspolitischen Debatte nicht präsent, änderte sich dies mit

Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise schlagartig. Das Target2-System bzw. dessen Vorgänger wurde im Jahr 1999 mit Rücksicht darauf gegründet, dass die einheitliche Geldpolitik in der Eurozone dezentral von den nationalen Zentralbanken durchgeführt wird. Nach Ausbruch der Finanzkrise und vor allem im Zusammenhang mit der Staatsschuldenkrise in Jahren 2011 und 2012 stiegen die Target2-Forderungen insbesondere der Deutschen Bundesbank stark an, während auf der anderen Seite Griechenland, Irland, Portugal und Spanien hohe Target2-Verbindlichkeiten aufwiesen. Nach einer vorübergehenden Beruhigung kam es ab Ende 2014 zu einem neuerlichen Anstieg der Target2-Salden.

Empirische Untersuchungen weisen darauf hin, dass zwischen den Ländern und im Zeitablauf unterschiedliche Triebkräfte für den Aufbau der Target2-Salden verantwortlich waren. Bis zum Jahr 2007 bestand nach diesen Analysen kein Zusammenhang zwischen den Leistungsbilanzsalden und der Entwicklung der Target2-Salden. Nach 2007 wurde dieser Zusammenhang aber statistisch und ökonomisch signifikant. Im Zusammenhang mit der Krise kam es zu einem plötzlichen Stopp der Finanzierung von Leistungsbilanzungleichgewichten durch privates Kapital, das durch Rückgriffe auf Zentralbankfinanzierung ausgeglichen werden musste. Im Fall Irlands war die Ursache für das Entstehen von Target2-Verbindlichkeiten weniger ein Leistungsbilanzdefizit als vielmehr Kapitalflucht aus dem Bankensystem. Die Entstehung von Target2-Salden war in diesem Zeitraum jedenfalls primär nachfragebedingt. Seit dem Start des erweiterten Anleihekaufprogramms der EZB im Herbst 2014 kam es angebotsbedingt zu einem Anstieg der Target2-Salden. Das Wertpapierankaufprogramm führt zu umfangreichen grenzüberschreitenden Liquiditätsströmen.

Finanzielle Verlustrisiken ergeben sich für die Länder mit Nettoforderungen nicht aus den Target2-Salden selbst, sondern aus den zugrundeliegenden Kredit- und Refinanzierungsgeschäften. Falls jedoch ein Land aus der Eurozone austritt oder die Eurozone sogar vollständig zerbricht, ist es wahrscheinlich, dass größere Verluste entstehen. Beim Austritt eines Mitgliedslandes müssten die Nettoforderungen der EZB gegenüber der Zentralbank des betreffenden Landes wohl zu einem großen Teil abgeschrieben werden. Die Verluste würden nach dem Kapitalschlüssel der EZB auf die verbleibenden Zentralbanken des Eurosystems aufgeteilt, unabhängig von deren jeweiligem Target2-Saldo. Bei einem vollständigen Auseinanderbrechen der Eurozone würden wohl die Vermögenswerte ebenfalls nach dem Kapitalschlüssel auf die nationalen Zentralbanken aufgeteilt und anschließend liquidiert. Mögliche Verluste wären wiederum von allen Zentralbanken zu tragen.

Im Gegensatz zum US-amerikanischen Federal Reserve System ist im Eurosystem kein regelmäßiger Ausgleich der Salden im Target2-System oder eine Übertragung von Sicherheiten vorgesehen. Die meisten der diskutierten Optionen zur Begrenzung der Target2-Salden stünden dem Mandat der EZB oder der dezentralen Durchführung der gemeinsamen Geldpolitik im Wege. Am vielversprechendsten dürfte daher eine Bekämpfung der Ursachen für das Entstehen von Target2-Salden sein. Reformen zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit der Mitgliedstaaten sollten zu einer Verringerung der Leistungsbilanzungleichgewichte beitragen. Die europäische Bankenunion dürfte ebenso wie ein Abbau der Budgetdefizite das Vertrauen in die Geld- und Kapitalmärkte der ehemaligen Krisenländer stärken und so einem massiven Abfluss privaten Kapitals entgegenwirken. Schließlich dürfte eine Normalisierung der Geldpolitik, also eine Verringerung von Überschussliquidität und ein Auslaufen des Wertpapierankaufprogramms der EZB, zu einer deutlichen Verringerung der Target2-Salden führen. Im Juni 2018 kündigte die EZB an, ab Oktober 2018 das Volumen der monatlichen Nettoankäufe von Wertpapieren auf 15 Mrd. Euro zu halbieren und das Programm Ende 2018 auslaufen zu lassen. Die EZB plant gleichwohl noch nicht eine Reduktion ihrer Bilanzsumme. Enden sollen lediglich die Nettokäufe, Rückflüsse aus auslaufenden Anleihen im Bestand der EZB werden auch weiterhin durch neue Käufe ersetzt werden. Das Gesamtvolumen soll jedoch ab 2019 nicht weiter steigen. Mit einem Abbau der Target2-Salden, die auf die Nettokäufe von Wertpapieren im Rahmen der Ankaufprogramme zurückzuführen sind, ist erst dann zu rechnen, wenn auch die Rückflüsse nicht mehr reinvestiert werden.

## Literatur

- Auer, R. (2014), What drives TARGET2 balances? Evidence from a panel analysis, *Economic Policy* 29, 139–197.
- Buiter, W.H., Rahbari, E., Michels, J. (2011), *The implications of intra-euro area imbalances in credit flows*, CEPR Policy Insight No. 57.
- Cecchetti, S.G., McCauley, R.N., McGuire, P.M. (2012), *Interpreting TARGET2 balances*, BIS Working Papers No 393.
- Cour-Thimann, P. (2013), *Target Balances and the Crisis in the Euro Area*, CESifo Forum No. 14. Special Issue.
- Deutsche Bundesbank (2011), *Entwicklung des Target2-Saldos der Bundesbank*, Monatsbericht März 2011, 34–37.
- De Grauwe, P., Ji, Y. (2012), *What Germany should fear most is its own fear*, VOX, 18. September 2012.
- Edwards, S. (2015), Sovereign Default, Debt Restructuring, and Recovery Rates: Was the Argentinean “Haircut” Excessive? *Open Economies Review* 26, 839–867.
- Eisenschmidt, J., Kedan, D., Schmitz, M., Adalid, R. (2017), *The Eurosystem’s asset purchase programme and TARGET balances*, ECB Occasional Paper Series No. 168.
- Europäische Zentralbank (EZB) (2018), *TARGET Annual Report 2017*.
- Europäische Zentralbank (EZB) (2017), *Das EZB-Programm zum Ankauf von Vermögenswerten und die TARGET-Salden: Umsetzung der Geldpolitik und andere Aspekte*, EZB-Wirtschaftsbericht 3/2017, Kasten 1.
- Europäische Zentralbank (EZB) (2011), *TARGET2 balances of national central banks in the euro area*, ECB Monthly Bulletin 10/2011, Box 4.
- Jobst, C., Handig, M., Holzfeind, R. (2012), *TARGET verstehen – Das Zahlungsverkehrssystem TARGET2 aus volkswirtschaftlicher und bilanzieller Sicht*, OeNB: Geldpolitik & Wirtschaft Q1/2012, 86-97.
- Keuschnigg, C. (2014), *Bankenunion*, IHS Standpunkt Nr. 17, Wien.
- Keuschnigg, C., Weyerstrass, K. (2016), Macroeconomic Adjustment and Reforms in the Euro Area. In: Guderzo, M., Bosco, A. (Hrsg.), *A Monetary Hope for Europe. The Euro and the Struggle for the Creation of a New Global Currency*, Firenze University Press, 99-124.
- Nasir, M. A., Lauretta, E. (2017), *A Treatise on the TARGET2 Imbalances & Stagnation in Europe*, <https://ssrn.com/abstract=3010230>.
- Rahbari, E., Buiter, W., Montilla, A. (2015), *What Does the ECB Have To Lose on Greece? (And A Refresher On ELA And Target2)*, Citi Research: Global Economics View.
- Sinn, H.W. (2012a), *Die Target-Falle. Gefahren für unser Geld und unsere Kinder*, Hanser-Verlag, München.
- Sinn, H.W. (2012b), *TARGET losses in case of a euro breakup*, VOX, 22. Oktober 2012.
- Sinn, H W (2011a), *Tickende Zeitbombe*, Süddeutsche Zeitung, Nr. 77, 2. April.
- Sinn, H W (2011b), *Neue Abgründe*, Wirtschaftswoche, Nr. 8, 21. Februar.
- Sinn, H W (2011c), *The ECB’s Secret Bailout Strategy*, Project Syndicate, April.
- Sinn, H W (2011d), *Deep Chasms*, ifo Standpunkt Nr. 122, 29. März.
- Sinn, H-W (2011e), *The ECB’s stealth bailout*, VoxEU.org, 1 June.

Sinn, H.-W., Wollmershäuser, T. (2011), *Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility*, CESifo Working Paper No. 3500.

Sinn, H.-W., Wollmershäuser, T. (2012a), *Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility*, *International Tax and Public Finance* 19, 468–508.

Sinn, H.-W., Wollmershäuser (2012b), *Target balances and the German financial account in light of the European balance-of-payments crisis*, CESifo Working Paper No. 4051.

Steinkamp, S., Westermann, F. (2012), *On creditor seniority and sovereign bond prices in Europe*, CESifo Working Paper Series 3944.

Weyerstraß, K. (2014), *Reformen stärken den Euroraum*, IHS-Policy Brief Nr. 5.

Whelan, K. (2014), *TARGET2 and Central Bank Balance Sheets*, *Economic Policy*, 79-137.

---

---

## Wirtschaftspolitisches Zentrum WPZ

---

---

*Forschung und Kommunikation auf Spitzenniveau für Politik, Wirtschaft und Gesellschaft*

Das Wirtschaftspolitische Zentrum (WPZ) ist eine Initiative der Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie (FGN-HSG) an der Universität St. Gallen und ist folgenden Aufgaben gewidmet:

- Spitzenforschung mit Anwendungsbezug
- Wissenstransfer in die wirtschaftspolitische Praxis
- Förderung der wissenschaftlichen Nachwuchstalente
- Information der Öffentlichkeit

Unsere Aktivitäten in der Forschung reichen von wegweisenden Studien in Kooperation mit international führenden Wissenschaftlern bis hin zu fortlaufenden wirtschaftspolitischen Kommentaren. Damit wollen wir die wirtschaftspolitische Diskussion mit grundlegenden Denkanstößen beleben und eine konsequente Reformagenda für Österreich entwickeln, um die großen Herausforderungen besser zu lösen. Die Erkenntnisse und Ergebnisse der modernen Theorie und empirischen Forschung sollen zugänglich aufbereitet und kommuniziert werden, damit sie von Entscheidungsträgern und der Öffentlichkeit wahrgenommen und genutzt werden können und für die politische Entscheidungsfindung Relevanz entwickeln.

Wir freuen uns, wenn Sie unsere Initiativen unterstützen und das WPZ weiterempfehlen. Informieren Sie sich auf [www.wpz-fgn.com](http://www.wpz-fgn.com) über unsere Aktivitäten, folgen Sie uns auf [www.facebook.com/dasWPZ](https://www.facebook.com/dasWPZ) und kontaktieren Sie uns unter [office@wpz-fgn.com](mailto:office@wpz-fgn.com).

---

---

**Wirtschaftspolitisches Zentrum | [www.wpz-fgn.com](http://www.wpz-fgn.com) | [office@wpz-fgn.com](mailto:office@wpz-fgn.com)**

---

---