

**IfW-Box 2016.5**

**Zum Wiederanstieg der TARGET-Salden**

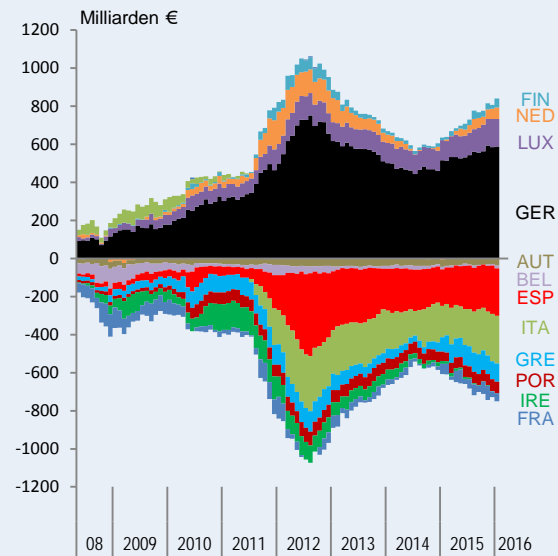
*Jens Boysen-Hogrefe, Stefan Kooths und Ulrich Stolzenburg*

TARGET-II bezeichnet das zwischen den nationalen Zentralbanken des Euroraums bestehende Verrechnungssystem zum Ausgleich von Zahlungsbilanzrelevanten Liquiditätssalden zwischen den Mitgliedsländern. Neutralisieren sich die von den Marktakteuren vorgenommenen grenzüberschreitenden Leistungs- und Kapitalströme zwischen den Euro-Ländern nicht, so werden die Salden durch die jeweilige Zentralbank ausgeglichen. So führt ein Nettoliquiditätsabfluss eines Landes zu einem TARGET-Defizit gegenüber dem übrigen Euroraum, während bei einem Nettoliquiditätszufluss ein entsprechender TARGET-Überschuss entsteht. Konzipiert war dieses System ursprünglich zur technischen Abwicklung der im täglichen Wirtschaftsverkehr auftretenden kurzfristigen Liquiditätssalden.

Im Zuge der Euro-Krise schwollen die TARGET-Salden jedoch massiv an, und das System entwickelte sich zu einem Mechanismus zur fortdauernden monetären Zahlungsbilanzfinanzierung (Kooths und van Roye 2012). Starke Bewegungen im TARGET-System können als Krisenbarometer für das Eurosystem interpretiert werden, weil sie auf eine divergierende Einschätzung der Stabilität der nationalen Finanzsysteme durch die Marktteilnehmer hinweisen. TARGET-Defizite eines Krisenlandes spiegeln dann Kapital- und Liquiditätsflucht (hierzu zählen auch verstärkte Barabhebungen) wider, die sich im als solventer geltenden Kern des Währungsraums spiegelbildlich als TARGET-Überschüsse zeigen. Je länger der Netto-Liquiditätsabfluss in den Krisenländern durch Geldschöpfung der dortigen Zentralbank ersetzt wird, desto länger kann sich der Prozess anschwellender TARGET-Salden fortsetzen. Während sich die TARGET-Salden nach der Einrichtung verschiedener Rettungsmechanismen und flankierender Maßnahmen durch die EZB (OMT-Ankündigung) nach der akuten Phase der Krise im Euroraum zunächst wieder etwas zurückbildeten, stiegen sie seit Mitte 2014 wieder deutlich an (Abbildung 1). Als Erklärung bieten sich vor allem die folgenden Ursachen an:

- (1) Durch die neue Banken-Abwicklungsrichtlinie (BRRD), die bereits im März 2014 beschlossen wurde, sind Guthaben oberhalb einer Grenze von 100 000 Euro unsicherer geworden. Diese können im Fall einer Bankenschieflage anteilig für die Verlustabdeckung

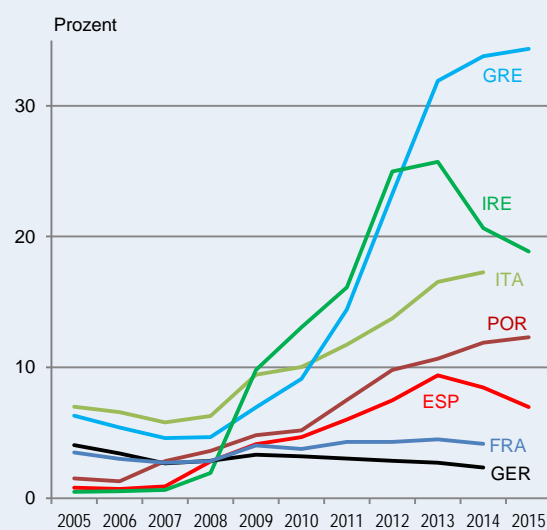
Abbildung 1:  
TARGET-Salden 2008-2016



Monatsdaten, Nettoforderungen gegenüber dem Eurosystem.

Quelle: Europäische Zentralbank.

Abbildung 2:  
Notleidende Kredite 2005–2015



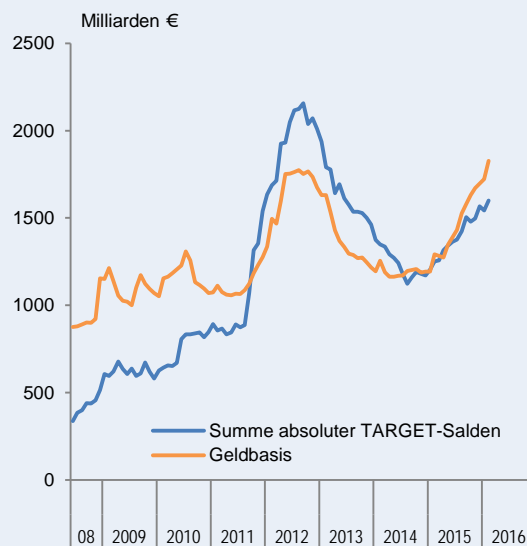
Jahresdaten, in Prozent aller Kredite.

Quelle: Weltbank WDI.

herangezogen werden, wie es bereits im Jahr 2013 in Zypern geschehen ist. Gerade Länder mit ausgeprägten TARGET-Defiziten haben ein eher fragiles Bankensystem, was sich auch im Anteil notleidender Kredite zeigt (Abbildung 2). Es erscheint daher plausibel, dass vorausschauende Akteure das Risiko eines Bail-Ins größerer Guthaben bei dortigen Banken höher einschätzen. Kontoinhaber aus diesen Ländern könnten ihre Bankguthaben im Sinne der Risikovermeidung zu als sicherer geltenden Auslandsbanken transferiert haben (Liquiditätsflucht).

- (2) In der zweiten Hälfte des Jahres 2014 zeichneten sich in Griechenland eine bevorstehende Neuwahl und eine mögliche Regierungsmehrheit unter Führung der Syriza-Partei ab, was im Februar 2015 auch eintrat. Zeitgleich zu dieser Entwicklung setzte ein verstärkter Abzug von Guthaben aus dem griechischen Bankensystem ein, der von einer fortlaufenden Erhöhung der ELA-Notkredite an das griechische Bankensystem begleitet wurde. Zentralbankgeld wurde also fortlaufend neu geschöpft, um das griechische Finanzsystem liquide zu halten, dieses floss jedoch immer wieder zu Lasten der griechischen TARGET-Position ab. Im Juni 2015 gipfelte dieser Prozess darin, dass Kapitalverkehrs-kontrollen und Bargeldbeschränkungen im griechischen Bankensystem eingeführt werden mussten. Insgesamt wurde klar, dass erstens die Gefahr von Staatsschuldenkrisen im Euroraum keinesfalls gebannt war und zweitens, dass Bankguthaben dem Besitzer im Extremfall nicht mehr frei zugänglich sein könnten. Hierdurch könnten Kapital- und Guthabenverlagerungen und somit eine Trendumkehr der vormals rückläufigen TARGET-Salden ausgelöst oder verstärkt worden sein (Kapital- und Liquiditätsflucht).
- (3) Im Rahmen des Quantitative-Easing-Programms kaufen die nationalen Zentralbanken und die EZB seit März 2015 vor allem Staatsanleihen in großem Umfang auf. Den vormaligen Eigentümern der Staatspapiere – so auch den Banken in den Peripherieländern des Euroraums – fließt somit neues Zentralbankgeld zu. Hätten diese Banken ein Liquiditätsproblem, hätten sie dieses auch ohne die zusätzlichen Mittel aus den QE-Programmen im Zuge der von der EZB angebotenen Refinanzierungspolitik befriedigen können. Tatsächlich entsteht durch die zusätzlichen Ankaufprogramme des Eurosystems in großem Umfang Überschussliquidität, die die Verkäufer vor allem dazu nutzen dürften, um Neuanlagen in solchen Vermögensklassen zu tätigen, die als ähnlich risikoarm gelten wie jene Papiere, die sie im Zuge der QE-Programme an das Eurosystem abgeben. In dem Maße, wie Anleihen mit guter Bonität (z.B. Unternehmensanleihen mit geringem Ausfallrisiko) relativ häufiger in den Kernländern des Euroraums zu finden sind, dürften wiederum Geldströme nach Kerneuropa entstehen, die mit entsprechenden TARGET-Salden einhergehen (Kapitalflucht). Hierfür spricht, dass sich die monetäre Basis und die Summe der absoluten Beträge aller TARGET-Salden innerhalb des Eurosystems in einer Weise entwickeln, aus der ein gleichgerichteter Verlauf beider Größen hervorgeht (Abbildung 3).<sup>a</sup> Die Zentralbankkäufe hätten dann den Nebeneffekt anschwellender TARGET-Salden, ohne die Kredit- und Liquiditätsversorgung in den Ländern der Peripherie erkennbar zu stimulieren. Zudem unterhöhlt dieser Vorgang die ursprünglich vorgesehenen nationalen Haftungsregeln der im Zuge der QE-Programme erworbenen Wertpapiere (Boysen-Hogrefe et al. 2016), weil im Falle des Austritts eines Landes aus dem Währungsraum bzw. beim Zusammenbruch des Eurosystems Unsicherheit über den Wert der TARGET-Positionen herrschen dürfte.

Abbildung 3:  
TARGET-Salden und Geldbasis



Monatsdaten.

Quelle: Europäische Zentralbank.

<sup>a</sup>Der Gleichlauf kann hier nur als Indiz und nicht als Kausalität gesehen werden, da durchaus möglich ist, dass steigende TARGET-Salden eine Ausweitung der Geldbasis herbeiführen, wenn z.B. ein länderübergreifender Interbankencredit durch Zentralbankliquidität ersetzt wird.

---

## Literatur

---

- Boysen-Hogrefe, J., S. Fiedler, K.-J. Gern, N. Janssen und S. Kooths (2016). Sovereign bond purchases and risk sharing arrangements: Implications for euro area monetary policy. Monetary Dialog Briefing Paper. Europäisches Parlament. Via Internet (15. März 2016) <<http://www.piiie.com/publications/testimony/ubide201506.pdf>>.
- Kooths, S., van Roye, B. (2012). Nationale Geldschöpfung im Euroraum – Mechanismen, Defekte, Therapie. Kieler Diskussionsbeiträge 508/509. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.