

## Neues Allzeithoch bei Target-Salden

Ulrich Stolzenburg

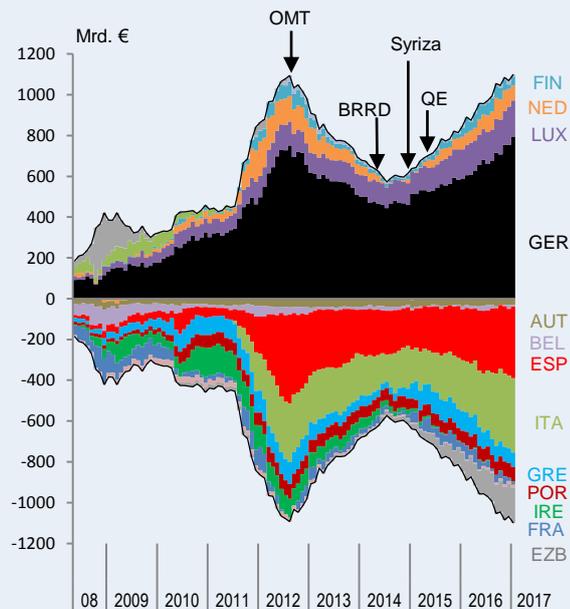
Die Summe aller Forderungen im europäischen Verrechnungssystem „Target 2“ hat im Januar 2017 ein neues Allzeithoch erreicht (Abbildung 1). Mit über 1 100 Mrd. Euro lag die Summe der Target-Überschüsse, die der Summe aller Target-Defizite entspricht, erstmals über dem Höchstwert aus dem Jahr 2012. Auch die Forderung der deutschen Bundesbank an das Eurosystem lag im Februar mit 814 Mrd. € deutlich über dem Höchstwert aus dem Jahre 2012 (ca. 750 Mrd. €).

Im Jahr 2012 stiegen die Risikoaufschläge auf die Anleihezinsen diverser Länder des Euroraums sprunghaft an (Boysen-Hogrefe et al. 2017: Abbildung 8). In diesen Zinsaufschlägen wird das wahrgenommene Risiko eines bevorstehenden Staatsbankrotts sichtbar, die zu einem möglichen Auseinanderbrechen des Euroraums hätten führen können. Diese zunehmende Sorge führte zu einer Liquiditätsflucht aus den peripheren GIIPS-Staaten in die vermeintlich sichereren Bankensysteme Kerneuropas (Kooths und van Roye 2012). Die Ankündigung des OMT-Programms durch die Europäische Zentralbank im Juli 2012 konnte letztlich maßgeblich zur Beruhigung der Lage beitragen, da Investoren im Anschluss das Risiko eines unmittelbaren bevorstehenden Zusammenbruchs des Euroraums deutlich geringer bewerteten. Die vorherige Kapitalflucht konnte dadurch gebremst und zunächst umgekehrt werden, wie auch in den deutlich zurückgehenden Target-Ungleichgewichten sichtbar wird. Die Summe aller Target-Überschüsse (und Defizite) ging zwischenzeitlich auf die Hälfte zurück, also auf etwa 600 Mrd. Euro.

Seit Mitte des Jahres 2014 stiegen die Target-Salden jedoch wieder spürbar an. Im Frühjahr 2016 haben wir drei mögliche Ursachen für diese Entwicklung identifiziert und benannt, die in zeitlicher Nähe zum Wendepunkt bei den Target-Ungleichgewichten standen: Die Banken-Abwicklungsrichtlinie BRRD, die Griechenlandkrise des Jahres 2015, und das Anleihekaufprogramm der Europäischen Zentralbank (Boysen-Hogrefe et al.: [IfW-Box 2016.5](#)). Gegen die BRRD-Richtlinie als Hauptauslöser der inzwischen angehäuften Target-Salden spricht, dass die Richtlinie zwar im Frühjahr 2014 beschlossen, aber erst zum Januar 2016 gesetzlich wirksam wurde. Auch die Griechenlandkrise ist wohl nur eine Erklärung für einen zeitlich begrenzten Anstieg des griechischen Defizits zwischen dem sich abzeichnenden Wahlsieg der Syriza-Partei und der Einführung der Kapitalverkehrskontrollen. Inzwischen ist das griechische Target-Defizit wieder von über 100 auf gut 70 Mrd. € zurückgegangen.

Die derzeit gängige Erklärung für den neuerlichen Anstieg der Target-Salden liegt im Anleihekaufprogramm der Europäischen Zentralbank. Die Anleihekäufe werden zu 80 Prozent von den nationalen Zentralbanken durchgeführt, die lediglich Anleihen ihres eigenen Landes erwerben, und zu 20 Prozent von der EZB durchgeführt, die Anleihen im Verhältnis des Kapitalschlüssels der EZB erwirbt.<sup>a</sup> Nun kaufen die nationalen Zentralbanken die Anleihen jedoch nicht zwangsläufig von Gegenparteien auf, die im selben nationalen Bankensystem angegliedert sind. Kauft beispielsweise die italienische Notenbank eine Anleihe von einer Gegenpartei, die bei der deutschen Bundesbank ein Konto unterhält, so fließt Zentralbankgeld ins deutsche Bankensystem und der deutsche Target-Überschuss schwillt ebenso an wie das italienische

Abbildung 1:  
TARGET-II Salden



Monatsdaten; Nettoforderungen gegenüber dem Eurosystem.

Quelle: Europäische Zentralbank.

Defizit. Auch die EZB kauft ihre Anleihen im Allgemeinen nicht von gleichmäßig verteilten Gegenparteien (gemäß EZB-Kapitalschlüssel) –, sondern sie kauft offenbar viele Anleihen von internationalen Banken, die bei der deutschen Bundesbank als Geschäftspartner registriert sind. Als Folge steigen die Target-Forderungen insbesondere der Bundesbank, genau wie spiegelbildlich die Defizite der EZB und einiger nationaler Zentralbanken. Denkbar ist allerdings auch, dass der Vorbesitzer der aufgekauften Anleihe das zugeflossene Geld lieber bei einer vermeintlich sichereren Bank in einem kerneuropäischen Land anlegt, womit die anschwellenden Target-Salden als Ausdruck einer weiterhin bestehenden finanziellen Fragmentierung des Euroraums gewertet werden könnten. Wahrscheinlich spielen beide Aspekte eine Rolle.

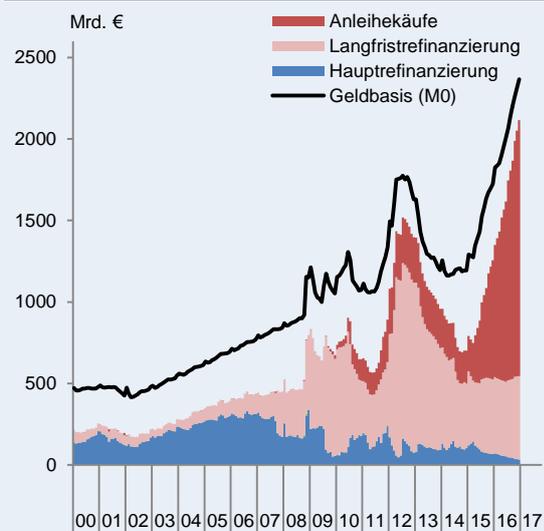
Ein weiterer entscheidender Punkt ist jedoch, dass es derzeit durch eine übermäßige Bereitstellung von Zentralbankgeld kaum möglich ist, dass Target-Ungleichgewichte über Interbankenkredite abgebaut werden. Die europäischen Bankensysteme werden derzeit durch die Anleihekäufe mit Zentralbankliquidität geflutet (Abbildung 2). Bis zur Weltfinanzkrise wurde zusätzliche Liquidität von der EZB insbesondere über Hauptrefinanzierungsgeschäfte (z.B. Repos) in Umlauf gebracht. Zusätzlich gab und gibt es einem Grundbestand an Liquidität im Bankensystem, dem in der Zentralbankbilanz reichlich Gold und Devisen gegenüberstehen (Differenz zwischen den Säulen und der Geldbasis). Die Spitzenrefinanzierungsfazilität spielt vorher wie nachher eine deutlich untergeordnete Rolle. Im Laufe der Krise haben die Hauptrefinanzierungsgeschäfte erheblich an Bedeutung verloren, denn auf diesem Wege kamen im Januar 2017 nur 1,4 Prozent der gesamten Geldbasis in Umlauf (34 Mrd. €) – vor der Krise war es fast die Hälfte. Dagegen haben die langfristigen Refinanzierungsgeschäfte (z.B. aktuell das TLTRO2-Programm) mit 22,2 Prozent der Geldbasis im Januar 2017 (550 Mrd. €) deutlich an Bedeutung gewonnen, genau wie die Anleihekäufe, durch die mehr als zwei Drittel der aktuellen Geldbasis in Umlauf gebracht wurden (1 671 Mrd. €).

Durch die massive Liquiditätsflut besteht derzeit kaum Bedarf, überschüssige Liquidität aus einem Teil des Währungsraums z.B. per kurzfristigen Interbankenkredit in einen anderen Teil zu verlagern. Dies zeigt sich beispielsweise auch darin, dass die Geldbasis im Euroraum seit dem Start des quantitativen Lockerungsprogramms massiv angestiegen ist und fast die Hälfte dieser Zentralbankliquidität offenbar ungenutzt bleibt – sie wird entweder als Überschussreserve oder in der Einlagefazilität geparkt, die gleichermaßen mit dem Einlagenzins von derzeit minus 0,4 Prozent „vergütet“ werden.

Der umlaufende Bargeldbestand als Teil der Geldbasis (Abbildung 3) ist im Zeitverlauf zwar deutlich auf zuletzt 1 100 Mrd. € gestiegen, folgt damit aber einem längerfristigen Trend, denn seit dem Jahr 2000 hat sich der Bargeldumlauf relativ zum nominalen jährlichen Bruttoinlandsprodukt sukzessive in etwa von 5 auf 10 Prozent verdoppelt. Die Mindestreservepflicht wurde im Zuge der Krise halbiert (von 2 auf 1 Prozent). Die Summe aus Einlagefazilität und Überschussreserve lag im Februar 2017 bei 1 200 Mrd. Euro und entspricht damit fast der Hälfte der Geldbasis, mit steigender Tendenz (Abbildung 4). Diese überschüssige Liquidität im Bankensystem liegt praktisch brach und wird ökonomisch nicht genutzt, bestenfalls zur Absicherung der Liquiditätsposition („Angstkasse“).<sup>b</sup>

In einem normalen geldpolitischen Umfeld ohne übermäßige Liquiditätsversorgung wäre zu erwarten, dass überschüssige Liquidität von einem Ort des Bankensystems über einen funktionierenden Interbankenmarkt dorthin gelangt, wo die Liquidität fehlt und tatsächlich gebraucht wird. Ein ökonomischer Anreiz für einen solchen Interbankenkredit zwischen zwei Banken ist grundsätzlich gegeben, denn das Halten überschüssiger Liquidität wird geringer verzinst (Einlagenzins: derzeit minus 0,4 Prozent) als das Beschaffen neuer Liquidität bei der EZB (Hauptrefinanzierungssatz: derzeit 0 Prozent). Erst im Fall einer Normalisierung des geldpolitischen Umfelds und einer damit verbundenen Reduktion der überschüssigen Liquidität wird sich zeigen, ob und inwieweit immer noch eine problematische Fragmentierung des

Abbildung 2:  
Liquiditätsbereitstellung

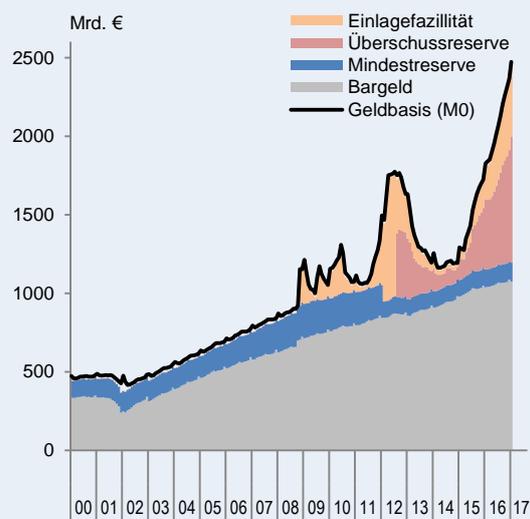


Monatsdaten.

Quelle: Europäische Zentralbank.

europäischen Finanzsystems besteht (Fiedler et al. 2016). Falls der Interbankenmarkt die Liquidität grenzüberschreitend dorthin umverteilt, wo es gebraucht wird, sollten die Target-Salden nach und nach abgebaut werden. Wenn die Banken aus kerneuropäischen Ländern das Risiko allerdings als zu hoch einschätzen, um grenzüberschreitende Kredite in die Länder der Peripherie zu vergeben, dann werden die Target-Salden nicht abgebaut. Sofern zusätzliche Liquidität aus den risikoreichen Bankensystemen abfließt, und kein ausreichender Interbankenkredit zur Verfügung steht, müsste die abgeflossene Liquidität wiederum durch die EZB im Rahmen der Hauptrefinanzierung ersetzt werden, so dass die Target-Salden weiter zunehmen würden.

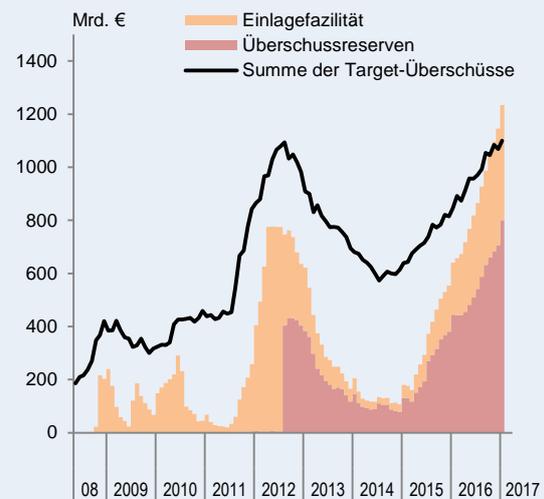
Abbildung 3:  
Zusammensetzung Geldbasis



Monatsdaten.

Quelle: Europäische Zentralbank.

Abbildung 4:  
Target-Salden und überschüssige Liquidität



Monatsdaten.

Quelle: Europäische Zentralbank.

Derzeit fehlt ein Mechanismus, der die Target-Salden automatisch zurückführt. Es besteht sogar das Risiko einer weiteren Zunahme, wenn der europäische Finanzmarkt fragmentiert bleibt und die zukünftigen Liquiditätsströme im Euroraum eine solche Entwicklung begünstigen. Bei dem Target-Verrechnungssystem handelt es sich letztlich um ein Element der Gemeinschaftshaftung, denn bei einem möglichen Zusammenbruch des Euro oder dem Austritt eines Landes ist ungewiss, ob die Forderungen aus dem Target-System einbringlich sind. Das Eurosystem kann derzeit praktisch ohne erkennbare Grenze und ohne hinterlegte Sicherheiten sehr niedrig verzinsten Kredite an ein Land vergeben, wenn das Land seine Zahlungsbilanz über den privaten Finanzmarkt nicht mehr ausgleichen kann. Im Fall einer drohenden Zahlungsbilanzkrise („Sudden stop“) kann dieser Mechanismus eine kurzfristig abfedernde, stabilisierende Wirkung entfalten. Die kurzfristige Kreditvergabe als stabilisierendes Element sollte allerdings kein Dauerzustand sein. Um Anreize zur Rückführung der Target-Salden herzustellen, könnte das Target-System nach dem Vorbild des Federal Reserve Systems (ISA-Zahlungssystem) reformiert werden, wo aufgelaufene Defizite eines Distrikts regelmäßig und zwangsweise in Teilen getilgt werden müssen, indem hochwertigen Finanzaktiva zwischen den Distrikten überschrieben werden (Sinn und Wollmershäuser 2012). Auf diese Weise könnte das reformierte Target-System bei Zahlungsbilanzkrisen weiterhin eine Stabilisierungsfunktion übernehmen, Target-Salden würden aber in regelmäßigen Abständen teilweise getilgt und mittelfristig zurückgeführt werden.

<sup>a</sup>Die eigenen Anleihekäufe der EZB, welche neben den 19 nationalen Zentralbanken ebenfalls Teil des Eurosystems ist, erklären das wachsende Defizit der EZB im Target-System (Abbildung 1, graue Balken). Im Januar 2017 lag dieses bei 171 Mrd. € und ist damit die drittgrößte Target-Verbindlichkeit gegenüber dem Eurosystem nach den Defiziten Italiens und Spaniens. Seit März 2015 steigt das EZB-Defizit durchschnittlich um etwa 6 Mrd. € pro Monat, was dazu passt, dass die EZB nur einen kleinen Teil der gesamten Anleihekäufe selbst übernimmt, während nationale Zentralbanken den Löwenanteil der Anleihekäufe abdecken und dabei ausschließlich Anleihen ihrer Heimatländer erwerben. — <sup>b</sup>Gäbe es hinreichende Nachfrage nach Krediten durch Schuldner mit guter Bonität, könnte auf Basis dieser überschüssigen Zentralbankliquidität eine massive Ausweitung der Kreditvergabe stattfinden.

---

## Literatur

---

- Boysen-Hogrefe, J., S. Kooths und U. Stolzenburg (2016). Zum Wiederanstieg der TARGET-Salden. IfW-Box 2016.5. Via Internet (1. März 2016) <[https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2016/box\\_2016-5\\_target-salden.pdf](https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2016/box_2016-5_target-salden.pdf)>.
- Boysen-Hogrefe, J., S. Fiedler, D. Groll, S. Kooths und U. Stolzenburg (2017). Euroraum trotz vieler Unwägbarkeiten im Aufwind. Kieler Konjunkturberichte Nr. 28 (2017|Q1). Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Fiedler, S., I. Hanisch, N. Jannsen und M. Wolters (2016). Transmission Channels of Unconventional Monetary Policy in the Euro Area: Where Do We Stand? Beratungspapier für den Währungspolitischen Dialog des Europäischen Parlamentes, Dezember.
- Kooths, S., und B. van Roye (2012). Nationale Geldschöpfung im Euroraum: Mechanismen, Defekte, Therapie, Kieler Diskussionsbeiträge 508/509, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Sinn, H.-W., und T. Wollmershäuser (2012). Target-Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility. NBER Working Paper 17626. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.