

»» Was Target-Salden sind und wie sie entstehen

Nr. 230, 25. Oktober 2018

Autoren: Stephanie Schoenwald, Telefon 069 7431-6446, stephanie.schoenwald@kfw.de
Dr. Jörg Zeuner Telefon 069 7431-2931, joerg.zeuner@kfw.de

Die Diskussion um die Target-Salden im Eurosystem ist gegen alle Wahrscheinlichkeit ein Dauerbrenner geworden. Ein Posten in den Bilanzen der Notenbanken des Eurosystems, der vor einigen Jahren nur wenigen Experten bekannt war, ist inzwischen weiten Teilen der Öffentlichkeit ein Begriff. Die hohen Geldbeträge, um die es geht, sorgen verlässlich für Aufmerksamkeit. So belaufen sich die deutschen Target-Forderungen zur Zeit auf fast 1.000 Mrd. EUR. Das ist eine Summe, die zwangsläufig aufhorchen lässt.

Auch in diesem Jahr meldete sich eine Reihe von Ökonomen in der deutschen Presse zu diesem Thema zu Wort. Die Auseinandersetzung um die Deutungshoheit über den Charakter der Target-Salden, über die Ursachen für ihren Anstieg und über die Frage der mit ihnen verbundenen Risiken wird dabei zum Teil erbittert geführt. Die dabei vertretenen Positionen stehen sich in vielen Facetten diametral gegenüber. Hinzu kommt, dass die Debatte Symbolcharakter hinsichtlich der Zukunft des Euro angenommen hat. Die hohe Komplexität des Themas erschwert jedoch die Meinungsbildung. Target-Salden sind gleichzeitig ein Posten in der Notenbankbilanz wie ein Bestandteil des Auslandsvermögens. Ihre Veränderungen finden sich in der Zahlungsbilanz als Folge der innereuropäischen Kapital- und Warenströme. Damit bilden sie die Schnittstelle einer Vielzahl von wirtschaftlichen Vorgängen in Gegenwart und Vergangenheit.

Unser Beitrag unternimmt den Versuch, Licht ins Dunkel zu bringen und sachlich aufzeigen, was Target-Salden sind und was nicht. Klar ist, dass die Konstruktion der Währungsunion noch viele Lücken hat, die geschlossen werden müssen. Das Target2-System gehört jedoch nicht dazu und ist als Maßstab für die Funktionsfähigkeit der Währungsunion kaum geeignet. Als Kondensat der grenzüberschreitenden Zahlungsvorgänge in der Währungsunion liefern die Target-Salden jedoch nützliche und zeitnahe Informationen über den innereuropäischen Kapitalverkehr. Das hilft, um zu einem besseren Verständnis der Prozesse im europäischen Finanzsystem zu gelangen und Verspannungen zu identifizieren.

Target-Salden sind das Ergebnis privatwirtschaftlich veranlasster Zahlungsvorgänge

Um den Charakter der Target-Salden einordnen zu können, ist an ihrem Ursprung anzusetzen: Sie sind Verrechnungsposten zwischen den Notenbanken innerhalb des Target2-

Systems, einem zentralen Baustein der finanziellen Infrastruktur in Europa; es dient der Abwicklung von unbaren Zahlungen, also z. B. Überweisungen, in Echtzeit innerhalb der Mitgliedsstaaten der Währungsunion oder über Grenzen hinweg. Die Zahlungsvorgänge werden überwiegend von Geschäftsbanken, Unternehmen oder Privatpersonen veranlasst. Von uns unbemerkt ist Target2 dabei auch im Alltag gegenwärtig. Sei es beim Bezahlvorgang mit EC-Karte an der Supermarktkasse oder bei der Auszahlung von Gehältern.

Die Leistungsfähigkeit des Systems ist enorm.¹ Im vergangenen Jahr wurden über Target2 Zahlungen im Gesamtwert von 432,8 Bio. EUR abgewickelt und 89 Mio. Transaktionen durchgeführt. Um einen Umsatz in Höhe des jährlichen BIP der Währungsunion zu erreichen, braucht das Target2-System damit weniger als sieben Tage. Direkten Zugang zum Target2-System können alle beaufsichtigten Kreditinstitute aus dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR)² erhalten. Zu diesem Zweck benötigen sie ein entsprechendes Konto bei einer der teilnehmenden Zentralbanken. Neben dem Eurosystem sind das zurzeit auch Bulgarien, Kroatien, Dänemark, Polen und Rumänien. Banken aus dem EWR, deren Zentralbanken sich nicht an Target2 beteiligen, können über eine der anderen Notenbanken teilnehmen, z. B. kann ein Finanzinstitut aus UK derzeit ein Target-Konto bei der Bundesbank³ führen. Alle Zahlungen im Target2-System werden in Zentralbankgeld, also über Euroguthaben auf Zentralbankkonten, den Reserven, abgewickelt.

Grafik 1: Zahlungsvorgang zwischen deutschen Banken

Abbildung in der (vereinfachten) Bilanz der Bundesbank

Aktiva	Bundesbank	Passiva
Kredite an Geschäftsbanken		Bargeld
Wertpapierkäufe		Reservekonto DE-Bank A
		+100
		Reservekonto DE-Bank B
		-100

Ein Zahlungsvorgang innerhalb Deutschlands ist in Grafik 1 schematisch abgebildet. Ein Kunde der Bank B erteilt dieser den Auftrag 100 EUR an eine Kundin der Bank A zu überweisen. Damit Bank A ihrer Kundin das Geld auf ihrem Konto bei Bank A gutschreiben kann, muss sie von Bank B einen Ausgleich erhalten. Deshalb überträgt Bank B 100 EUR von ihrem Reservekonto bei der Bundesbank auf das Konto von Bank A. In der Folge steigen also die Forderungen von

Grafik 2: Grenzüberschreitende Zahlung zwischen Banken im Euroraum

Abbildung in den (vereinfachten) Notenbankbilanzen des Eurosystems

Aktiva		Bundesbank	Passiva	Aktiva		Banca d'Italia	Passiva
Kredite an Geschäftsbanken			Bargeld	Kredite an Geschäftsbanken			Bargeld
Wertpapierkäufe		Reservekonto DE-Bank	+100	Wertpapierkäufe		Reservekonto IT-Bank	-100
Targetforderung						Targetverbindlichkeiten	
+100							+100

Bank A in Form von Zentralbankguthaben um 100 EUR an, die von Bank B sinken entsprechend. Der Überweisungsvorgang verändert die insgesamt zur Verfügung stehende Zentralbankliquidität nicht, lediglich deren Verteilung im deutschen Bankensystem.

Target-Salden entstehen aufgrund des dezentralen Aufbaus der europäischen Währungsunion

Ein grenzüberschreitender Zahlungsvorgang innerhalb des Euroraums unterscheidet sich nicht prinzipiell von einer nationalen Zahlungsabwicklung. Allerdings sind aufgrund des dezentralen Aufbaus der Währungsunion nun zwei Notenbanken des Eurosystems involviert, denn die Geschäftsbanken der Mitgliedsstaaten führen ihre Reservekonten nicht bei der EZB, sondern bei der Zentralbank ihres jeweiligen Sitzlandes. Die Verbindung zwischen den betroffenen Notenbanken wird dabei über das Target2-System hergestellt. Grafik 2 zeigt die damit verbundenen Veränderungen in den Notenbankbilanzen. Möchte nun der Kunde einer italienischen Geschäftsbank 100 EUR an eine Kundin einer deutschen Bank überweisen, so wird zur Durchführung der Zahlung das Reservekonto der italienischen Bank bei der Banca d'Italia mit 100 EUR belastet und der deutschen Bank auf ihrem Bundesbankkonto gutgeschrieben. Damit die Notenbankbilanzen durch diese Buchungsvorgänge nicht ins Ungleichgewicht geraten, entsteht im gleichen Zug eine Target-Forderung der Bundesbank gegenüber dem Eurosystem und eine Target-Verbindlichkeit der Banca d'Italia gegenüber dem Eurosystem in derselben Höhe. Gleichen sich die grenzüberschreitenden Zahlungen über die Zeit nicht aus, führt dies einerseits zur Akkumulation von Forderungen und Verbindlichkeiten bei den Notenbanken gegenüber dem Eurosystem. Andererseits kommt es zur Anhäufung von Zentralbankgeld in dem Land, das Nettozahlungsempfänger ist. Die Zentralbankgeldmenge im Euroraum insgesamt verändert sich jedoch nicht.

Target-Salden sind also nichts anderes als Gegenbuchungen oder bilanzielle Ausgleichsposten im Rahmen des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs innerhalb der Eurozone. Die Summe über alle Target-Forderungen und -Verbindlichkeiten im Eurosystem ist dabei stets null. Sie sind notwendig, weil das Eurosystem aus einem Netz nationaler Notenbanken mit eigener Bilanz besteht. Da die Durchführung der Geldpolitik und des Zahlungsverkehrs gemeinsame Aufgabe des Eurosystems ist, ist es, wie Martin Hellwig vorschlägt, legitim, sich die nationalen Zentralbanken als Filialen einer überregionalen Zentrale der EZB vorzustellen.⁴ In einer zentral strukturierten Währungsunion mit der EZB als einziger

Notenbank würden auch grenzüberschreitende Transaktionen lediglich zu Umbuchungen zwischen den Reservekonten der beteiligten Geschäftsbanken auf der Passivseite der gemeinsamen Zentralbank führen.

Positive Target-Salden sind kein Kredit der Bundesbank an ein anderes Mitgliedsland der Währungsunion

Von Kritikern des Target-Systems⁵ werden die Target-Forderungen der Bundesbank häufig mit einem Kredit der Bundesbank oder des deutschen Staates an die anderen Mitgliedsstaaten gleichgesetzt. Das ist nicht der Fall. Wie oben gezeigt entstehen Target-Forderungen der Bundesbank, weil deutschen Banken aufgrund einzelwirtschaftlicher Entscheidungen Geld in Form von Kontoguthaben zufließt. Demgemäß begründet sich durch die Target-Forderungen auch kein Anspruch auf Rückzahlung durch das Eurosystem. Zum besseren Verständnis ist es hilfreich, sich einen analogen Zahlungsvorgang mittels Bargeld vorzustellen. Die deutsche Zahlungsempfängerin erhielt folglich vom italienischen Zahler 100 EUR in bar. Hier ist offensichtlich, dass damit keine Kreditvergabe mit Rückzahlungsanspruch entstanden ist. Die deutsche Zahlungsempfängerin hat im Vertrauen auf die Werthaltigkeit des Euros nicht einlösbare Forderungen gegenüber dem Eurosystem als Zahlungsmittel akzeptiert. Ob der Eurobetrag nun als Papiergeld vorliegt oder als Zentralbankguthaben macht keinen Unterschied. Dass Target-Forderungen keine Krediteigenschaft besitzen, wird auch dadurch deutlich, dass sie sich verringern („getilgt werden“), sobald Zahlungen von Deutschland in andere Euroländer fließen.

Im übrigen hat die Bundesbank auch Verbindlichkeiten gegenüber dem Eurosystem in erheblicher Höhe, um dem überproportionalen Banknotenumlauf in Deutschland Rechnung zu tragen. Im Juli belief sich dieser Bilanzposten auf 420 Mrd. EUR. Ebenso wie bei den Target-Salden leitet sich aus dieser Verbindlichkeit keine Krediteigenschaft ab.

Die Höhe der Target-Salden ist an die Geldpolitik gekoppelt. Wer daraus einen Missbrauch des Target-Systems ableitet, geht fehl.

Auch wenn Target-Forderungen selbst keine Kredite sind, gibt es einen, wenn auch indirekten Zusammenhang zwischen Kreditvergabe und der Entwicklung der Target-Salden. Diese Verbindung verbirgt sich in der Geldpolitik des Eurosystems. Zentralbankgeld entsteht über die Kreditvergabe des Eurosystems an die Geschäftsbanken oder durch den Ankauf von Wertpapieren. Dabei sollen die Geschäftsbanken mit ausreichend Liquidität versorgt werden, um wiederum ih-

rerseits die Kreditvergabe an die übrigen Wirtschaftsakteure (Unternehmen, Haushalte, Staat) zu gewährleisten. Da die Zahlungen im Target2-System ausschließlich in Zentralbankgeld abgewickelt werden, ist, wie oben erläutert, das Spiegelbild des Aufbaus von Target-Salden die Umverteilung von Reserveguthaben zwischen den Euroländern. Eine notwendige Bedingung für den Aufbau hoher Target-Forderungen ist daher das Vorhandensein reichlicher Überschussliquidität. Nur wenn die Geschäftsbanken dauerhaft über mehr Zentralbankliquidität verfügen, als sie als Mindestreserve verpflichtet sind zu halten, ist eine beträchtliche Umverteilung von Liquidität zwischen den Staaten des Eurosystems möglich.

Die stark expansive Geldpolitik als Reaktion auf die Finanz- und Wirtschaftskrise koinzidiert daher, wie in Grafik 3 ersichtlich, mit dem Wachstum der Target-Salden. Die Bundesbank hält mit Abstand die höchsten Target-Forderungen. Sie beliefen sich im Juli 2018 auf über 900 Mrd. EUR. Auf Rang zwei und drei folgen Luxemburg (215 Mrd. EUR) und die Niederlande (133 Mrd. EUR). Spiegelbildlich dazu sind die Target-Verbindlichkeiten in Italien (471 Mrd. EUR) und Spanien (403 Mrd. EUR) am größten. Erheblich sind auch die Verbindlichkeiten der EZB selbst (252 Mrd. EUR).

Grafik 3: Hohe Liquidität ist Voraussetzung für hohe Target-Salden



*Zentralbankgeld=Bargeld+Verbindlichkeiten des Eurosystems ggü. Geschäftsbanken des Euroraums

Quelle: EZB, eigene Berechnung

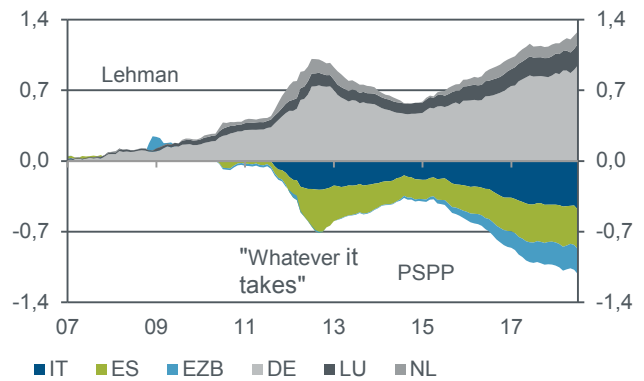
Daraus einen Missbrauch des Target-Systems durch Geldschöpfung abzuleiten, ist jedoch nicht zulässig. Schließlich haben sich die Mitgliedsstaaten der Währungsunion darauf verständigt, dass die Entscheidungen über die Quantität der Geldschöpfung und die Instrumente der Geldpolitik vom Rat der EZB getroffen werden. Darüber hinaus unterliegt die Bereitstellung von Zentralbankgeld klaren Regeln, an die sich die nationalen Notenbanken halten müssen.

Target-Salden sind nicht bilateral zu verstehen

Target-Forderungen und -Verbindlichkeiten einer nationalen Notenbank bestehen immer gegenüber dem gesamten Eurosystem und sind das Ergebnis aller grenzüberschreitenden Transaktionen mit Euroreserven. Dementsprechend komplex und variabel sind die Bestimmungsgründe von Target-Salden. Häufig wird allein auf bilaterale Handelsungleichgewichte rekurriert, um die Bildung von Target-Salden zu erläutern.

Das ist eine unzulässige Vereinfachung. Handelsströme spielen eine Rolle, wichtig sind jedoch ebenso reine Finanztransaktionen, Zahlungsvorgänge mit Gegenparteien außerhalb des Euroraums, das Anlegerverhalten und Charakteristika der finanziellen Infrastruktur.

Grafik 4: Target-Salden im Zeitablauf



Quelle: EZB, eigene Berechnung

Der Anstieg der Target-Salden beginnt mit der Krise am Interbankenmarkt ...

Das Anwachsen der Target-Salden vollzog sich im Wesentlichen in zwei Phasen (s. auch Grafik 4). Phase eins umfasst sowohl die globale Finanzmarktkrise als auch die unmittelbar darauf folgende Eurokrise. Zunächst trocknete infolge des Misstrauens unter den Banken der Geldmarkt aus. Banken holten zuvor verliehene Liquidität durch Aufkündigung von Interbankenkrediten zurück. Bereits dies führte zu verstärkten Zahlungsströmen nach Deutschland, da in den Vorjahren die Mittel aus den erheblichen Handelsüberschüssen gegenüber dem Rest der Währungsunion zum großen Teil über die Interbankenkredite in den europäischen Defizitländern investiert worden waren. Der Prozess verstärkte sich noch, als sich die Zweifel an der Schuldentragfähigkeit der südeuropäischen Länder verstärkten und zeitweise der Austritt einzelner Länder aus dem Euroraum im Raum stand. In der Folge reduzierten deutsche Banken und andere Finanzinvestoren ihr Exposure gegenüber Südeuropa so schnell wie möglich (Sudden Stopp). Um das Finanzsystem zu stabilisieren, akkommodierte die EZB über Refinanzierungsgeschäfte den hohen Liquiditätsbedarf, sodass die südeuropäischen Banken die fällig gestellten Interbankenkredite tilgen und anderen Zahlungsverpflichtungen gegenüber deutschen Gegenparteien nachkommen konnten. Auf dem Höhepunkt der Krise wuchsen die deutschen Target-Forderungen um 30 Mrd. EUR pro Monat, die italienischen Verbindlichkeiten um 20 Mrd. EUR pro Monat an.

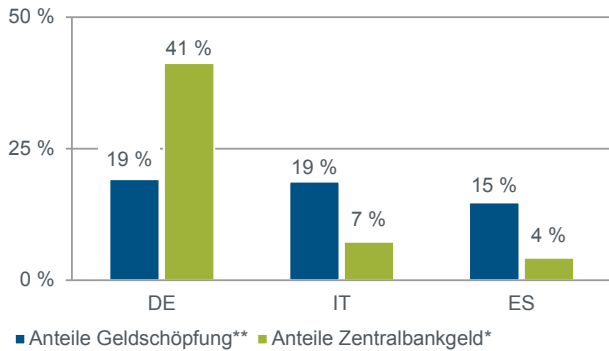
Diese Dynamik endete mit der Beruhigung der Finanzmärkte Mitte 2012 durch die Ankündigung des OMT Programms der EZB („Whatever it takes“). Am Ende der ersten Phase notierten die Target-Forderungen der Bundesbank in der Spitze bei 750 Mrd. EUR und die italienischen Verbindlichkeiten bei 285 Mrd. EUR. Die deutschen Banken (und andere Anleger) hatten im Gegenzug ihr Exposure gegenüber Südeuropa deutlich reduziert und erhebliche und niedrig verzinsten Überschussreserven bei der Bundesbank aufgebaut. Insgesamt

ist diese Phase durch eine Renationalisierung des Bankensystems in der Eurozone gekennzeichnet. Zwischen Mitte 2012 und Ende 2014 führte die Normalisierung an den Finanzmärkten zu einer partiellen Rückbildung sowohl der Target-Salden als auch der Überschussliquidität.

... und setzt sich mit Beginn von QE fort

Seitdem die Notenbanken des Eurosystems 2015 in großem Umfang mit Staatsanleihekäufen (PSPP) begonnen haben, setzte die Ausweitung der Target-Salden in einer zweiten Phase jedoch wieder ein. So sind die deutschen Target-Forderungen in diesem Zeitabschnitt wieder um ca. 380 Mrd. EUR geklettert (ca. 9 Mrd. EUR pro Monat), während die italienischen Verbindlichkeiten um 312 Mrd. EUR (ca. 8 Mrd. EUR pro Monat) stiegen. Im Unterschied zur ersten Phase gibt es in der Eurozone seit Beginn von QE keinen signifikanten Stress im Finanzsystem, sieht man von den jüngsten Turbulenzen um Italien seit dem Amtsantritt der neuen Regierung ab. Zudem weist die Mehrheit der Euroländer inzwischen einen Überschuss in der Leistungsbilanz auf, so auch Italien und Spanien. Weder Kapitalflucht noch die Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten kommen daher als Ursachen für den Anstieg infrage. Wie ausführliche Untersuchungen der EZB und der Bundesbank zeigen, sind die Gründe vielmehr im Anleihekaufprogramm der EZB selbst in Kombination mit der Rolle Frankfurts als internationaler Finanzplatz zu suchen.⁶

Grafik 5: Zentralbankgeld fließt nach Deutschland ab



*Zentralbankgeld=Bargeld+Verbindlichkeiten des Eurosystems ggü. Geschäftsbanken des Euroraums
 **Geldschöpfung=Assetkäufe+Kredite des Eurosystems ggü. Geschäftsbanken des Euroraums

Quelle. EZB, eigene Berechnungen

Die Anleihekäufe werden von allen nationalen Zentralbanken des Eurosystems und der EZB gemäß ihrer Kapitalanteile durchgeführt. Im Wesentlichen erwerben die Notenbanken dabei die Anleihen der heimischen Nationalregierung und finanzieren die Ankäufe durch die Schöpfung neuer Zentralbankreserven. Die Verkäufer der Anleihen sitzen jedoch nicht selten in Ländern außerhalb des Euroraums und wickeln das Geschäft oft über Korrespondenzbanken ab, die Reservekonten bei der Bundesbank führen. Die Bundesbank fungiert wie auch die Niederlande oder Luxemburg als ein Tor zum Euro-Finanzmarkt. Kauft die Banca d'Italia italienische Staatsanleihen z. B. von einem Briten an, so überweist sie das im gleichen Zuge entstehende Zentralbankgeld auf das

Konto der Korrespondenzbank bei der Bundesbank und die Target-Forderungen (-Verbindlichkeiten) der Bundesbank (Banca d'Italia) wachsen im gleichen Ausmaß. Auch durch Assetkäufe ausgelöste Portfolioanpassungen können in dieselbe Richtung wirken. Kaufen Euroinländer z. B. amerikanische Staatsanleihen, so wird dies häufig wiederum durch eine Überweisung an eine Korrespondenzbank abgewickelt.

Die Relevanz dieses Mechanismus wird durch einen Blick in die Bundesbankbilanz deutlich. So sind die Verbindlichkeiten der Bundesbank gegenüber Ausländern von außerhalb des Eurogebietes seit Beginn des Kaufprogramms um etwa 150 Mrd. EUR (Datenstand Juli 2018) angestiegen. Das entspricht etwa 40 % des gesamten Target-Zuwachses. Hinzu kommt, dass Käufe der EZB zwangsweise Liquiditätsflüsse zu anderen Zentralbanken, darunter auch nach Deutschland, zur Folge haben, da die EZB selbst keine Konten für Geschäftsbanken führt. Daraus resultieren auch die hohen Target-Verbindlichkeiten der EZB (251 Mrd. EUR). Ebenso führt der Verkauf von Anleihen aus dem übrigen Euroraum durch deutsche Anleger zu einem Anstieg von Target-Salden und Überschussreserven. Im Ergebnis konzentriert sich aufgrund der Gatewayfunktion des Finanzplatzes Frankfurts ein sehr großer Anteil des durch das Assetkaufprogramm dezentral geschaffenen Zentralbankgeldes in Deutschland (Grafik 5). In geringerem Ausmaß ist das auch für die Niederlande und Luxemburg zu beobachten.

Die Präferenzen der deutschen Anleger spiegeln sich in den Target-Salden wider

Simulationsrechnungen von Eisenschmidt et al. zeigen⁷, dass die Target-Forderungen schwächer wachsen, als aus den isolierten Liquiditätsflüssen der Anleihekäufe abzuleiten ist. Ohne Berücksichtigung der Assetkäufe hätten sich die Target-Salden folglich weiter zurückgebildet. Allerdings ist richtig, dass das in Deutschland angehäufte Zentralbankgeld in einer zweiten Runde kaum in den Rest Europas abfließt und damit auch die Effektivität der expansiven Geldpolitik mindert. Ein Grund kann in den Anlagepräferenzen der deutschen Investoren zu suchen sein. Deutsche Anleger bevorzugen offenbar sichere und heimische Geldanlagen. Das sind häufig Spareinlagen bei Banken. Aufgrund der strukturell schwachen Investitionstätigkeit der Unternehmen und der Entschuldungspolitik des Staates fehlen ausreichende heimische Anlagemöglichkeiten. Daher waren die grenzüberschreitende Interbankkredite (und weitere Auslandsanlagen der Banken) ein wichtiger Kanal, um das deutsche Finanzvermögen im Ausland anzulegen. Seit der Finanzkrise ist dieses Ventil zum Teil verstopft. Sobald die Geldpolitik sich normalisiert und die europäischen Banken ihr grenzüberschreitendes Geschäft wieder ausweiten, werden sich die Target-Salden zurückbilden. Die Vollendung der Bankenunion würde diese Prozesse maßgeblich beschleunigen.

Und die Risiken?

Der Anstieg der Target-Salden wird des öfteren als großes, verstecktes Risiko für den deutschen Staat und die Steuerzahler gesehen, da sie im Fall eines Auseinanderbrechens der Eurozone uneinbringliche Forderungen darstellten. Dazu

ist folgendes zu sagen:

1. Solange der Euroraum existiert, solange sind die Target-Salden nichts als reine Rechenposten, um grenzüberschreitende Zahlungen im Euroraum sicherzustellen. Eine Beschränkung von Target bedeutet auch das Ende des freien Kapitalverkehrs im Euroraum.

2. In den Target-Salden der Bundesbank gegenüber dem Eurosystem zeigen sich keine wirklich neuen Risiken, sie sind lediglich transparenter erfassbar. Denn Deutschland baut als Land mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen systematisch zwingend neue Forderungen gegenüber dem Ausland auf, mit denen auch immer Ausfallrisiken verbunden sind. Das Bruttoauslandsvermögen der Bundesrepublik belief sich am Ende des ersten Quartals auf 8,4 Bio. EUR. Die Target-Salden haben daran einen beträchtlichen Anteil von mehr als 10 %. Aber auch die restlichen Positionen aus Direktinvestitionen, Wertpapieren und übrigen Kapitalanlagen sind keineswegs ohne Risiko. Darüber hinaus sind die Wirtschafts- und Finanzsysteme des Euroraums miteinander stark verwoben, sodass bei einem Ausscheiden eines Landes aus dem Euroraum für Deutschland hohe Kosten unvermeidlich sind.

3. Zentralbanken sind keine gewöhnlichen, wirtschaftlichen Einheiten. So gilt, dass sie nicht illiquide werden können, weil sie ihr Zahlungsmittel selbst produzieren. Was im Fall eines Ausscheidens eines Landes aus dem Euroraum mit den Target-Salden passiert, ist daher primär eine rechtlich-politische Frage und schwer vorherzusagen. Denkbar wäre es zum Beispiel den Target-Saldo des Exitlandes in eine unverzinsliche Forderung zu überführen. In einem Vertrauensgeldsystem, wie wir es haben, ist jedenfalls das Vertrauen in die Zentralbank wichtiger als die Bilanzstruktur. Das wird der Fall sein, wenn die geldpolitische Steuerungsfähigkeit der Zentralbank intakt bleibt und sie glaubwürdig signalisieren kann, weiterhin für Preisstabilität und eine wachstumsfreundliche Allokation des Geldes sorgen zu wollen und zu können. Die aktuelle Bereitschaft, große Beträge auf den Reservekonten der Bundesbank zu halten, verdeutlicht, dass die Marktteilnehmer ihre Vermögen dort für sehr sicher aufgehoben halten und drastische Kürzungen oder Kaufkraftverluste nicht als realistisches Risiko betrachten. ■

Wenn Sie keine Publikation von KfW Research verpassen wollen, abonnieren Sie unseren kostenlosen E-Mail-Newsletter.

Zur Anmeldung

¹ Vgl. für die folgenden Daten und Fakten: ECB, Target Annual Report 2017, Mai 2018, URL: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/732824/84178596a31c63e539d7bb7e06a04bba/mL/target-annual-report-2017-data.pdf>

² Der Europäische Wirtschaftsraum besteht aus der EU, Norwegen, Lichtenstein und Island.

³ Die Liste der Banken, die über einen direkten Zugang zu Target2 bei der Bundesbank verfügen ist auf der Internetseite der Bundesbank abrufbar, unter <https://www.bundesbank.de/resource/blob/603550/dd8f1bc2011809e92cc64d08a813ae65/mL/dikrekte-teilnehmer-an-target2-bundesbank-data.pdf>.

⁴ Hellwig, M., „Wider die deutsche Target-Hysterie“, F.A.S., 29.07.2018.

⁵ Vgl. z. B. Sinn, H.-W., „Fast 1000 Milliarden Euro“, FAZ, 17.07.2018.

⁶ Vgl. EZB, „TARGET balances and the asset purchase programme“, Wirtschaftsbericht 7/2016, sowie Bundesbank, „Zu den Auswirkungen der Wertpapierkäufe des Eurosystems“, Monatsbericht März 2017.

⁷ Eisenschmidt, J., et al., „The Eurosystem's asset purchase programme and TARGET balances“, ECB Occasional Paper No 196, September 2017.