



Jens Ulbrich*



Alexander Lipponer**

Salden im Zahlungsverkehrssystem Target2 – ein Problem?

Die öffentliche Diskussion um die Target2-Salden krankt an zahlreichen Missverständnissen und Fehlschlüssen. Weil man die Target2-Salden als Kern eines Problems ansieht und nicht als dessen zufälliges Symptom, ist vielfach der Blick auf die eigentlichen Herausforderungen verstellt, denen sich die Geldpolitik und die Finanzpolitik in Europa gegenwärtig bei der Lösung der Finanz- und Schuldenkrise gegenübersehen. Diese Erkenntnis ist aber die Voraussetzung dafür, die Debatte um die Target2-Salden vom Kopf wieder auf die Füße zu stellen.

Target2¹ ist eine Plattform für den Zahlungsverkehr, die von den Zentralbanken des Eurosystems gemeinschaftlich betrieben wird. Zahlungen in Zentralbankgeld werden hier in Echtzeit und endgültig abgewickelt. Dabei handelt es sich insbesondere um Zahlungen zwischen Kreditinstituten, Zahlungen zwischen Kreditinstituten und Nebensystemen (z.B. Wertpapierverrechnungssysteme, Massenzahlungssysteme) sowie um Zahlungen im Rahmen von Offenmarktgeschäften des Eurosystems. Insgesamt sind (Stichtag: 15. Juli 2011) über die Bundesbank 190 Teilnehmer direkt an Target2 angebunden.² Zu diesen direkten Teilnehmern in Deutschland zählen neben deutschen Banken auch hiesige Töchter ausländischer Banken sowie einige gebietsfremde Banken, deren nationale Zentralban-

ken nicht selbst an Target2 teilnehmen. Im vergangenen Jahr liefen rund 45 Mill. Transaktionen mit einem Gesamtwert von etwa 214 Bill. Euro über die deutsche Target2-Komponente. Damit ist Target2-Bundesbank sowohl bei der Betrachtung nach Stückzahlen (mit etwa der Hälfte aller Transaktionen) als auch nach Umsatz (mit einem Anteil von über einem Drittel) die größte Komponente der Gemeinschaftsplattform. Rund ein Viertel der Überweisungen waren im Jahr 2010 grenzüberschreitend.

Im sogenannten Target2-Saldo der nationalen Zentralbanken spiegeln sich die grenzüberschreitenden Transaktionen wider. Ihnen liegen einerseits Geschäfte der Kreditinstitute am Geld- und Kapitalmarkt zugrunde. Andererseits gehen sie auf Überweisungen des Nicht-Bankensektors zurück, welche von den Banken ausgeführt werden. Ein positiver Saldo bei einer nationalen Zentralbank bedeutet, dass dem jeweiligen Bankensystem im Ergebnis Zentralbankgeld zugeflossen ist, ein negativer Saldo entsprechend einen Abfluss. Ein solcher kann entstehen, wenn sich das Bankensystem eines Landes bei seiner nationalen Notenbank stärker refinanziert, als es seinem rechnerischen Liquiditätsbedarf (etwa zur Deckung der Mindestreserve und für die Bargeldhaltung) entspricht. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn eine grenzüberschreitende Zahlung aus einer Warenlieferung nicht durch einen Kapitalrückfluss aus dem Ausland aufgewogen wird.³ Aus den bei grenzüberschreitenden Transaktionen im Tagesverlauf entstehenden Verrechnungssalden zwischen den angeschlossenen nationalen Zentralbanken wird am Ende jedes Geschäftstages gegenüber der Europäischen Zentralbank, die als zentrale Gegenpartei fungiert, ein Nettosaldo gebildet. Der bei der Bundesbank bis zum 31. Juli 2011 aufgelaufene Target2-Forderungssaldo gegenüber der EZB belief sich auf 343½ Mrd. €.⁴

Target2-Zahlungen erfolgen in Zentralbankgeld. Eine zusätzliche Liquiditätsschaffung über Target2 ist nicht möglich. Zentralbankgeld wird im Eurosystem in der Hauptsache durch geldpolitische Refinanzierungsgeschäfte bereitgestellt, die in jedem Mitgliedsland einheitlichen Regeln unterliegen. Risiken aus diesen Geschäften werden grundsätzlich zwischen den nationalen Notenbanken des Eurosystems gemäß ihrem jeweiligen Kapitalanteil an der EZB verteilt, unabhängig davon, welche nationale Notenbank ein geldpolitisches Refinanzierungsgeschäft getätigt hat. Insofern sind die Target2-Salden einer nationalen Notenbank im Eurosystem kein geeigneter Indikator für die tatsächliche Risikoposition der betreffenden Notenbank aus der Bereitstellung von Zentralbankgeld. Für die Bundesbank stellt

* Jens Ulbrich ist Leiter des Zentralbereichs Volkswirtschaft bei der Deutschen Bundesbank.

** Dr. Alexander Lipponer ist Referent im Arbeitsgebiet Direktinvestitionen und Auslandsvermögen im Zentralbereich Volkswirtschaft der Deutschen Bundesbank.

Dieser Beitrag spiegelt die persönliche Meinung der Autoren wider. Diese entspricht nicht notwendigerweise der Auffassung der Deutschen Bundesbank.

¹ Target2 steht für **T**rans-European **A**utomated **R**eal-time **G**ross Settlement **E**xpress **T**ransfer System **2**.

² Insgesamt sind rund 4 500 Institute direkte oder indirekte Teilnehmer an Target2. Rechnet man Zweigstellen und Filialen der direkten und indirekten Teilnehmer sowie Korrespondenzbanken hinzu, können rund 60 000 Banken weltweit über Target2 erreicht werden (vgl. Europäische Zentralbank 2011, 21).

³ Eine ausführliche Darstellung der Abläufe und eine Diskussion möglicher Ursachen für die Entstehung von Verrechnungssalden in Target2 anhand eines Schemas stillierter Konten geben Bindseil und König (2011).

⁴ Zur Entwicklung des Target2-Saldos vgl. Deutsche Bundesbank (2011, 34–35).

ein eigener positiver Target2-Saldo kein anderes Risiko dar als ein positiver Target2-Saldo der Banque de France. Target2-Salden hängen im Übrigen stark von der Verteilung der Banken-Treasury-Aktivitäten im Euroraum ab. So könnte eine ausländische Bank den von ihr benötigten Zentralbankgeldkredit auch über ihre rechtlich selbständige Tochter oder Filiale in Deutschland aufnehmen, die dann diese Mittel via Target2 an die Mutter weitergibt. Diese Transaktion würde ceteris paribus den Target2-Saldo der Bundesbank senken. Das vom Eurosystem gemeinschaftlich getragene Risiko bliebe jedoch gegenüber einer direkten Refinanzierung bei der Zentralbank des Mutterinstituts unverändert. Dies wird auch aus einer anderen Perspektive deutlich: Erfolgte die Bereitstellung von Zentralbankgeld im Eurosystem zentral durch die EZB, gäbe es grundsätzlich keine nationalen Target2-Salden. Länder/Regionen der Währungsunion mit Defiziten im Zahlungsverkehr würden verstärkt Refinanzierungskredite bei der EZB in Anspruch nehmen; andere Länder/Regionen weniger. Target2-Positionen gegenüber der EZB entstehen also letztlich infolge des dezentral aufgebauten Eurosystems, wobei ihre absolute Höhe durch die Menge des insgesamt bereitgestellten Zentralbankgelds begrenzt wird.

Es ist somit falsch, dass aus Target2-Salden originäre Risiken der nationalen Notenbanken im Eurosystem resultieren. Richtig ist allerdings, dass die Entwicklung der Target2-Salden seit Beginn der Finanzkrise Mitte 2007 Probleme im europäischen Banken- und Finanzsystem widerspiegelt. In der Krise hat das Eurosystem angesichts der massiven Störungen am Interbankenmarkt durch die Ausweitung seines liquiditätspolitischen Instrumentariums bewusst eine erhöhte Intermediationsfunktion am Geldmarkt eingenommen. Mit der krisenbedingt umfassenderen Rolle in der Bereitstellung von Zentralbankgeld – im Wesentlichen durch den Übergang zum Vollzuteilungsverfahren in den geldpolitischen Refinanzierungsgeschäften und die Ausweitung längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte – hat sich das Volumen der ausgereichten Refinanzierungskredite insgesamt (vorübergehend sogar deutlich) erhöht. Zugleich wurden die Anforderungen an die den geldpolitischen Geschäften unterliegenden Sicherheiten in der Krise abgesenkt. Das höhere Risiko wurde in Kauf genommen, um die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems unter erschwerten Bedingungen zu erhalten.

Der Bedarf an zusätzlicher Liquiditätsversorgung trat und tritt besonders in den Peripherieländern auf, deren Banken sich zur Refinanzierung in immer größerem Umfang auf die dortigen nationalen Notenbanken stützen, weil sie am Kapitalmarkt auf anderem Wege kaum oder keine Mittel mehr erhalten. So entfiel auf Banken aus den von der Staatsschuldenkrise besonders betroffenen Ländern Griechenland, Irland und Portugal zuletzt etwa die Hälfte des gesamten Refinanzierungsvolumens des Eurosystems. Die Verschiebung

in der regionalen Nachfrage nach Zentralbankliquidität haben maßgeblich zu der Entstehung der Target2-Salden beigetragen. Insgesamt hat sich im Zuge dieser Entwicklung das Risiko der geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte für das Eurosystem merklich erhöht. Dies war in gewissem Maße die unvermeidliche Folge der gebotenen Krisenabwehr. Die allgemein akzeptierte Lender-of-last-Resort-Rolle der Notenbanken für das Bankensystem muss jedoch eine kurzfristige bleiben. Über die Notenbankbilanz können in einer Währungsunion Risiken breit auf die Steuerzahler der Mitgliedsländer verteilt werden. Da es aber nicht die Aufgabe einer unabhängigen Geldpolitik sein kann, Solvenzrisiken von Bankensystemen oder gar Ländern zwischen den Steuerzahlern der Währungsunion umzuverteilen, werden grundsätzlich hohe Anforderungen an die Sicherheiten gestellt. Dauerhaft vom Kapitalmarkt abgeschnittene und damit potenziell eher von Solvenz- als von Liquiditätsproblemen konfrontierte Banken sollten nicht mittel- bis langfristig maßgeblich über Zentralbankkredite finanziert werden. Derartige Risikoübernahmen und Entscheidungen über deren Verteilung fallen in den Verantwortungsbereich der demokratisch legitimierten politischen Instanzen. Die außergewöhnlichen Krisenmaßnahmen sind seitens der Notenbanken deshalb eng zu begrenzen und zügig wieder zurückzuführen. Dies gilt unabhängig von der Entwicklung von Target2-Salden.

Mit den stark gestiegenen Target2-Salden werden darüber hinaus in der öffentlichen Diskussion noch andere Probleme verbunden. So wird beispielsweise befürchtet, dass durch die Verschiebungen im Refinanzierungsverhalten Investitionen in Deutschland verdrängt worden seien. Deutsche Banken haben in der Tat die Eurosystem-Refinanzierung zurückgefahren, da ihnen einerseits Mittel im Auslandszahlungsverkehr zufließen und sie sich andererseits zu günstigen Konditionen am Interbankenmarkt mit Liquidität eindecken konnten. Infolgedessen ging der Anteil deutscher Banken an den Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems, der Anfang 2007 mit rund 250 Mrd € noch bei deutlich mehr als der Hälfte des Gesamtvolumens gelegen hatte, zuletzt auf etwa ein Zehntel zurück. Diese Verringerung des Refinanzierungsvolumens war jedoch nicht zuletzt angesichts der Vollzuteilungspolitik des Eurosystems – eine *freiwillige Entscheidung* der deutschen Banken. Infolge des Liquiditätszuflusses aus dem Ausland hätten deutsche Banken – bei entsprechender Nachfrage – jederzeit mehr Kredite vergeben können. Eine Verdrängung inländischer Investitionen kann über diesen Mechanismus jedenfalls nicht begründet werden. Eine etwaige »Ressourcenkonkurrenz« besteht weder in realwirtschaftlicher Hinsicht noch in Bezug auf die Notenbanken. Solange die Banken in den Kernländern über notenbankfähige Sicherheiten verfügen, sind auch ihre Refinanzierungsmöglichkeiten über die Notenbank nicht beschränkt.

Zudem wird die Ansicht vertreten, dass eine Fortsetzung der jüngsten Entwicklung die einheitliche Geldpolitik erschwe-

re, da der Liquiditätsüberschuss bei einzelnen Banken der Kernländer, insbesondere in Deutschland, die Zinssteuerung durch das Eurosystem beeinträchtigt. Diese Befürchtungen sind nicht stichhaltig. Bei reichlicher Liquiditätsausstattung bildet die Einlagefazilität eine Untergrenze für die Kreditzinsen der Geschäftsbanken. Die Verzinsung der Einlagefazilität stellt für die Geschäftsbank die Opportunitätskosten zu jeder anderen Form der Geldanlage und Kreditvergabe dar. Bei einer Erhöhung des Leitzinses werden in der Regel die Zinsen der Einlagefazilität im selben Umfang erhöht, so dass sich auch die Opportunitätskosten der Geschäftsbanken erhöhen. Demzufolge kann eine reichliche Liquiditätsausstattung per se die geldpolitische Transmission nicht zum Erliegen bringen. Der empirische Befund zur Zinsweitergabe auch in der Krise bestätigt, dass es diesbezüglich im Euroraum zu keiner strukturellen Veränderung gekommen ist. Darüber hinaus kann das Eurosystem jederzeit dem Markt durch absorbierende Operationen (zum Beispiel Repogeschäfte) überschüssige Liquidität entziehen, falls die üppige Liquiditätsausstattung der Geschäftsbanken in den Kernländern möglicherweise die Preisstabilität gefährden sollte. Ein von manchen Kritikern der Target2-Salden hierzu für notwendig erachteter Rückgriff auf Gold- und Devisenreserven (vgl. Sinn und Wollmershäuser 2011, 45) ist jedenfalls nicht erforderlich. Entscheidend für die Geldpolitik des Eurosystems sind grundsätzlich nicht die Target2-Salden, sondern die Liquiditätsbereitstellung insgesamt – unabhängig über welche nationale Zentralbank diese (primär) erfolgt. Eine Unterscheidung zwischen Zentralbankgeld, welches eine Zentralbank des Eurosystems in Refinanzierungsgeschäften mit gebietsansässigen Banken schafft, und solchem, das in anderen Ländern bereit gestellt wurde und den Banken über Target2 zufließt, ist im Rahmen einer Währungsunion irrelevant. Ein Euro ist ein Euro, unabhängig davon, welche der nationalen Zentralbanken ihn in Umlauf bringt.

Schließlich wird argumentiert, dass durch Target2-Salden die Leistungsbilanzdefizite der peripheren Länder finanziert wurden und werden. In der Tat mag der zuletzt beobachtete, rein saldenmechanische Zusammenhang zwischen den Leistungsbilanzsalden auf der einen und Target2-Positionen auf der anderen Seite zu der Schlussfolgerung verleiten, das Eurosystem leiste durch die Akzeptanz von Target2-Salden Leistungsbilanzungleichgewichten im Euroraum Vorschub. Diese Vorwürfe sind jedoch nicht berechtigt. Es ist zwar zutreffend, dass in einer Währungsunion divergierende Leistungsbilanzentwicklungen im gemeinsamen Währungsraum entstehen können und diese insbesondere nach Gründung der europäischen Währungsunion auch entstanden sind. Diese können in einem gemeinsamen Finanzmarkt mit der einheitlichen Währung grundsätzlich leichter über private Kapitalströme finanziert werden. Insofern kann eine Währungsunion auch die Aufrechterhaltung solcher Ungleichgewichte erleichtern, wenn keine adäquate Bepreisung von Risiken bei der Bereitstellung von Kapital und Kredit erfolgt. Eine

direkte Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten durch die Notenbanken fand jedoch und findet auch zukünftig nicht statt. Dies zeigen auch Bindseil und König (2011) sowie Buitter et al. (2011), indem sie Leistungsbilanzsalden und Veränderung von Target2-Positionen einzelner Länder im zeitlichen Verlauf gegenüberstellen. Das Beispiel Irlands, dessen Leistungsbilanz in den letzten Jahren von einem starken Defizit in den Überschussbereich drehte, belegt im Übrigen, dass dies nicht mit einer entsprechenden Verringerung der Target2-Salden einhergehen muss; der irische Passivsaldo ist in diesem Zeitraum sogar stark angewachsen. Dies verdeutlicht, dass hinter den Target2-Salden zuvorderst die Probleme in den Bankensystemen der EWU-Peripherie stehen. Durch die umfangreiche Bereitstellung von Liquidität durch das Eurosystem erfolgt eine Stützung von Bankensystemen mit eingeschränktem Zugang zu einer marktmäßigen Refinanzierung. Dies verhindert extrem kurzfristige Anpassungsprozesse, nicht zuletzt auch der Leistungsbilanzdefizite, und ermöglicht stattdessen einen zeitlich etwas gestreckteren, aber geordneteren Ablauf der notwendigen Anpassungen in den Peripherieländern. Denn eine solche graduelle Anpassung ohne schwere Verwerfungen in den Finanzsystemen dieser und potenziell auch anderer Länder kann die gesamtwirtschaftlichen Kosten insgesamt deutlich geringer halten. Das heißt aber keinesfalls, dass die Korrektur der Ungleichgewichte umgangen werden kann oder auf die lange Bank geschoben werden sollte.

Der genauere Blick auf die Zusammenhänge und Hintergründe der Target2-Salden hat somit gezeigt, dass auch die Idee einer direkten Begrenzung oder die Forderung nach einem regelmäßigen Ausgleich der Target2-Salden nicht sachgerecht ist. Dies gilt auch für Vorschläge, das Verfahren eines jährlichen Ausgleichs der Interdistrict Settlement Accounts (ISA) des US Federal Reserve Systems (vgl. Board of Governors of the Federal Reserve System 2010) auf Europa zu übertragen. Sie verkennen Art und Zweck des dortigen Ausgleichsverfahrens: Der im Fed-System praktizierte, in der Regel nur teilweise Ausgleich erfolgt letztlich mit Wertpapieren, welche die regionalen Federal Reserve Banken aus den Offenmarktgeschäften des Systems erhalten. Eine Limitierung der Salden oder eine Einschränkung des Zahlungsverkehrs zwischen den Distrikten ist aber zu keiner Zeit vorgesehen. Der Mechanismus ist nicht geeignet, um Ungleichgewichte zwischen den Distrikten zu beseitigen oder dauerhaft zu vermeiden. Er dient lediglich dazu, die unverzinslichen ISA-Salden in zinstragende Positionen umzuwandeln. Die Target2-Salden im Eurosystem werden im Gegensatz dazu a priori mit dem marginalen Zuteilungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte, infolge der Vollzuteilung derzeit also dem Mindestbietungssatz, verzinst. Dem liegt die Auffassung zugrunde, dass solche Aktivposten der Zentralbankbilanz grundsätzlich in angemessener Weise zinstragend sein sollen. Da aber die Zinsen auf Target2-Verrechnungssalden letztlich in die Gewinnverteilung

des Eurosystems eingehen, entstehen im Ergebnis aus Target2 keine zusätzlichen Zinseinkommen für die beteiligten nationalen Zentralbanken.

Mit einem Rückgang der Target2-Salden ist zu rechnen, sobald sich ausländische Banken nicht mehr übermäßig mit Liquidität beim Eurosystem versorgen wollen oder versorgen können und diese indirekt im gesamten System verteilt wird. Dies dürfte sich einstellen, sobald die Spannungen an den Finanzmärkten zurückgehen und nicht zuletzt der Euro-Interbankengeldmarkt seine volle Funktionsfähigkeit wiedererlangt hat, so dass der Liquiditätsausgleich zwischen den Geschäftsbanken (auch international) wieder funktioniert. Dies setzt voraus, dass das Vertrauen in den Bankensektor im Euroraum und in die einzelnen Banken wiederhergestellt wird und die Problembanken saniert werden oder aus dem Markt ausscheiden. Für das Eurosystem ist es in diesem Zusammenhang entscheidend, dass auch hierbei die entsprechenden Verantwortlichkeiten zwischen Geldpolitik und Finanzpolitik gewahrt werden. Konkret bedeutet dies, dass die kurzfristigen liquiditätspolitischen Sondermaßnahmen des Eurosystems zur Eindämmung der akuten krisenhaften Entwicklungen nicht den notwendigen Restrukturierungsprozess verzögern oder gar ersetzen dürfen. Schon allein deshalb ist eine zeitnahe Rückführung der Sondermaßnahmen geboten.

Literatur

- Bindseil, U. und P.J. König (2011), *The Economics of TARGET2-balances*, SFB 649 Discussion Paper 2011-035.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2010), *Financial Accounting Manual for Federal Reserve Banks*, 40.40 SOMA Participation, Revision Set 50, December 2010.
- Buiter, W., E. Rahbari und J. Michels (2011), *TARGETing the wrong villain: TARGET2 and intra-Eurosystem imbalances in credit flows*. Citi Global Economics View, 9 Juni.
- Deutsche Bundesbank (2011), »Die Entwicklung des TARGET2-Saldos der Bundesbank«, *Monatsbericht* 63(3), 17–37, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank (2011), *Target Annual Report 2010*, Frankfurt am Main.
- Sinn H.-W. und T. Wollmershäuser (2011), »Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB«, Ifo Working Paper Nr. 105.