



Jan Pieter Krahenen

Über Scheinriesen: Was TARGET-Salden tatsächlich bedeuten Eine finanzökonomische Überprüfung

SAFE White Paper No. 56 | August 2018

SAFE | Sustainable Architecture for Finance in Europe

A cooperation of the Center for Financial Studies and Goethe University Frankfurt

House of Finance | Goethe University
Theodor-W.-Adorno-Platz 3 | 60323 Frankfurt

Tel. +49 69 798 33684 | Fax +49 69 798 33910
policy_center@safe.uni-frankfurt.de | www.safe-frankfurt.de

Über Scheinriesen: Was TARGET-Salden tatsächlich bedeuten Eine finanzökonomische Überprüfung¹

Jan Pieter Krahen

August 2018

Abstract

Der TARGET-Saldo der Bundesbank beläuft sich gegenwärtig auf knapp 1 Billion Euro. Kritikern zufolge birgt dieser Umstand hohe Lasten und Risiken für den deutschen Steuerzahler und zeigt, dass Deutschland zu einem „Selbstbedienungsladen“ im Eurosystem geworden sei. Vor diesem Hintergrund erörtert das Papier im Detail, wie TARGET-Salden überhaupt entstehen und was sie finanzökonomisch bedeuten. Die wirtschaftspolitische Analyse kommt zu dem Schluss, dass - anders als von den Kritikern behauptet- unter den Bedingungen einer Währungsunion im Normalbetrieb - TARGET-Salden lediglich Verrechnungssalden ohne weitere Implikationen sind, die aber nützliche Informationen über ökonomisch tieferliegende, regionale Verschiebungen geben können. Unter dem Extremszenario eines Zerfalls der Währungsunion können TARGET-Salden zwar als offene Positionen interpretiert werden, deren spätere Erfüllung würde aber ähnlich dem Brexit von komplizierten politischen Verhandlungen abhängen, sodass über die Werthaltigkeit allenfalls spekuliert werden kann. Sollte man das Extremszenario für bedeutend halten, und politisches Handeln fordern, erscheinen zwei Lösungen sinnvoll. Beide Vorschläge führen zu einer institutionellen Stärkung der Eurozone: i) die Einführung einer Tilgungspraxis, wie sie im US-amerikanischen Fedwire-System angewandt wird. Dabei handelt es sich um eine rein fiktive Tilgung in Form einer Umbuchung auf einem gemeinsamen (Offenmarkt-)Konto bei der EZB; ii) die Bündelung aller monetären Aktivitäten bei der EZB, sodass eine regionale Abgrenzung von Zahlungsvorgängen entfällt (und damit die TARGET-Salden verschwinden), weil alle Banken in direkter Beziehung zu ein und derselben Zentralbank stehen und der Zahlungsverkehr direkt zwischen den beteiligten Banken stattfindet.

¹ SAFE Policy Paper repräsentieren die persönlichen Ansichten der Autoren und nicht notwendigerweise die von SAFE oder seiner Mitarbeiter.

I. Das erstaunliche Interesse an der Organisation des internationalen Zahlungsverkehrs und dessen Salden

Die Organisation des Zahlungsverkehrs innerhalb eines Landes und über Ländergrenzen hinweg innerhalb eines Währungsraums ist eine komplexe Aufgabenstellung, bei der Effizienz- und Stabilitätsüberlegungen gleichermaßen eine wichtige Rolle spielen.² Das europäische TARGET-System³ ist eine von dem System europäischer Zentralbanken seit 1999 angebotene Infrastruktur zur schnellen und reibungsfreien Abwicklung internationaler Geldüberweisungen. In dem System werden Zahlungen von Kontoinhabern eines Landes an Zahlungsempfänger in anderen Ländern gebündelt und über die Zentralbank des jeweiligen Empfängerlandes an den Letztempfänger, eine Person oder eine Firma, geleitet. Da hier Zentralbankgeld übertragen wird – sprich: Buchungen zwischen Zentralbanken stattfinden, die in ein gemeinsames Währungssystem eingebunden sind, können unausgeglichene Zahlungsverkehrssalden zwischen den Zentralbanken entstehen. Weil die gegenseitigen Zahlungen zwischen zwei Ländern, die innerhalb eines bestimmten Zeitraums ausgetauscht werden, normalerweise unterschiedlich hoch sind, entstehen täglich Überschüsse oder Defizite auf den verschiedenen Zentralbankkonten, sogenannte TARGET-Salden.

Die spannenden Fragen, auf die dieser Beitrag eine Antwort zu geben versucht, lauten: Wie sind TARGET-Salden, die im Zahlungsverkehr einer Währungsunion unter bestimmten Organisationsregeln des Zahlungsverkehrs entstehen können, aus (finanz-)ökonomischer Sicht einzuschätzen? Handelt es sich bei den offenen TARGET-Salden um finanzielle Forderungen und Verbindlichkeiten, die sinnvollerweise mit Sicherheiten zu unterlegen sind oder gar jederzeit zu tilgen sind? Was würde ein abruptes Ende der Währungsunion oder ein Ausstieg eines einzelnen Landes („Italoexit“, „Dexit“) für die dann „offenen“ TARGET-Positionen bedeuten? Und schließlich: Falls sich TARGET-Salden als problematisch erweisen sollten, welche institutionelle Reform oder Weiterentwicklung im Eurosystem bietet sich an?

Gegenwärtig beläuft sich der TARGET-Saldo der Bundesbank auf knapp EUR 1 Billion (956 Milliarden). Er hat damit den höchsten Stand seit 2007 erreicht. Spiegelbildlich hierzu weisen vor allem die südeuropäischen Länder negative Salden in gleicher Höhe auf, weil sich die Salden aller beteiligten

² Ob zwar nicht Gegenstand dieses Aufsatzes, darf eine bedeutende Errungenschaft nicht übersehen werden, die das von Zentralbanken organisierte System des Zahlungsverkehrs für eine nachhaltige Finanzarchitektur beiträgt: Ohne ein TARGET-System würde der Zahlungsverkehr über Interbankenmärkte ablaufen – mit entsprechend hohen systemischen Risiken in Krisenzeiten.

³ Die Abkürzung steht für *Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System*, welches seit Ende 2007 in seine zweite Generation (TARGET2) überführt wurde. Sofern im Folgenden von TARGET die Rede ist, ist das System in seiner aktuellen Form gemeint.

Länder stets zu null addieren. Bei Italien, dem Land mit dem höchsten Negativsaldo, belief sich dieser im Mai 2018 auf 464 Mrd. EUR, bei Spanien auf 393 Milliarden EUR.

Um diese Zahlen ins Verhältnis zu setzen: Das Umsatz/Transfervolumen auf TARGET2 belief sich in 2016 auf 445 Billionen Euro; im Tagesdurchschnitt sind dies etwa 1.800 Milliarden EUR.⁴ Auch in den USA gibt es ein über die Federal Reserve Banken betriebenes inneramerikanisches Zahlungsverkehrssystem, *Fedwire*, das einen etwa 60% größeren Umfang hat als TARGET2. Hier belief sich 2016 das Transfervolumen auf ca. 725 Billionen EUR (täglich 2.900 Milliarden EUR).⁵

Die Gretchenfrage in Bezug auf die beobachteten Salden lautet: Was tun, wenn diese TARGET-Salden sehr groß werden? Sind sie ein eigenständiger Risikofaktor, der politisches oder finanzielles Handeln erfordert, und falls das bejaht wird, welche Maßnahmen sollten ergriffen werden?

Die Warnung vor exzessiven TARGET-Salden spielt insbesondere in der öffentlichen Diskussion in Deutschland eine bemerkenswerte Rolle, seit der seinerzeitige Präsident des IFO-Institut, Hans-Werner Sinn, im Jahre 2011 auf diese Entwicklung hingewiesen hat. In zahlreichen Veröffentlichungen hat Sinn, Deutschlands derzeit wohl bekanntester Ökonom, das zuvor unbeachtet gebliebene Phänomen der TARGET-Salden durch seine Untersuchungen und zugespitzten wirtschaftspolitischen Kommentare in die öffentliche Diskussion gezogen und es in das Zentrum einer umfassenden Kritik des Eurosystems gestellt.⁶ Das ist eine bemerkenswerte wissenschaftliche und politikberatende Leistung, die allerdings im Unterschied zur öffentlichen Diskussion in Fachkreisen höchst umstritten ist.

Die auf den folgenden Seiten vorgetragene Diskussion der von Sinn eingenommenen Extremposition bezieht sich in erster Linie auf die ökonomische Interpretation dessen, was TARGET-Salden darstellen - und daraus abgeleitet auf die Handlungsempfehlungen, die aus der Analyse abgeleitet werden können.

Um diese kritische Position mit einem Bild zu illustrieren: TARGET-Salden ähneln nach der hier vertretenen Sicht einem Messinstrument der interregionalen (und internationalen) Ausgeglichenheit von Zahlungsströmen. Damit ist ein dauerhaft hoher TARGET-Saldo ein Hinweis auf eine

⁴ Das TARGET-System operiert real-time, d.h. ohne Zeitverzug – es ist aber nicht das einzige Zahlungsverkehrssystem, das für internationale Überweisungen zur Verfügung steht. So werden Devisentransaktionen unter Banken überwiegend mit dem privaten CLS-System (Continuous Linked Settlement) abgewickelt, das von den wichtigsten internationalen Banken gemeinsam betrieben wird; die Volumina sind etwa doppelt so hoch wie jene im TARGET-System, die Ausführungsgeschwindigkeit ist aber deutlich langsamer. Ein Erfüllungsrisiko wird hier durch zeitgleiche Ausführung von Aufträgen in entgegengesetzter Richtung ausgeschlossen. Für diese Synchronisierung der Zahlungsvorgänge (Clearing) sorgt die CLS Bank mit Sitz in New York. Eine dauerhafte Saldenbildung kann es aufgrund der zentralen Clearing- und Settlement-Bank nicht geben.

⁵ In den USA und in Europa gibt es außerdem private Zahlungsverkehrssysteme, wie CHIPS (USA) oder EURO1 in Europa, die vom Volumen her teilweise größer sind als die zentralbankbetriebenen Systeme und von der Funktionsweise ähnlich wie CLS gestaltet sind.

⁶ Unter den zahlreichen Debattenbeiträgen ist vor allem die grundlegende Untersuchung in Sinn/Wollmershäuser (2012) zu nennen.

Unausgeglichenheit von Geldströmen zwischen Regionen. Dies kann eine Problemlage in dem zugrundeliegenden Wirtschaftssystem anzeigen, muss es aber nicht – der Saldo ist aber selbst weder notwendiger noch hinreichender Ansatzpunkt für wirtschaftspolitisches Handeln.

Um eine Thermometer-Analogie zu verwenden: Es kann ebenso keine sinnvolle Behandlung einer Entzündung im menschlichen Organismus sein, ein Thermometer, das erhöhte Fieberwerte anzeigt, einfach abzukühlen oder lediglich fiebersenkende Mittel zu verabreichen. Stattdessen verlangt ein sinnvoller Therapieansatz die Behandlung von Krankheitsursachen – wenn es sich denn überhaupt um eine Krankheit handelt.

In einem jüngst erschienenen FAZ- Aufsatz⁷ fasst Sinn seine Argumente noch einmal zusammen und beschreibt die Falle, in die die Bundesbank und mit ihr der deutsche Steuerzahler im Rahmen des Zahlungsverkehrssystems „TARGET“ geraten sei. Deutschland ist, so schreibt er, zu einem Selbstbedienungsladen geworden, in dem sich andere Länder nach Belieben verschulden dürfen, während es als Gegenleistung wertlose Buchforderungen erhält, die nicht einmal fällig gestellt werden dürfen. Er stellt weiterhin fest, dass die bei der EZB hinterlegten Sicherheiten der Schuldnerländer heute sogar Schrottpfänder sein dürfen. Im Gegenzug dürften die Verkäufer dieser wertlosen Papiere werthaltige Beteiligungen an deutschen Unternehmen erwerben.

Damit öffnet, so der Autor, das jetzige System – mit TARGET2 als Kernelement -- einer gesamteuropäischen Planwirtschaft Tür und Tor, wie es seinerzeit die DDR mit ihrem System der Planwirtschaft NÖSPL⁸ angestrebt hatte.

Dieses Schreckensbild einer im Wesentlichen südeuropäisch getriebenen, währungsbezogenen, konzertierten Aktion gegen Deutschland und dessen Steuerzahler wird unterstützt durch die Stimmenverhältnisse im Governing Council der EZB. Sinn fordert unverzüglich politisches Eingreifen und schlägt vier Handlungsmöglichkeiten vor, um einer Überdehnung des Finanz- und Währungssystems durch Reform des TARGET-Mechanismus entgegenzuwirken: eine Saldenobergrenze, einen Saldenausgleich, eine fiskalische Saldenabsicherung – und wenn alles nicht hilft, so heißt es in der Langfassung des Aufsatzes: eine vollständige Saldenvermeidung durch Deutschlands Austritt aus dem Euro.

Auf den folgenden Seiten wird versucht, dieser wuchtigen Analyse des TARGET-Systems eine zweite Analyse an die Seite zu stellen, die sich auf die finanzwirtschaftliche Sichtweise konzentriert. Dabei sollen einzelne Transaktionen, die zur Entstehung von TARGET-Positionen beitragen, anhand einfacher

⁷ „Am Limit“, Hans-Werner Sinn, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 18. August 2017, S. 20-21; dem Artikel liegt eine Langfassung zugrunde, die ebenfalls im Netz verfügbar ist: „Fast 1000 Milliarden TARGET-Forderungen der Bundesbank: Was steckt dahinter?“, auch erschienen in ifo-Schnelldienst 14/2018.

⁸ Neues Ökonomisches System der Planung und Leitung der Volkswirtschaft.

Beispiele erläutert und in ihrer Buchungslogik dargestellt werden. Wir werden dabei auf Merkmale jeder derartigen grundlegenden Transaktion („Grundgeschäfte“) schauen, deren Abschluss in die eine oder andere Richtung den TARGET-Saldo beeinflusst, und die die wirtschaftliche Bewertung etwaiger bilateraler Zahlungsverkehrssalden beeinflussen können.

Die Analyse legt eine andere Handlungsmöglichkeit nahe, mit der TARGET-Salden zum Verschwinden gebracht werden können. Diese läuft auf die institutionelle Weiterentwicklung des europäischen Zahlungsverkehrs und der Währungsunion hinaus – durch regelmäßige Umverteilung der TARGET-Salden auf alle Länder der Währungsunion im Verhältnis ihres Beitrags zur Geldschöpfung oder durch die Bündelung aller Transaktionen zur Umsetzung der Geldpolitik bei einer einzigen Zentralbank, der EZB. Wird eine dieser Reformen realisiert, ist auch der Exit eines Landes zumindest aus TARGET-Sicht ein weniger schweres Problem, als er heute einigen Beobachtern erscheinen mag.

Der TARGET-Saldo resultiert als Netto-Transfer aus dem Zusammenwirken zahlreicher gegenseitiger, gleichzeitiger und überlappender Grundgeschäfte. Dabei gilt, dass dieser Saldo nicht einfach einer dieser Transaktionen ursächlich zugerechnet werden kann – es ist die Summe aller in einer Periode⁹ stattfindenden Grundgeschäfte, einige mit positivem, andere mit negativem Vorzeichen, die den Saldo eines Tages, einer Woche, eines Jahres oder – wie im Falle der Eurozone – die Kumulation der Tagessalden über mehr als zehn Jahre bis auf den heutigen Tag ausmacht. Deswegen ist eine Beschreibung „der“ Ursache eines TARGET-Saldos gar nicht möglich – er (der Saldo) ergibt sich aus dem Zusammenfließen vieler Transaktionen mit unterschiedlichen Vorzeichen über einen langen Zeitraum.¹⁰ Umso wichtiger, die verschiedenen Grundgeschäfte zu kennen, die den hohen Forderungs- und Saldenstand auf Seiten einer Zentralbank – vor allem der der Bundesbank – beeinflussen können.

Nach der Betrachtung der Einzeltransaktionen können die verschiedenen Grundgeschäfte zusammenhängend betrachtet werden. Dies wird in Abschnitt IV dieses Beitrags geschehen. Die Betrachtung kann einen Anhaltspunkt dafür liefern, unter welchen Bedingungen der TARGET-Saldo eines Landes über längere Zeiträume positiv, der eines anderen Landes aber negativ werden kann. Da aber die Summe der TARGET-Salden aller teilnehmenden Länder stets null beträgt, kann man dauerhaft positive und negative Salden als Indikator für anhaltende Verschiebungen von Vermögen und Wertschöpfung zwischen den Ländern interpretieren.

⁹ Diese „Periode“ kann auch die Totalperiode sein, also der Zeitraum von der Begründung des Zahlungssystems bis zur Gegenwart – so wie es im TARGET-System tatsächlich der Fall ist. Der heute ausgewiesene TARGET-Saldo Deutschlands ergibt sich aus allen Zahlungsvorgängen, die seit dem Beginn des Systems in 2007 gebucht worden sind.

¹⁰ Dennoch kann man auf der Grundlage fundamental erwarteter Zahlungsvorgänge einen Saldo abschätzen, der sich auch ökonomisch interpretieren lässt.

Damit gelangen wir zum Kernpunkt dieses Abschnitts: Wenn TARGET-Salden Symptome für unausgewogene interregionale Zahlungsströme sind, dann könnten sie auf tiefer liegende wirtschaftliche Ungleichgewichte hinweisen - dann kann eine Begrenzung der Höhe von TARGET-Salden nur dann ein sinnvolles Ziel sein, wenn regional ausgeglichener Zahlungsverkehr ein ökonomisch sinnvolles Ziel oder Zwischenziel ist.

Symptome können helfen, die Frage nach den Ursachen eines Phänomens (z.B. der Höhe des TARGET-Saldos) zu stellen – sie selbst zum Gegenstand der Therapie zu machen ist dagegen wenig aussichtsreich. Daher wird eine ökonomisch sinnvolle Handlungssuche bei diesen grundlegenden Ursachen, und nicht bei den TARGET-Salden selbst ansetzen müssen.

Mehr noch, gerade weil TARGET-Salden auf eine regionale Unausgeglichenheit im europäischen Wirtschafts- und Währungsraum hinweisen, ist zu fragen, ob hierdurch Probleme der Nachhaltigkeit oder der längerfristigen Stabilität entstehen können, ob sie Symptome eines tiefer liegenden Problems sind. Aus diesem Grunde lassen sich kumulierte TARGET-Salden auch als Indikatoren für einen politischen Handlungsbedarf deuten – wobei der Begriff Indikator auch darauf hinweisen soll, dass er Handlungsbedarf anzeigen kann, aber nicht muss.

Denn es kann auch nachhaltige, langfristig durchhaltbare Salden geben – etwa wenn Konsumenten eines Landes dauerhaft mehr exportieren, als sie importieren und dadurch dauerhaft unausgeglichene Zahlungsströme zwischen den Ländern entstehen. Oder wenn eine langanhaltende expansive Geldpolitik so umgesetzt wird, dass dauerhafte Salden entstehen. Oder wenn die Herausbildung eines Finanzzentrums in einem der Länder zu Überweisungsstrukturen zwischen Banken führen, die dauerhaft Salden erzeugen.

Saldenbeseitigung durch Umbuchung oder Umschuldung wäre daher im Allgemeinen kein sinnvoller Schritt nach vorne. Wie wir noch sehen werden, laufen die meisten der in der aktuellen Diskussion gemachten Vorschläge zur Saldentilgung auf eine solche Umschuldung und damit auf Verschleierung des Problemindikators „TARGET-Saldo“ hinaus.

Schließlich bleibt noch die Frage nach der Allgemeinheit dieser Aussagen: Wir konzentrieren uns in diesem Beitrag auf das TARGET-System und die dort auftretenden Salden. Gelten die Aussagen aber auch für andere Zahlungssysteme? Anhand des US-Systems (Fedwire) kann begründet werden, dass die hier vorgetragene Kritik an der Saldentilgung sich auch auf andere Zahlungssysteme übertragen ließe. Sie (die hier vorgetragene Kritik) ist auch ein Grund dafür, dass seit Ende des Goldstandards im US-amerikanischen Fedwire-System keine Saldentilgung mehr vorgenommen wird – sondern eine jährliche Umbuchung zwischen den 12 regionalen Reservebanken auf dem gemeinsamen Offenmarkt-Konto des kontoführenden Instituts (FRBNY).

Der Rest dieses Papiers gliedert sich wie folgt. Teil II wird anhand von Beispielen zeigen, wie sich die wichtigsten Grundgeschäfte im Rahmen des internationalen Leistungs- und Kapitalverkehrs auf TARGET-Salden auswirken. Hierfür wird auf der Basis von T-Konten illustriert, wie TARGET-Positionen überhaupt entstehen – und was sie bedeuten. Teil III zeigt, dass eine direkte Begrenzung der TARGET-Salden, etwa durch ein Verbot oder durch eine Tilgungsvereinbarung, keine sinnvolle, ökonomisch begründbare Problemlösung darstellen kann. Teil IV führt die Überlegungen zusammen und vergleicht die Bedeutung von TARGET-Salden in einer stabilen Währungsunion (Normalszenario) und in einer instabilen Währungsunion (Extrem-Exitszenario). Aus der Analyse ergeben sich zwei Lösungsvorschläge, die im Sinne einer institutionellen Reform des Eurosystems TARGET-Salden beseitigen.

II. Die Entstehung von TARGET-Positionen – eine Analyse ausgewählter Grundgeschäfte

Die Darstellung von Grundgeschäften, die zu TARGET-Positionen führen, nutzt typischerweise die Darstellung von T-Konten oder eine entsprechende tabellarische Darstellung. Beispiele finden sich bei Checchetti (2018), Whelan (2017), Bindseil/König (2011); vgl. auch Ulbrich/Lipponer (2011) und ebenfalls ausführlich Sinn/Wollmershäuser (2012). Dabei wird typischerweise ein Transaktionsaufbau auf nationaler und internationaler Ebene miteinander verglichen. Es geht jeweils um eine Überweisung von einem Wirtschaftssubjekt W1 (ein Haushalt oder eine Firma) an ein anderes Wirtschaftssubjekt W2.

a) Buchungssätze im internationalen Zahlungsverkehr mit und ohne Währungsunion

Sitzen die Wirtschaftssubjekte W1 und W2 im gleichen Land und nutzen sie für die Zahlung ihre laufenden Konten, die sie bei derselben Bank B1 unterhalten, so findet eine Umbuchung vom Konto des W1 auf jenes des W2 innerhalb der Konten von Bank 1 statt. In diesem einfachen Falle wird weder ein Interbankenkonto noch gar ein Zentralbankkonto berührt. Dies ist in Abbildung 1 mit einem Pfeildiagramm dargestellt. Dabei steht der Pfeil für den jeweiligen Buchungssatz, hier zum Beispiel von Guthabenkonto W1 an Guthabenkonto W2. Konto W1 wird belastet, Konto W2 erkannt.

Abbildung 1: Buchungssätze Innerbank

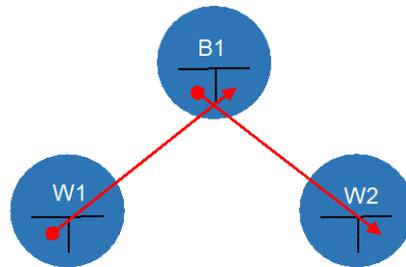


Abb. 1

Sitzen W1 und W2 im gleichen Land, führen ihre Konten aber bei unterschiedlichen Banken (W1 bei Bank B1 und W2 bei Bank B2), so entstehen Interbankpositionen, damit eine Zahlung von W1 nach W2 übertragen werden kann. Diese Interbankbeziehung ist in Abbildung 2 dargestellt. Sie wird durch eine Umbuchung auf den Konten abgebildet, die beide Banken bei ihrer nationalen Zentralbank Z unterhalten. Damit entsteht analog zu der Überweisung von W1 an W2 in Abbildung 1 eine Umbuchung auf den Zentralbankkonten von B1 und B2. B1 bucht eine Forderung gegen B2 ein, B1 weist entsprechend die spiegelbildliche Verbindlichkeit gegenüber B2 aus.¹¹

Sitzen W1 und W2 in unterschiedlichen Ländern, so sind nun zwei Zentralbanken involviert, Z1 und Z2, wie in Abbildung 3 dargestellt. Ganz analog zum vorausgegangenen Fall, nur um eine Ebene erweitert, läuft die Kette der Buchungssätze im Falle einer Überweisung von W1 bei Bank 1 in Land A an W2 bei Bank 2 in Land B über eine Interzentralbankbeziehung, ähnlich der Korrespondenzbankbeziehung in Fußnote 10. Die beiden betroffenen Zentralbanken unterhalten gegenseitig Guthabekonten (die natürlich auch Negativsalden aufweisen können), mit deren Hilfe die gewünschte Übertragung des Guthabens von W1 an W2 erfolgen kann. Der Buchungssatz auf der Ebene der beiden Zentralbanken lautet: Von Zentralbank Z1 (Soll) an Zentralbank Z2 (Haben). Z2 erwirbt also eine Forderung gegen Z1, während Z1 eine spiegelbildliche Verbindlichkeit einbucht.

¹¹ Die genannte Überweisung kann aber auch ohne Einschaltung einer Zentralbank zwischen den beiden Banken im Rahmen einer direkten Korrespondenzbankentransaktion stattfinden. In diesem Fall unterhalten die beiden Banken gegenseitige Guthabekonten, die im Falle einer Überweisung belastet bzw. erkannt werden (Loro- und Nostro-Konten).

Abbildung 2: Buchungssätze Interbank

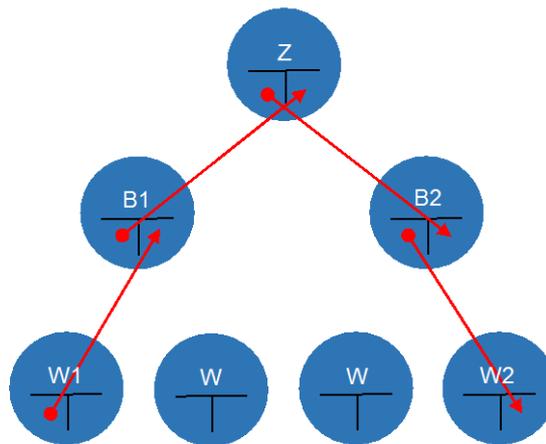


Abb. 2

Als letzten Schritt der Verkomplizierung der an und für sich elementaren Überweisung zwischen W1 und W2 nehmen wir nun noch an, dass die beiden Länder 1 und 2 einem gemeinsamen Währungsraum angehören und es eine gemeinsame Zentralbank für den Währungsraum gibt, nennen wir sie WZB. Das Schaubild erfährt jetzt seine letzte Ergänzung, die über allen Beteiligten thronende WZB. Eine Überweisung von W1 an W2 führt nun über das zentrale Zahlungsverkehrskonto der WZB. Sollte die beispielhaft betrachtete Überweisung von W1 an W2 tatsächlich die einzige Transaktion des Tages bleiben, so ist sie zugleich der Tagessaldo und erhöhte die Forderungsposition der Zentralbank Z2 gegenüber der WZB (die wiederum das System der Zentralbanken ausmacht), während die Verbindlichkeit der Zentralbank Z1 um den gleichen Betrag ansteigt.

Nur am Rande sei angemerkt, dass die WZB natürlich auch die Zentralbanken des Systems, zu dem auch Z1 und Z2 zählen, konsolidieren könnte und sie, die regionalen Zentralbanken, zu Zweigstellen machen könnte. In diesem Fall gäbe es aufgrund der kontomäßigen Konsolidierung keine ausgewiesenen Regionalforderungen und -verbindlichkeiten und damit auch keine Salden mehr.

Werden in einer Periode viele Transaktionen zwischen Wirtschaftssubjekten aus A und B abgewickelt, teilweise in die eine, teilweise in die andere Richtung, so können diese Transaktionen über einen gewissen Zeitraum, zum Beispiel 1 Tag oder 1 Jahr zusammengefasst werden. Es ergibt sich die zeitraumbezogene Differenz von Transaktionen zwischen den beiden Ländern, zahlreiche Transaktionen werden sich gegenseitig neutralisieren. Was als Differenz am Ende des gewählten Zeitraums bleibt, entspricht ihrem Wesen nach dem TARGET-Saldo. Er zeigt an, in wie weit sich die

gegenseitigen Transaktionen gerade ausgleichen. Bezogen auf das Eurosystem belaufen sich die kumulierten Salden über einen 10-Jahres-Zeitraum auf etwa 0,5 Promille des Transaktionsvolumens.

Abbildung 3: Buchungssätze Internationaler Zahlungsverkehr

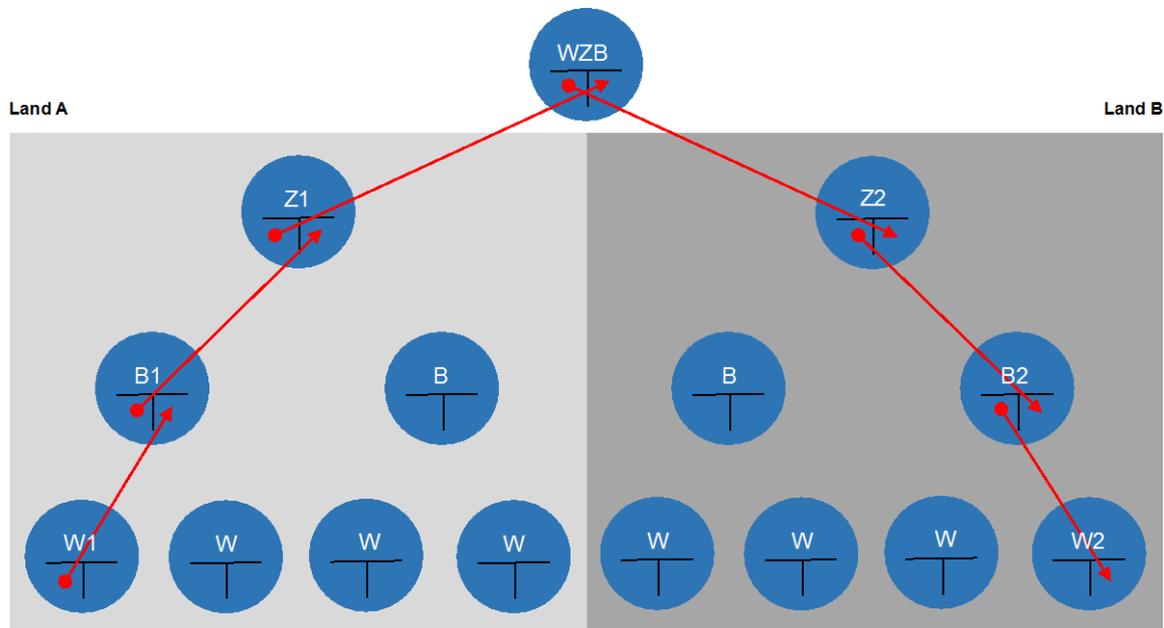


Abb. 3

Angesichts der Fülle von Anlässen, die zu internationalen Überweisungen führen können, ist es ein Zufall, wenn sich diese bilateralen Salden zwischen je zwei Zentralbanken über einen gegebenen Zeitraum gerade ausgleichen. Sie sind nichts anderes als die Überweisungssalden zwischen Wirtschaftssubjekten, die in bestimmten Regionen leben, wobei die Regionen beschrieben sind als die Einzugsgebiete der jeweiligen Zentralbanken – wir bezeichnen diese Salden daher im Folgenden als *Regionalzahlungsverkehrssalden*.¹²

b) Ausgewählte Grundgeschäfte und die Entstehung von TARGET-Positionen

Nach dieser Illustration der Buchungssätze im internationalen Zahlungsverkehr wenden wir uns nun einigen typischen Zahlungsvorgängen zu und fragen, wie sie sich auf die Forderungssituation einer Zentralbank auswirken, und wie sie sich auf den Zentralbanksaldo in unserem Beispiel, dem Äquivalent zum europäischen TARGET-Saldo, auswirken würde. Am Ende jedes Beispiels wird erläutert, wie sich eine Saldentilgung darstellt, wenn die jeweils betrachtete Transaktion den Saldo ausmacht.

¹² Wie wir später noch sehen werden, können Regionalzahlungsverkehrssalden durchaus auf mögliche Disparitäten der wirtschaftlichen Entwicklung zwischen Regionen hinweisen und können daher Hinweise auf wirtschaftspolitische Maßnahmen geben, mit deren Hilfe sich Regionalzahlungsverkehrssalden verändern lassen – so dies politisch erwünscht ist.

Beispiel 1: Private Urlaubsreise

Wirtschaftssubjekt 1 aus dem Land A verbringt seinen Urlaub in Land B. Es bezahlt am Abreisetag die aufgelaufenen Kosten für Übernachtung mit Vollpension mit seiner EC-Karte. Durch die Verwendung der EC-Karte wird eine Belastung des Kontos im Heimatland A bei seiner Bank ausgelöst. Die dann laufende Geldüberweisung von W1 zu dem Empfänger-Kontoinhaber W2 im Land B läuft mit Blick auf die Buchungssätze genauso ab, wie in Abbildung 3 dargestellt. Auf diese Weise entsteht eine TARGET-Position bei der Zentralbank Z1 als Verbindlichkeit, bei Z2 als Forderung. Wenn Reisende aus Deutschland ihren Urlaub in Italien verbringen, und die dadurch ausgelösten Zahlungen werden unbar und über die Zentralbanken der beiden Länder geleitet, dann und nur dann entstehen Forderungen (gegen das Eurosystem) bei der Banca d'Italia und Verbindlichkeiten gegenüber dem Eurosystem bei der Bundesbank. Würde der Urlaub bei Abreise in bar bezahlt, oder durch Abhebung von einem Konto, das der Urlauber im Gastland unterhält, werden die TARGET-Positionen der beiden Länder nicht berührt.

Nehmen wir nur einmal kurz an, es gäbe nur diese eine Art von internationalen Transaktionen (Urlauber aus Deutschland reisen nach Italien), oder zumindest es reisen mehr Personen aus Deutschland nach Italien als Touristen in umgekehrter Richtung reisen, dann könnte man sagen: der TARGET-Saldo am Jahresende ist gewissermaßen das Spiegelbild einer realwirtschaftlichen Transaktion, nämlich des Überschusses an Reisekonsum, den Deutsche in Italien zu sich nehmen. Es handelt sich um ein (deutsches) Leistungsbilanzdefizit, dem in der Kapitalbilanz eine Transaktion mit umgekehrten Vorzeichen gegenübersteht.

Sofern sich jemand an diesem Ungleichgewicht des Reisekonsums stört, also an der Tatsache, dass mehr Deutsche in Italien Urlaub machen, als umgekehrt, so würde eine Reisekontingentierung (oder eine Reisebesteuerung) hier Abhilfe schaffen – ob sie politisch wünschenswert ist, steht auf einem anderen Blatt. Jedenfalls ließe sich so die Ursache des TARGET-Saldos gewissermaßen an der Quelle bekämpfen.

Dagegen wäre als Reaktion auf den entstandenen Saldo eine Tilgung desselben nur schwer zu begründen: Im genannten Beispiel würde die Tatsache, dass mehr Reisende in den Süden als in den Norden fahren dazu führen, dass der entstandene negative TARGET-Saldo bei der Bundesbank mit der Übertragung von Staatsschuldpapieren Deutschlands an Italien „ausgeglichen“ würde. Mit anderen Worten, um eine TARGET-Tilgung zu erreichen, würde sich der deutsche Staat in Höhe des Mehrkonsums Deutscher in Italien verschulden und diese verzinslichen Papiere bei der Banca d'Italia abliefern.

Je mehr Touristen aus Deutschland ihr Geld in Italien ausgeben, umso mehr staatlichen Vermögenstransfer erwartet die Banca d'Italia von der Bundesbank. Zu Ende gedacht bedeutet die

TARGET-Saldentilgung daher eine staatliche Rückerstattung der Konsumdifferenz Deutscher in Italien – auf diese Weise löst der überschießende private Konsumeinkommenstransfer von Nord nach Süd (zum Beispiel. mehr Urlaub in Italien als in Deutschland) einen kreditierten staatlichen Konsumeinkommenstransfer in die entgegengesetzte Richtung aus: der nach Italien abfließende private Konsum wird durch einen Zufluss staatlichen Konsums auf Kreditbasis kompensiert.

Beispiel 2: Export eines PKW

Der Verkauf eines im Land A hergestellten Fahrzeugs an einen Haushalt in Land B, der jeweils mittels Inlandskredit finanziert wird (d.h. das Unternehmen und der Haushalt verschulden sich beide gegenüber ihrer lokalen Bank über den Gesamtpreis). Die relevanten Buchungssätze sind in Abbildung 3 schematisch dargestellt. Das charakteristische Zick-Zack-Muster der Buchungen zwischen den Bilanzen der beteiligten Akteure führt zu einer TARGET-Forderung der Zentralbank Z1 des Herstellerlandes und einer gleichhohen Verbindlichkeit auf Seiten der Zentralbank Z2 des Käuferlandes.

Gäbe es keine weiteren grenzüberschreitenden Transaktionen, so wäre damit auch ein TARGET-Saldo in Höhe der Gesamtzahlung entstanden. Würden dagegen weitere Transaktionen erfolgen, zum Beispiel Konsumenten aus A verbringen ihren Urlaub in B, so müsste die Differenz der beiden in Gegenrichtung verlaufenden Zahlungsströme ermittelt werden, um den TARGET-Saldo zu bestimmen. Bleiben wir für einen Moment bei der Ausgangssituation, und nehmen an, es gibt in der betrachteten Periode nur den PKW-Export.

Nehmen wir weiterhin an, dass der entstandene TARGET-Saldo wie zuvor durch die Übereignung von Staatsanleihen des Defizitlandes getilgt werden soll, dann wird die Zentralbank Z2 Staatsanleihen im Nominalwert des TARGET-Saldos übereignen und damit dauerhaft Zinsen zahlen. Wie ist dieser Sachverhalt ökonomisch zu bewerten? Die sogenannte Saldentilgung bewirkt, dass es im Umfang des privaten Mehrkonsums der B-Konsumenten über den der A-Konsumenten zu einem staatlichen Minderkonsum im Land B und einem entsprechenden Mehrkonsum im Land A kommt.

Wiederum gilt: Der private Einkommenstransfer wird durch einen entgegengesetzten staatlichen Transfer kompensiert, wodurch gesamtwirtschaftlich wiederum das Wettbewerbsergebnis (Güterexport, Tourismus) durch staatliche Transfers rückgängig gemacht wird.

Beispiel 3: Kapitalflucht (gleichbedeutend: Auslandsinvestition)

Eine Sparerin in Land B, dem Südland, beurteilt die zukünftige Lage in ihrem Lande kritisch – sei es aus wirtschaftlichen oder politischen Gründen – und möchte deswegen ihre Altersvorsorge stärker international diversifizieren. Sie bittet ihre Bank, die Südland-Staatsanleihen in ihrem Depot zu veräußern und mit dem Erlös Aktien in Nordland zu kaufen. Die Bank beauftragt ihre

Korrespondenzbank oder, wenn sie eine Niederlassung in Nordland unterhält, ihre dortige Niederlassung, ein Aktien-ETF mit Nordaktien zu erwerben. Diese sind wiederum an einer Börse in Nordland notiert.

Die dadurch ausgelösten Buchungssätze lassen sich wiederum schematisch aus Abbildung 3 ablesen. Nach einer Umbuchung auf den Kundenkonten von Wertpapierdepot an Kasse erfolgt eine Serie von Buchungen, mit deren Hilfe eine Überweisung des Geldes von dem laufenden Konto der Sparerin an die Verkäufer des ETF über die Handelsbank erfolgt, die die Verkäuferseite an der Nordbörse repräsentiert. Auf den uns besonders interessierenden Zentralbankkonten des Nord- und des Südländes geschieht das Folgende: Die Nordland-Zentralbank erwirbt aufgrund des Zahlungsvorgangs „Südländer kauft Nord-ETF“ eine Forderung gegen die Südländ-Zentralbank.

Lassen wir einmal mögliche weitere Zahlungstransaktionen außer Acht und lassen diesen Wertpapierkauf die einzige relevante Transaktion der Periode sein, dann entsteht ein TARGET-Saldo zu Gunsten der Nordland-Zentralbank, und spiegelbildlich ein Defizit („eine Verschuldung“) auf Seiten der Südländ-Zentralbank.

Wie würde sich in diesem Falle eine sogenannte Saldentilgung mittels Übereignung von Staatsanleihen auswirken? Im ersten Schritt ist die Südländ-Zentralbank nun aufgefordert, inländische (ggf. auch ausländische) Staatsanleihen zu erwerben und diese an die Nordland-Zentralbank zu übertragen.

Was wäre ökonomisch geschehen? Eine private Auslandsinvestition (oder auch eine private Kapitalflucht) aus dem Südländ müsste, sofern sie nicht von einer gegenläufigen Auslandsinvestition des Nordlandes im Süden ausgeglichen wird und dadurch zu einem TARGET-Saldo von null führte, um einen staatlichen, zinstragenden Vermögenstransfer von Süd nach Nord ergänzt werden. Anders ausgedrückt, in Höhe der privaten Kapitalflucht müsste der Südstaat sich verschulden und zukünftig Zinsen an den Norden zahlen. Es wiederholt sich das Muster aus den vorangegangenen Beispielen: Die im Ausland erbrachte, private Sparleistung des Südländes (Konsumminderung im Inland auf Zeit, nämlich bis zur Rückholung der Spargelder) wird kompensiert von einer staatlichen Verschuldungsleistung des gleichen Landes gegenüber dem Ausland (Konsumerhöhung im Inland auf Zeit, nämlich bis zur Rückzahlung der Staatsanleihe).

Das Verlangen nach Tilgung von TARGET-Salden läuft damit zusammengefasst auf die *Rückabwicklung eines Vermögenstransfers* hinaus, der privatwirtschaftlich auf Märkten als Grundgeschäft stattgefunden hat, indem kompensierend ein staatlicher Vermögenstransfer erzwungen wird.

Beispiel 4: Unorthodoxe Geldpolitik der Zentralbank

In diesem Fall realisiert die WZB ihr geldpolitisches Ziel durch den Aufkauf von Staatsanleihen in allen Ländern der Währungsgemeinschaft, wobei zusätzlich im Sinne einer Aufkaufpolitik vorgegeben ist,

dass Staatsanleihen eines Landes nur von der jeweiligen Landes-Notenbank aufgekauft werden dürfen, Staatsanleihen des Landes A dürfen also nur von der A-Notenbank erworben werden, B-Staatsanleihen nur von der B-Notenbank usw.

Für die Buchungssätze – und damit für die TARGET-Saldenentstehung –, die mit dieser geldpolitischen Maßnahme verbunden sind, kommt es nun darauf an, in welchem Land die jeweiligen Staatsanleihen gehalten werden. Im einfachsten Fall werden Anleihen nur von Inländern gehalten – italienische Anleihen nur von Italienern, deutsche Anleihen nur von Deutschen usw. In diesem Fall entstehen durch die Aufkäufe keine TARGET-Positionen, weil kein internationaler Zahlungsverkehr stattfindet. Die geldpolitische Maßnahme ist also „TARGET-neutral“.

Im zweiten, realistischeren Fall werden alle Staatsanleihen von Anlegern aller Länder gehalten, und zwar – der Einfachheit halber angenommen – wohldiversifiziert und proportional zum Finanzvermögen der Länder. Sollte das betrachtete Nordland groß und das Südland klein sein, dann befindet sich ein Großteil aller Staatsanleihen in den Portfolios der Nordland-Haushalte. Aufgrund der vereinbarten Aufkaufpolitik wird daher ein überproportionaler Anteil der Südland-Anleihen von der Südland-Zentralbank durch internationalen Zahlungsverkehr erworben, während dies für die Nordland-Zentralbank nur in unterproportionalem Umfang gilt.

Zusammengenommen entsteht auf diese Weise reger internationaler Zahlungsverkehr über das TARGET-System, und zugleich ein TARGET-Saldo, der eine Forderung der Nordland-Zentralbank und eine Verbindlichkeit der Südland-Zentralbank aufweist.

Es entsteht also ein TARGET-Forderungssaldo auf der Nordlandseite. Was tun? Instinktiv könnte man wiederum meinen: Eine Tilgung muss her. Was würde diese Tilgung ökonomisch bedeuten? Wie schon in den vorangegangenen Beispielen würde die Südland-Zentralbank im Zuge einer Tilgung verpflichtet, in dem Ausmaß, in dem ihre Staatsanleihen von Nordländern gehalten werden, eigene (Südland-) Anleihen zu erwerben und diese zinstragend an die Nordland-Zentralbank zu übertragen. Auch hier wird eine in diesem Fall von der WZB veranlasste Investitionsentscheidung (hier der Kauf von Südland-Anleihen aus dem Besitz von Nordland-Haushalten, und damit eine Konsumerhöhung bzw. Entspargung im Norden) durch eine entgegengesetzte staatliche Finanztransaktion (hier die Übereignung von Südland-Staatsschulden an die Nordland-Zentralbank (und damit eine Entspargung bei privaten Haushalten im Süden) quasi aufgehoben.

Wir können die Liste der Beispiele fortsetzen, was wir aus Platzgründen nicht tun werden – die Quintessenz aus allen Beispielen ist aber die gleiche. Eine Tilgung von TARGET-Salden ist ökonomischer Unsinn. Und schlimmer: Sie würde eine Art staatsgelenktes Gegensteuern von Vermögenstransfers bedeuten, die von Privaten (oder der WZB, wie in Beispiel 4) vorgenommen worden sind – das erinnert an eine weiter oben erwähnte, staatliche Konsumlenkungs politik im Stile einer NÖSPL – nur dass sie

bei der hier präsentierten, finanzökonomischen Betrachtung eine Folge der TARGET-Saldentilgung ist, und nicht dessen Ursache.

Allerdings sollte man nicht vergessen, dass TARGET-Salden, um deren „Tilgung“ es hier geht, nur einen kleinen Teil der zugrundeliegenden Brutto-Zahlungsströme ausmachen. Die Tatsache, dass die regionalen Differenzen in den Bruttozahlungen in der Eurozone seit 2008 kontinuierlich gestiegen sind, wirft die Frage nach möglichen Entstehungsgründen auf. Wie in einer Studie der Europäischen Zentralbank vom September 2017 argumentiert wird, lässt sich der Anstieg der TARGET-Salden in 2016-2017 weitgehend durch die Implementierung des Wertpapierkaufprogramms der EZB (Asset Purchase Program) erklären. Grund hierfür ist der auf die einzelnen Notenbanken aufgeteilte Erwerb der Wertpapiere, wobei die Käufe jeweils von der Notenbank des Emissionslands erworben werden – unabhängig vom Ort der aktuellen Portfoliohaltung, vgl. ECB (2017b).

In ähnlicher Weise wurde der erste Schub des TARGET-Saldenaufbaus nach 2008 mit der Kapitalflucht aus Peripherie-Ländern in „sichere Häfen“, zumeist nach Deutschland in Verbindung gebracht (Whelan 2017).

III. Warum eine Beseitigung von TARGET-Salden keine wirkungsvolle Therapie darstellt

Von den Kritikern des TARGET-Systems wird immer wieder gefordert, die TARGET-Saldenhöhe zu begrenzen und einen regelmäßigen Saldenausgleich durch eine Tilgung zu erreichen, wobei der ökonomische Vorgang des Tilgens selten thematisiert wird. Der einfachste Vorschlag läuft darauf hinaus, alle beteiligten Länder im Rahmen des TARGET-Systems jährlich zu veranlassen, die zwischenzeitlich entstandenen Salden durch die Übertragung von Vermögenswerten auszugleichen, und damit die Verbindlichkeiten auf der Ebene der Zentralbanken zu tilgen (vgl. Sinn 2018). Andere Vorschläge, wie etwa die Einführung einer TARGET-Salden-Obergrenze oder die fiskalische Absicherung entstehender Salden sind mit dem Vorschlag einer jährlichen Tilgung entstandener Salden eng verwandt.

Was auf den ersten Blick sehr plausibel erscheint, die Tilgung entstandener Salden, erweist sich bei genauerer, auf die Finanztransaktionen abstellender Betrachtung als weitgehend unwirksam.

Hier ist der Tilgungsvorschlag noch einmal ausführlicher erläutert: In jährlichem Abstand sollen Zentralbanken etwaige Salden, die im Laufe des Jahres auf ihrem Zahlungskonto im Eurosystem aufgelaufen sind, durch den Austausch von Gold oder Wertpapieren wieder auf null bringen. Damit würden, so wird behauptet, die Schuldverhältnisse zwischen Zentralbanken in jährlichem Abstand bereinigt.

Das klingt zwar sehr gut, ist aber von zweifelhaftem Wert, insbesondere wenn die Tilgung mit Staatsanleihen erfolgt. In diesem Fall findet ein Tausch des Forderungssaldos der Zentralbank des

Landes A, die einen Überschuss verzeichnet, gegen Wertpapiere des Landes B, das ein Defizit verzeichnet, statt.

Auf diese Weise wird eine TARGET-Forderung der Zentralbank des Landes A gegen das Eurosystem ersetzt durch eine verbrieftete Forderung an den Staat B. Zwei Wege zur Realisierung dieses Tilgungsvorgangs sind denkbar: eine direkte Übertragung der Staatsanleihen von dem Land mit dem Negativsaldo (Land B, „Italien“) an das Land mit dem Positivsaldo (Land A, „Deutschland“), oder eine indirekte Übertragung durch Nutzung eines gemeinsamen TARGET-Kontos des Eurosystems, dem die B-Anleihen gutgeschrieben werden, wohingegen Land A einen Anspruch in entsprechender Höhe gegen das gemeinsame TARGET-Konto erwirbt.

Betrachten wir den direkten Ausgleich zuerst. Ein Vergleich der Vermögensposition der Zentralbank des Landes A vor und nach Erhalt der Tilgungszahlung lässt erkennen, dass keine Bilanzverlängerung, sondern lediglich ein Austausch von Vermögenspositionen innerhalb der A-Bilanz stattgefunden hat, ein sogenannter Aktivtausch. Eine Forderung gegenüber dem Eurosystem, der sogenannte TARGET-Saldo, wird ausgetauscht gegen eine direkte Forderung gegen den Fiskus des Landes B.

Hat sich die Vermögensposition des Landes A durch diesen Tausch insgesamt geändert? Die Antwort ist ein klares „Nein“, wie es auch schon Sinn (2012) in einem VoxEU-Beitrag festgestellt hat: Vor und nach dieser sogenannten Tilgung hält die A-Zentralbank eine Forderung in gleicher Höhe, vorher gegen die Gruppe aller Euro-Zentralbanken, nachher allein gegen den Staat Italien. Der erwartete Forderungserlös ist in beiden Fällen gleich hoch.¹³

Wenn man noch genauer hinschaut, kann sogar argumentiert werden, dass sich nach dem Tausch des TARGET-Saldos in B-Anleihen die Vermögensposition des A tatsächlich verschlechtert hat. Besaß A zuvor Forderungen gegen eine Gruppe von Staaten bzw. deren Zentralbanken, so besitzt es nun einen Anspruch gegen einen einzelnen Staat, möglicherweise sogar gegen einen Staat mit besonders schlechtem Rating, also mit besonders hohem Ausfallrisiko. Zu Erinnerung: Zuvor besaß A eine Forderung gegen das Eurosystem, das als Gruppe von Notenbanken bzw. Staaten naturgemäß ein besseres, nämlich ein durchschnittliches Rating besitzt.

Nun betrachten wir den indirekten Ausgleich, der über ein gemeinsames TARGET-Konto aller Zentralbanken läuft. In diesem Fall tauscht die A-Zentralbank im Rahmen einer Saldentilgung eine Forderung gegen das Eurosystem gegen einen Anspruch an das TARGET-Konto aller Zentralbanken.

¹³ Dies gilt übrigens unabhängig von der Qualität der getauschten Wertpapiere. Selbst sogenannte „Schrottpapiere“, also Wertpapiere mit einem Rating unterhalb BBB, erfüllen diese Bedingung, solange sie zu Marktpreisen getauscht werden. Dann erhält der Investor nämlich eine Kompensation für das schlechtere Rating durch eine höhere Rendite.

Auf diesem Konto haben alle Defizitländer in Höhe des Negativsaldos, der sich bei ihnen am Jahresende eingestellt hat, Staatsanleihen gutgeschrieben.

Wenn zum Beispiel, wie derzeit in der Eurozone 10 Länder ein TARGET-Defizit und 10 Länder ein TARGET-Überschuss verbuchen, dann liefern die Defizitländer eigene Staatsanleihen in Höhe ihrer jeweiligen Negativsalden ein. Diese Wertpapiere werden dem gemeinsamen TARGET-Konto gutgeschrieben und tauchen dort wie bei einem privaten Anlageportfolio als eine Liste von Wertpapierbeständen auf. Die Überschussländer erhalten im Gegenzug jeweils einen Anteil an dem gemeinsamen Anleihekonto, wobei jeder Anteil proportional ist zur Höhe des eigenen TARGET-Saldos. Gerechnet in Euro ist der Anteil der A-Zentralbank am Wertpapierportfolio exakt so hoch wie sein bisher bestehender TARGET-Saldo.¹⁴

Eine Saldentilgung im TARGET-System ist damit im Grunde eine Umbuchung von einer Forderung in eine andere – mit den gleichen Gegenparteien. Die Ursprungsforderung des TARGET-Kontos richtet sich gegen das Eurosystem, sie wird nun eingetauscht gegen eine Forderung in gleicher Höhe gegen einzelne Länder, oder – im Falle des indirekten Ausgleichs – gegen das gemeinsame Wertpapierkonto des Eurosystems.

Was hier als Tilgung bezeichnet wird, ist daher im Grunde eine Umbuchung oder ein Aktivtausch ohne „realen Vermögenstransfer“ – eben die im Eingangsabsatz angesprochene „sogenannte Tilgung“.

Bei der Begründung einer Tilgungspflicht wird von vielen Autoren auf die Praxis der Saldentilgung innerhalb des amerikanischen Notenbanksystems als Vorbild verwiesen. Die interessante Frage ist nun: als Vorbild für eine „reale“ oder für eine „sogenannte“ Tilgung? Eine genauere Betrachtung zeigt, dass auch in den USA von einer tatsächlichen Tilgung nicht die Rede sein kann.

Das US-amerikanische *Fedwire*-System vereinfacht und beschleunigt den Zahlungsverkehr, indem es die Zahlungen zwischen Privaten über die regionalen Banken des Federal Reserve Systems kanalisiert, woraus sich Verrechnungsungleichgewichte zwischen Regionen (beispielsweise Kalifornien und Neu-England) ergeben können, die auf *Interdistrict Settlement Accounts* (ISA) erscheinen, die ganz ähnliche Bedeutung haben wie die TARGET-Salden in der Eurozone. Die jährliche Tilgung zwischenzeitlich entstandener Salden schafft hier gewissermaßen einen Vermögensausgleich zwischen den Regionen und stellt ein ausgeglichenes Verrechnungskonto für alle Banken her, die am *Fedwire*-System teilnehmen. Eine Darstellung der Saldentilgung im *Fedwire*-System findet sich bei Wolman (2013).

¹⁴ Nach jedem weiteren Jahr und jeder weiteren Tilgungsaktion verändert sich die Zusammensetzung des TARGET-Wertpapierportfolios. Da im Laufe der Zeit unterschiedliche Länder ein Defizit oder einen Überschuss erleben können, kann sich im Zeitablauf eine Struktur des Wertpapierportfolios herausbilden, die in ihrer Zusammensetzung Ähnlichkeiten mit Eurobonds hat – allerdings unter Weglassung dauerhafter Überschussländer.

Während der Ausgleich zu Beginn noch in Gold erfolgte, ging man nach dem Ende des Bretton Woods-Abkommens und der Aufgabe des Goldstandards dazu über, die Zentralbanken nicht in Gold, sondern in Staatsanleihen der US-Regierung (US Treasuries) zu tilgen. Seit dieser Zeit besitzen Federal Reserve Banken ein Goldkonto. Die Goldvorräte des Zentralbanksystems der Vereinigten Staaten sind auf die Goldkonten der Zentralbanken verteilt.¹⁵

Obwohl die Tilgung auf den ersten Blick wie ein Transfer realer Konsumansprüche von einer Zentralbank-Region an eine andere erscheint, findet tatsächlich kein Realtransfer, sondern eine Umverteilung statt.

Um dies zu verstehen, ist neben dem Goldkonto, das jede Reservebank vorhält, auch das SOMA-Konto zu beachten. Das Kürzel steht für *System Open Market Account*, und ist ein Konto, das von der Reservebank von New York geführt wird.¹⁶ Über dieses (Wertpapier-) Konto werden stellvertretend für alle übrigen Reservebanken die geld- und kreditpolitischen Transaktionen der USA abgewickelt.

Die sich am Jahresende ergebenden Salden einzelner Reservebanken werden zu einem Stichtag (approximativ) untereinander ausgeglichen. Dies geschieht unter Nutzung der Goldkonten jeder Zentralbank sowie dem gemeinsamen SOMA-Verrechnungskonto.¹⁷ Jahresdurchschnittssalden der einzelnen Reservebanken werden umgebucht auf das Goldkonto. Es wird dann für jede Reservebank das Verhältnis des neuen Stands des Goldkontos zu den (je Reservebank) umlaufenden Banknoten errechnet. Dieser Koeffizient kann für jede einzelne Bank kleiner oder größer als der gewichtete Durchschnitt sein (dem Verhältnis aller Goldkonten zum Banknotenumlauf). Ist er kleiner, so erhält die betreffende Reservebank solange eine Erhöhung ihres Anteils am SOMA-Konto, bis der Durchschnittswert erreicht wird. Umgekehrt, ist der Koeffizient für eine Reservebank größer als der Durchschnitt, wie dies für eine Bank mit ISA-Überschuss der Fall ist, so vermindert sich ihr Anteil am SOMA-Konto.

Wie man leicht sehen kann, sind die Goldkonten aller Reservebanken anschließend (approximativ) gleich, jeweils relativ zu den von den einzelnen Notenbanken ausgegebenen Banknoten. Auch hier findet zwar ein formaler Forderungstausch statt, er ist aber ohne reale Bedeutung. Robert Eisenbeis sprach auf einer Tagung des *Financial Economists Roundtable* im Sommer 2018 von einem „fictitious settlement system“, von einer fiktiven Tilgung, die der Fortführung einer Tradition ausgeglichener

¹⁵ Vergleiche hier zu Wolman, A. (2013). „Federal Reserve Interdistrict Settlement“, *Economic Quarterly* 99.2, 117-141.

¹⁶ Im Unterschied zu EWU gibt es in den USA zwar ein System der Reservebanken, aber keine übergeordnete Notenbank.

¹⁷ Die Tilgungsrechnung basiert auf Jahresdurchschnittssalden, so dass am Stichtag die Salden nur approximativ ausgeglichen sind.

Salden dient, nicht aber dem Transfer von Ressourcen aus einer Region in eine andere.¹⁸ Zeichnet sich eine Region durch wiederholte Saldenüberschüsse relativ zu ihrem Anteil an der Geldmenge (Notenumlauf) aus, so steigt im Zeitablauf deren Anspruch auf das gemeinsame SOMA-Konto.¹⁹

Zusammengefasst würde eine Tilgung von TARGET-Salden mittels Übertragung von Staatsanleihen innerhalb des Eurosystems keinen Transfer von Kaufkraft darstellen, sondern eine Buchforderung durch eine gleichwertige andere ersetzen. Die regelmäßig als Vorbild herangezogene Saldentilgung innerhalb des Zahlungsverkehrssystems der US-Notenbank, das *Fedwire*-System, leistet tatsächlich keinen Transfer von Kaufkraft – sondern erzielt einen Saldenausgleich durch Umbuchung auf einem gemeinsamen Offenmarktkonto. In beiden Fällen handelt es sich um eine Ausbuchung von TARGET-Salden ohne realwirtschaftliche Transfers, immer unter der Annahme, dass die gemeinsame Währung erhalten bleibt.

Insoweit als das amerikanische System Vorbild für die Eurozone sein sollte, wäre also auch hier durch Einrichtung eines bei der EZB geführten Offenmarktkontos durch Umverteilung zwischen den Ländern eine Ausbuchung des Saldos darstellbar – allerdings um den Preis des Verlusts der Information, die in der Höhe des TARGET-Saldos als finanzwirtschaftlicher Indikator enthalten ist.²⁰

¹⁸ Zur Erinnerung: Im TARGET-System würde eine Saldentilgung nicht ganz so leicht möglich sein, weil der Austausch von TARGET-Forderungen gegen Staatsschuldtitle erfolgt, die der Schuldner nicht unbegrenzt selbst schaffen kann – weil die Möglichkeit zur Emission von Staatsanleihen eben durch die Zahlungswilligkeit und -fähigkeit begrenzt ist.

¹⁹ Ob auch der relative Anteil zunimmt, hängt von weiteren Faktoren, insbesondere dem von der jeweiligen Reservebank emittierten Noten ab, vgl. Wolman (2013), S. 139f.

²⁰ Wolman (2013) vermutet, dass eine Kumulation der jährlichen ISA-Salden in den USA ein ähnliches Bild wie in der Eurozone ergeben würde – wobei dann die Reservebank von New York eine vergleichbar hohe Forderung gegen das System der Reservebanken hätte, wie es Deutschland gegenüber dem Eurosystem hat. Der Autor vermutet, dass die Rolle New Yorks als Finanzzentrum der USA der wichtigste Treiber für diese Entwicklung der Salden darstellt.

IV. Die wirtschaftspolitische Bewertung von TARGET-Salden – Eine Einordnung

TARGET-Salden in einer stabilen Währungsunion

Im vorangehenden Abschnitt wurde anhand elementarer Grundgeschäfte und der von ihnen im internationalen Zahlungsverkehr ausgelösten Buchungssätze gezeigt, dass die Forderung nach TARGET-Saldentilgung, wie sie verschiedentlich in der jüngsten Debatte in Deutschland erhoben worden ist, einen Forderungsaustausch, aber keinen realwirtschaftlichen Transfers bewirkt.

Eine Umbuchung zwischen den Notenbanken, wie sie in den USA unter Zuhilfenahme eines zentralen Wertpapierkontos stattfindet, das bei der New Yorker Fed geführte SOMA-Konto, könnte einen Weg zu einer regelmäßigen Glattstellung von TARGET-Salden weisen.

Hierfür müsste ein – durch Einrichtung bei der EZB geführtes Offenmarktkonto eingerichtet werden, dessen Bestände für die Umverteilung zwischen den Ländern genutzt werden können.

Bevor man sich der Praxis in den USA anschließt, sollte man bedenken, welcher interessante Informationswert in dem TARGET-Saldo der heutigen Berechnungsweise steckt – der bei einer regelmäßigen „sogenannten“ Tilgung, also einer Ausbuchung gegen ein gemeinsames Offenmarktkonto, verloren gehen würde. Der TARGET-Saldo europäischer Machart, also als Kumulation von Regionalzahlungsverkehrssalden, ist nämlich bei korrekter Interpretation durchaus nutzbar im Sinne eines europäischen Indikators, oder einer Art europäischem Blutdruckmessgerät, das Aufschluss geben kann über regionale Wirtschaftsentwicklung.

Was ist die „richtige“ Interpretation des TARGET-Saldos? Eine ökonomisch sinnvolle Interpretation des Buchungspostens TARGET-Saldo ergibt sich aus der Darstellung der TARGET-Positionsentwicklung ganz natürlich. TARGET-Salden sind nicht nur buchungstechnisch Forderungen oder Verbindlichkeiten einer Notenbank an eine andere, sondern sie sind *Ausdruck einer Unausgeglichenheit von interregionalen Zahlungstransaktionen*. Diese Salden resultieren aus dem Zusammenwirken aller in Abschnitt II genannten (und weiterer) „Grundgeschäfte“, die Zahlungsverkehr über die Regionalgrenze hinweg auslösen: Sachinvestitionen, Güterhandel, Tourismus, Aktivitäten eines Finanzzentrums, Kapitalflucht, konventionelle und unkonventionelle Geldpolitik – diese und weitere Transaktionen wirken auf die TARGET-Konten ein und erzeugen über einen Betrachtungszeitraum (Tag, Monat, Jahr) hinweg den TARGET-Saldo.

Wie wir gezeigt haben, ist die instinktive Befürchtung, es handele sich bei diesem Saldo um ein finanzielles Ungleichgewicht, das durch einen Vermögensübertrag zwischen Regionen auszugleichen ist, ökonomisch kaum begründbar. Sie ist vor allem dann nicht nachvollziehbar, wenn eine marktwirtschaftliche Ordnung mit internationalem Wettbewerb gegeben ist, bei der es zu Transfers

von Vermögen oder Investitionskapital zwischen Regionen oder Nationalstaaten in einem Währungsraum nicht nur kommen darf, sondern sogar –wettbewerbsbedingt – kommen soll.

Eine Neutralisierung privater Wettbewerbsergebnisse durch staatliche Gegentransfers, wie es eine TARGET-Tilgung erfordern würde, würde dagegen besser in ein planwirtschaftliches Modell europäischer Wirtschaft passen, und ist daher abzulehnen. Dennoch, wenn man einer auf Entwicklung und interregionalen Ausgleich gerichteten Regionalförderpolitik Raum geben möchte, und dies geschieht sowohl innerhalb von Nationalstaaten, wie auch innerhalb der Europäischen Union, dann können TARGET-Salden durchaus wichtige Hinweise auf interregionale Ungleichgewichte liefern.

Um TARGET-Salden in diesem Sinne als Analyseinstrument zu verwenden, müssten die Zahlungsströme, die grundlegend für die Entstehung der Salden sind, auf ihre Ursachen hin untersucht werden. Sprich, auf die Grundgeschäfte, deren außergewöhnliches Volumen zu der Abweichung eines Gleichlaufs von ein- und ausgehenden Zahlungsvorgängen in ungewöhnlichem Ausmaß beigetragen hat.

Nehmen wir zum Beispiel die Exporterfolge der Firmen des A-Landes auf den Märkten des B-Landes. Wenn diese Erfolge mit unsolider Leasingfinanzierung ermöglicht wurden, so dass aus ökonomischer Sicht die Exporterlöse von späteren Kreditverlusten geschmälert werden, dann sind zwischenzeitliche Salden des Zahlungsverkehrssystems, die auf derartige Exporte zurückgeführt werden können, eng verbunden mit späteren Bankverlusten. Ein entsprechender TARGET-Saldo signalisiert dann uneinbringliche Forderungen im Grundgeschäft und kann damit ein Finanzstabilitätsrisiko anzeigen. Dies ist dann der Fall, wenn die Aufblähung des Exports eines Landes strukturell durch unsolide Kreditierung erfolgt ist und damit längerfristig zu wirtschaftlichen Verlusten im Exportland führen wird.

Das TARGET-System spiegelt diese Grundgeschäfte lediglich wider – ein etwaiger Saldo ist daher so risikotragend oder so solide, wie das Portfolio an Grundgeschäften, das ihm zugrunde liegt. Im eben geschilderten Falle unsolider Exportfinanzierung signalisiert der Saldo tatsächlich ein Risiko. Umgekehrt gilt aber auch, solange die beteiligten Geschäftsbanken aufgrund ausreichenden haftenden Eigenkapitals und weiterer nachrangiger Kapitalpositionen gezwungen sind, leichtfertige Kreditvergabe aus Eigenmitteln zu bedienen, und damit einen starken Anreiz haben, leichtfertige Kreditvergabe erst gar nicht stattfinden zu lassen, solange stellen die im TARGET-Saldo aufscheinenden Exporterfolge der Firmen des A-Landes tatsächliche Erfolge, ohne anschließende Kreditverluste dar – und sind somit kein Anlass zur Besorgnis. Die soeben aufgezählten Bedingungen der Harmlosigkeit

eines Grundgeschäftssaldos decken sich daher weitgehend mit den Funktionsbedingungen der Bankenunion.²¹

Nehmen wir als zweites Beispiel die Kapitalflucht aus Land B in Land A. Die Überweisungskette der Anleger in Land B über ihre Banken, die beteiligten Zentralbanken und die Empfängerbank in Land A führt ebenfalls zu einem positiven TARGET-Saldo in Land A und einem negativen in Land B. Eine anhaltende Kapitalabwanderung aus B nach A wird möglicherweise die Produktionskapazitäten in A erweitern, und mit ihnen die Einkommen und allgemein die wirtschaftliche Stabilität in A steigern – und gleichzeitig jene in Land B verringern. Eine derartige Situation signalisiert eine nicht ausreichend attraktive wirtschaftliche Rahmensituation in B, und kann Anlass für politisches Handeln sein.²² Sollte sich die Situation auch langfristig nicht bessern, so kann auf Dauer die Zahlungsfähigkeit des B-Landes sinken und damit ein Ausfallrisiko auf öffentliche Schulden zunehmen. Insofern kann ein TARGET-Saldo bei Kapitalflucht durchaus eine Problemsituation signalisieren, ohne selbst Treiber dieser Entwicklung zu sein.

Die beiden Beispiele – der Exporterfolg mit solider oder unsolider Kreditfinanzierung sowie die Kapitalwanderung mit oder ohne sinkende Steuerkraft im Fluchtland – können zu TARGET-Salden beitragen und legen sehr unterschiedliches politisches Handeln nahe. Eine Tilgung der Salden mit Staatsanleihen hat mit dieser Einschätzung wenig (oder gar nichts) zu tun, weil bei dauernder Fortführung der gemeinsamen Währung eine Salden-Tilgung keine Veränderung der Grundsituation und auch keine Veränderung der gegenseitigen Forderungen und Verbindlichkeiten bewirkt.

TARGET-Salden in einer instabilen Währungsunion („Exit-Szenario“)

Die vorangegangene Analyse hat zwei Einsichten erarbeitet, die für den Fall eines Exits von besonderer Bedeutung sind.

TARGET-Salden sind im laufenden Verkehr eine Währungsunion aktivische oder passivische Verrechnungsgrößen ohne Anspruchscharakter Dritter, sogenannte Perioden- und Regionalabgrenzungsposten. Sie lassen sich auch ohne Realtransfers unter Hinzuziehung eines gemeinsamen Wertpapierkontos der EZB in regelmäßigen Abständen auf null stellen.

Zum ersten Punkt: Die Entstehung von TARGET-Salden aus den Zu- und Abflüssen des internationalen Zahlungsverkehrs begründen keine Rechtspositionen gegenüber Dritten – sie sind interregionale oder intertemporale Abgrenzungspositionen, die im Laufe der Zeit zu einer Gegenbuchung führen werden.

²¹ Eine strikt implementierte BRRD, einschließlich eines funktionsfähigen SSM, einer wohl-präparierten SRB samt nationaler Abwicklungseinrichtungen trägt damit zu der Solidität der Gesamtheit der Grundgeschäfte wesentlich bei.

²² Die geschilderte Situation muss aber keineswegs instabil sein. Auch bei langfristigen Kapitalabflüssen aus B kann sich dieses Land in Land von Rentiers verwandeln, deren Einkommen Kapitaleinkommen ist, das überwiegend im A-Land erwirtschaftet wird.

Zum Beispiel kann die im Beispiel 3 genannte Auslandsinvestition (Kapitalflucht) zu einem noch nicht bekannten späteren Zeitpunkt zu einer Auslandsdesinvestition führen, die eine TARGET-Position in entgegengesetzter Richtung auslöst.

Ein TARGET-Saldo stellt insofern eine Regional- und Periodenabgrenzung bezogen auf die Differenz aller Einzeltransaktionen dar. Aus dieser Position ergibt sich zwar ein Hinweis auf die Saldenmechanik und -dynamik des Zahlungsverkehrs einer Währungsunion – aber es entsteht keine Forderung oder einklagbarer Rechtsanspruch gegen ausgewiesene Dritte. Wenn überhaupt, dann besteht ein Anspruch gegen die Gemeinschaft als Ganzes.

Zum zweiten Punkt: Entsprechend der hier vertretenen Ansicht richten sich TARGET-Salden als Abgrenzungsposten vermögensmäßig gegen die Währungsgemeinschaft insgesamt. Dies ermöglicht auch eine regelmäßige Saldentilgung, wie es in den USA im Rahmen des *Fedwire* Systems in jährlichem Rhythmus geschieht. Wie im vorangegangenen Abschnitt gezeigt, findet bei *Fedwire* keine reale Tilgung statt, wie es manche deutsche Beobachter vermutet haben, sondern tatsächlich wird durch nominelle Umverteilung des Bestands im zentralen Offenmarktkonto der federführenden Reservebank (New York) eine Art Nullsetzung des Verrechnungssaldos erreicht.

Damit eignet sich die *Fedwire*-Prozedur auch für die Eurozone: Durch jährliche Aufteilung eines gemeinsamen Offenmarktkontos der EZB (GOM-Konto) zwischen den Teilnehmern der Währungsunion kann es gelingen, die TARGET-Salden aller beteiligten Länder regelmäßig wieder auf null zu setzen. Zu diesem Zweck kann ein Ausgleichskonto in jeder Zentralbankbilanz eingerichtet werden. Dieses Konto kann als Euro-Saldenkonto bezeichnet werden.²³ Zum Jahresabschluss bucht jede Zentralbank den Schlussbestand ihres TARGET-Kontos auf das eigene Euro-Saldenkonto; dies ist ein reiner Aktiv- oder Passivtausch, je nachdem ob der Saldo positiv oder negativ ist.

Der TARGET-Saldo wird zusammengefasst mit dem Übertrag des Euro-Saldenkontos aus dem Vorjahr. Es kann daher aktivisch („Forderung“) oder passivisch („Verbindlichkeit“) sein.

Im nächsten Schritt wird eine gemeinsame Bezugsgröße gewählt, etwa der Bargeldumlauf im jeweiligen Zentralbankbezirk, oder die Größe M1 je Zentralbank. Sodann wird das Verhältnis von Euro-Saldenkonto zu Bargeldumlauf/M1 gebildet und als $\gamma(i,t)$, wobei Gamma für die Verhältniszahl, i für das Land und t für das Jahr steht. Für jedes Jahr werden zu einem Stichtag alle $\gamma(i,t)$ ermittelt, sodann $\gamma(t)$ als Durchschnittswert über alle Länder zu diesem Zeitpunkt errechnet und anschließend kann die Differenz

²³ Zur Eröffnung werden auf diesem Konto die Beteiligungen der nationalen Zentralbanken an dem Gegenkonto der EZB zu ihrem Offenmarktkonto, oder einem Unterkonto, eingebucht (Buchungssatz: „Euro-Saldenkonto der Zentralbank 1.,2.,3,...“ an „Wertpapierbestand aus Offenmarktgeschäften der EZB“).

$$\gamma(i,t) - \gamma(t) = (\Delta\gamma)(i,t)$$

bestimmt werden. Anschließend erfolgt eine Zuweisung aus dem GOM-Konto der EZB, so dass der Koeffizient $\gamma(i,t)$ für alle Zentralbanken gleich wird.

Bei entsprechender Normierung addieren sich die Summen aller Transfers eines Jahres gerade zu null – Länder mit anhaltend positivem/negativem TARGET-Saldo, der über den Aufwuchs an Bargeldumlauf/M1 hinausgeht, erwerben dann über die Zeit einen zunehmenden/abnehmenden Anteil am GOM-Konto.

Nationale TARGET-Salden sind damit im Ergebnis verschwunden und stellen zum Zeitpunkt des Exit kein Problem dar – was bleibt ist die EZB-Bilanz, und das Vertragsverhältnis zwischen der ausscheidenden Notenbank und dem Eurosystem. Eine vertragliche Klärung dieses Verhältnisses steht dann ohnehin an – und ist unabhängig von dem Stand des TARGET-Saldos.

Eine vollständige Behandlung des Austritt-Szenarios kann hier nicht geleistet werden – ein realistisches Euro-Ausstiegsszenario ist nach den bisherigen Erfahrungen mit dem Brexit, der eigentlich ohne Währungsunion technisch einfacher sein sollte, nicht seriös planbar. Offene TARGET-Salden oder Anteile an einem gemeinsamen GOM-Konto werden dann vermutlich das kleinste Problem sein. Die eigentlich bedeutsamen Grundgeschäfte (wie z.B. Kredite an Firmen in B-Land) sind in Euro oder in Dollar abgeschlossen – sie müssen auch nach dem Euro-Austritt in diesen Währungen erfüllt werden.

Es kann durchaus sein, dass diese Vertragserfüllung in Fremdwährungen einem Land mit frisch eingeführter nationaler Währung schwerer fällt, die Refinanzierung also teurer oder vorübergehend sogar ganz unmöglich wird, wodurch das Ausfallrisiko steigen dürfte. Das gilt in ähnlicher Weise für die Grundgeschäfte, bei denen ein Kreditnehmer in B-Land nach einer Neubewertung der nationalen Währung gegenüber dem Euro unter Umständen real höhere Refinanzierungskosten hat. Auch hier sind Kreditausfälle wahrscheinlicher und Verlufterwartungen höher.

Alle ausstehenden Verträge zwischen der Notenbank und dem Eurosystem sind in Euro ausgewiesen – sie werden bei Austritt zwischen den betroffenen Zentralbanken und der EZB zu regeln sein. Da ein solcher Fall bisher nicht beobachtet worden ist, könnte man vermuten, dass die EZB fest auf der Einlösung des Tilgungsversprechens bestehen wird – schon um den Anreiz für „Leavers“ nicht zu erhöhen. Von daher ist zu erwarten, dass die Gläubigerposition der EZB im Rahmen des TARGET-Systems stärker ist, als sie es im Rahmen eines alternativen Zahlungsverkehrssystems, etwa eines privaten Interbankenmarktes wäre.

Abschließend bleibt noch der Titel dieses Beitrags zu erklären: Über Scheinriesen. Als solche wird in Michael Endes Klassiker „Jim Knopf und Lukas, der Lokomotivführer“ eine besondere Figur bezeichnet, die aus der Ferne riesengroß scheint, bei Annäherung aber immer weiter schrumpft. Die Analogie zu

der Bedeutung der TARGET-Salden ist offensichtlich. Die hier vorgetragenen Argumente legen nahe, dass die Problematik der TARGET-Salden in einigen neueren Beiträgen zum Thema durchaus überzeichnet wird und dass eine nähere Betrachtung der ihr zugrundeliegenden Grundgeschäfte und saldenmechanischen Beziehungen eine ganz andere, viel bescheidenere und durchaus nützliche, weil Wirtschaftspolitik leitende, Rolle der Salden erkennen lässt. Vor allem aber sind relativ einfache Reformen des Eurosystems denkbar, die auf verblüffend einfachem Wege eine regelmäßige Tilgung oder vollständige Eliminierung von TARGET-Salden erlauben. Was liegt also näher, als einen dieser Wege zu einer Stärkung des Eurosystems zu begehen?

V. Zusammenfassung in 6 Thesen

(1) TARGET-Positionen bilden die Zahlungswirkungen privater, binnenwirtschaftlicher, grenzüberschreitender Aktivitäten innerhalb der Währungsunion ab. TARGET-Salden messen demnach die Ausgeglichenheit interregionaler Zahlungsströme innerhalb gegebener Perioden, sie sind Periodenregionalsalden.

(2) Periodenregionalsalden sind nur zufällig ausgeglichen; auch unausgeglichene Salden können ökonomisch nachhaltig sein. Eine bilanzielle Erfassung von Periodenregionalsalden (als TARGET-Salden) führt zu aktivischen oder passivischen Abgrenzungsposten, die Ansprüche gegen das Eurosystem als Ganzes, aber nicht gegen einzelne Dritte begründen.

(3) Eine Tilgung von TARGET-Salden zwischen Zentralbanken würde eine staatliche ex-post-Nivellierung interregional unausgeglichener Zahlungsströme bedeuten. Je nach dem, was die Ursache der Unausgeglichenheit ist, wird einem von Privaten verursachter Netto-Zahlungsstrom zwischen Regionen spiegelbildlich ein Transfer staatlicher Mittel entgegengesetzt – ein mit der marktwirtschaftlichen Ordnung nur schwer zu vereinbarender, dirigistischer Eingriff in den Wettbewerb.

(4) Soll aufgrund politischen Willens eine dauerhafte Änderung von TARGET-Salden (zum Beispiel in Richtung null) erreicht werden, so muss bei den Grundgeschäften als den „Treibern“ interregionaler Zahlungsströme angesetzt werden, die ihrerseits TARGET-Positionen hervorbringen. Typische grenzüberschreitende Grundgeschäfte sind: Warenlieferungen mit oder ohne Kredit, Privatinvestitionen und Kapitalflucht, Firmeninvestitionen, Wertpapierkäufe/-verkäufe durch Zentralbanken (QE) – und vieles mehr.

(5) Eine Reform der operativen Struktur des Eurosystems würde eine Tilgung des TARGET-Saldos erlauben: Hierfür bedarf es regelmäßiger Umbuchungen der National-Zentralbankquoten an einem Gemeinsamen Offenmarktkonto der EZB, ähnlich wie es im US-amerikanischen *Fedwire*-System schon heute geschieht. Eine weitergehende Reform würde nationale Zentralbanken als Intermediäre im

Eurosystem vollständig ausblenden, indem alle geldpolitische Maßnahmen und der Zahlungsverkehr unmittelbar über die EZB laufen; TARGET-Salden würden dadurch vollständig verschwinden.

(6) Sofern der Exit eines Landes aus der Währungsunion als Gefahrenquelle gesehen wird, wie dies in der aktuellen Diskussion in den deutschen Medien der Fall ist, so würden die unter (5) genannten Maßnahmen eventuelle Vermögensrisiken von TARGET-Salden vollständig vermeiden. Man sollte aber beachten, dass es zahlreiche weitere Kosten und Erträge gibt, die mit einem Exit verbunden wären und deren Gesamtschätzung seriös heute nicht möglich ist. Verlässliche und belastbare Rahmenbedingungen einer Banken- und Kapitalmarktunion sind dann die besten Garanten für eine Nachhaltigkeit des Gesamtsystems – und damit ein wirksamer Schutz gegen den opportunistischen Exit eines Landes.

Literatur

- Bindseil, U. und P. König (2011). The economics of TARGET2 balances, SFB 649 discussion paper, No. 2011-035.
- Checchetti, S. (2018). Money&Banking-blog, 9 July: <https://www.moneyandbanking.com/commentary/2018/7/8/TARGET2-balances-mask-reduced-financial-fragmentation-in-the-euro-area>.
- ECB 2017a. TARGET Annual Report.
- ECB 2017b. Eisenschmidt, J., D. Kedan, M. Schmitz, R. Adalid, P. Papsdorf. The Eurosystem's asset purchase program and TARGET imbalances, Occasional Paper No. 196.
- Eichengreen, B., A. Mehl, C. Livia und G. Richardson (2014). Mutual assistance between Federal Reserve Banks, 1913-1960 as prolegomena to the TARGET2 debate, ECB Working Paper No. 1686.
- Holthausen, C. und J.-C. Rochet (2006). Efficient pricing of large value interbank payment systems, Journal of Money, Credit and Banking 38 (7), 1797-1818.
- Hristov, N., Hülsewig, O. und T. Wollmershäuser (2018). Flows in the Euro area and TARGET2 balances, CESifo Working Paper, No. 6877.
- Kahn, C. und W. Roberds (1998). Payment system settlement and bank incentives, Review of Financial Studies 11 (4), 845-870.
- Mägerle, J. und D. Maurer (2009), Das Devisenabwicklungssystem Continuous Linked Settlement, Arbeitspapier, Schweizerische Nationalbank. https://www.snb.ch/de/mmr/reference/continuous_linked_settlement/source/continuous_linked_settlement.de.pdf.
- Sinn, H.W. (2012), Fed versus ECB: Howw Target debt can be repaid, <https://voxeu.org/article/fed-versus-ecb-how-target-debts-can-be-repaid>.
- Sinn, H.W. und T. Wollmershäuser (2012), TARGET loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility, International Taxation and Public Finance 19, 468-508.
- Sinn (2018a) Fast 1000 Milliarden Euro, Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 163, 17. Juli 2018, S. 16.
- Sinn (2018b). Fast 1000 Milliarden TARGET-Forderungen der Bundesbank: Was steckt dahinter?, Langfassung von Sinn (2018a), auch erschienen als ifo-Schnelldienst 14/2018.
- Ulbrich, J. und A. Lipponer (2011). Salden im Zahlungsverkehrssystem TARGET2 – ein Problem? ifo Schnelldienst 16/2011.
- Whelan, K. (2017). Should we be concerned about TARGET-balances? Report for the European Parliament, Directorate General for Internal Policies, Policy Department A: Economic and Scientific Policy, IP/A/ECON/2017-04. http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/131947/MD%20WHELAN%20formatted_FINAL%20publication.pdf.
- Wolman, A. (2013). Federal Reserve Interdistrict Settlement, Economic Quarterly 99 (2), 117-141.