



Leibniz-Institut für Finanzmarktforschung SAFE
Sustainable Architecture for Finance in Europe (<https://safe-frankfurt.de/de.html>)

SAFE Finance Blog

Die Debatte um die Target-Salden

25.02.2019

Die Target-Salden sorgen für Diskussionen in der Öffentlichkeit und unter Ökonomen, die in ihren Analysen zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen kommen. Eine Übersicht der wichtigsten Argumente



„Deutscher Target-Saldo fällt um fast 100 Milliarden Euro (<https://www.faz.net/aktuell/finanzen/deutscher-target-saldo-faellt-um-fast-100-milliarden-euro-16031502.html>)“, titelte die FAZ vor wenigen Tagen. Im Juli des vergangenen Jahres war dagegen auf ARD.de zu lesen: „Target-Salden auf Rekordniveau

(<https://boerse.ard.de/anlagestrategie/konjunktur/target-salden-auf-rekordniveau100.html>)“. Und der Tagesspiegel fragte im September 2018: „Billionen-Bombe oder Panikmache? (<https://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/target-2-billionen-bombe-oder-panikmache/22982958.html>)“

Nur drei exemplarische Schlagzeilen aus den vergangenen Monaten. Aber sie zeigen, welche Kraft die Debatte um die tatsächlichen oder vermeintlichen Gefahren von Target-Salden in der Öffentlichkeit entfaltet hat. Bei jedem Ausschlag nach unten oder oben sind weitere Schlagzeilen gewiss. TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System) ist eine von dem System europäischer Zentralbanken seit 1998 angebotene und 2002 erweiterte Infrastruktur zur schnellen und reibungsfreien Abwicklung internationaler Geldüberweisungen. Das System bündelt Zahlungen von Kontoinhabern eines Landes an Zahlungsempfänger in anderen Ländern. Die Zentralbank des jeweiligen Empfängerlandes leitet diese an den Letztempfänger weiter, eine Person oder eine Firma. 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 innerhalb eines bestimmten Zeitraums normalerweise unterschiedlich hoch sind, entstehen täglich Überschüsse oder Defizite auf den verschiedenen Zentralbankkonten, sogenannte Target-Salden.

Immer wieder sind diese Salden Gegenstand von Kontroversen in der Öffentlichkeit. Wiederholt gab es Forderungen an die Politik, unverzüglich zu handeln, um die Entstehung der Salden zu verhindern oder zumindest ihre Höhe zu besichern.

Tatsächlich gibt es allerdings unter Fachleuten sehr unterschiedliche Auffassungen zu dem Phänomen der Target-Salden, die ihre Ansichten dazu in verschiedenen Arbeitspapieren und Gastbeiträgen in der Presse publiziert haben. Interessanterweise wird eine vermeintliche Bedrohung der Währungsunion durch die Salden so gut wie ausschließlich unter deutschen Ökonomen diskutiert.

Im SAFE Policy Blog wollen wir den Stand der Debatte kompakt zusammenfassen. Unser Ziel ist, eine Diskussion zu beginnen und fortzuführen, bis sich eine gewisse Klärung der Bedeutung von Target-Salden herausbildet. Mit einer knappen Zusammenfassung der vorgebrachten Argumente und der Verlinkung auf längere Texte wollen wir auch den Nicht-Experten eine bessere Orientierung bei diesem fachlich schwierigen Thema anbieten.

Bisheriger Debattenverlauf

Insbesondere in Deutschland weisen einige Autoren mit Verve auf die drohenden Gefahren stetig wachsender Target-Salden hin. Dazu gehört der Ökonom Hans-Werner Sinn (<http://www.hanswernersinn.de/>), der als erster Wissenschaftler auf die wachsenden Target-Salden hingewiesen hat, sowie u.a. Clemens Fuest (<https://www.cesifo-group.de/de/fuest-c>), Stefan Homburg (<https://www.fwi.uni-hannover.de/homburg.html>), Thomas Mayer (<https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/ueber-uns/team/>), und Ulrich van Suntum (<https://www.wiwi.uni-muenster.de/insiwo/de/das-institut/personen/ulrich-suntum>).

Andere Ökonomen wenden sich gegen die These von der Target-Gefahr und bestreiten, dass die Salden aus sich heraus wesentliche makroökonomische Risiken darstellen und zu einer Vergemeinschaftung von Risiken auf der Ebene der Europäischen Währungsunion führen. Dazu gehören etwa Martin Hellwig (<https://www.coll.mpg.de/martin-hellwig>), sowie u.a. Klaus Adam (<https://www.vwl.uni-mannheim.de/adam/>), Adalbert Winkler (<https://www.frankfurt-school.de/home/research/staff/Adalbert-Winkler>) und auch ich (<https://safe-frankfurt.de/de/forschung/wissenschaftler/details/showauthor/14-krahenen.html>). Auch Fachleute der Zentralbanken, wie beispielsweise von der Europäischen Zentralbank

(EZB), stellen die Risiken der Target-Salden in Abrede, zum Beispiel hier (<https://www.econstor.eu/bitstream/10419/175738/1/ecb-op196-en.pdf>) oder hier (<http://www.macro-economics.tu-berlin.de/fileadmin/fg124/koenig/papers/kuk.45.2.pdf>).

Entsprechend den unterschiedlichen – beinahe diametralen – Analysen unterscheiden sich auch die politischen Handlungsempfehlungen der Ökonomen.

So fordern die Target-Kritiker eine Abschaffung des Target-Zahlungssystems sowie eine Besicherung eventueller Salden mit Anleihen oder Gold und einen regelmäßigen Saldenausgleich. Die Target-Verteidiger dagegen schlagen den Übergang auf ein gemeinsames Zahlungsverkehrskonto bei der EZB vor und fordern eine schnelle und vollständige Umsetzung der Bankenunion zur Stabilisierung der Zahlungsfähigkeit nationaler Zentralbanken. Sie bezweifeln darüber hinaus generell den Forderungscharakter von Target-Salden: Für sie sind die Salden also lediglich bilanzielle Posten.

Hier eine Übersicht der wichtigsten Argumente und Texte:

- Die Debatte beginnt im Jahr 2011 mit einem Beitrag von Hans-Werner Sinn in der Wirtschaftswoche (http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/policy/Staff-Comments-in-the-Media/Press-articles-by-staff/Archive/Eigene-Artikel-2011/medienecho_15173893_ifostimme-wiwo-21-02-11.html), dem weitere Veröffentlichungen folgen. Sinn selbst stellt hier (<http://www.hanswernersinn.de/de/kontroversen/DokumentationTarget>) kompakt den Beginn der Debatte dar. Wissenschaftlich untermauert er wenig später seine Ausführungen in einem Working Paper (http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp3500.pdf). Ausführlich beschreibt Sinn seine grundlegende Kritik an der Europäischen Währungsunion in seinem Buch „The Euro Trap (<https://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/publications/individual-publications/Euro-Trap.html>)“ (die Euro-Falle). Der Autor, seinerzeit Präsident des Münchner ifo-Instituts, weist nachdrücklich auf die Entstehung massiver Target-Salden hin. Von Anfang an vermutet Sinn, dass die Salden über kurz oder lang zu einem in erster Linie vom deutschen Steuerzahler zu tragenden Verlust führen werden.
- Die Notenbanken beteiligen sich mit fachlichen Beiträgen, die die Funktionsweise des Target-Überweisungssystems darstellen und sich politischer Empfehlungen weitgehend enthalten. Beispiele sind hier (<https://www.bundesbank.de/resource/blob/603530/165b3f7b78544eeb1c45b72e82dc46e0/mL/2011-gb-target2-saldo-data.pdf>), hier (<https://www.bundesbank.de/resource/blob/603506/6b6203dab2bc5fe314394c024a157e1c/mL/2017-12-mb-target2-saldo-data.pdf>) oder hier (<https://www.ecb.europa.eu/paym/target/target2/html/index.en.html>) zu finden. Benjamin Weigert (<https://www.bundesbank.de/de/bundesbank/organisation/zentralbereiche/dr--benjamin-weigert-715626>), damals Generalsekretär des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und heute Leiter des Bereichs „Finanzstabilität“, vergleicht in einem Beitrag (<https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/s10273-012-1369-0.pdf>) zusammen mit Jens Klose das Target-System mit dem Verrechnungssystem der Federal Reserve in den USA.
- Die historische Entwicklung der Target-Salden ist vielfach beschrieben worden. Aktuelle Daten veröffentlicht die Europäische Zentralbank regelmäßig hier (https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/target_balances/html/index.en.html).
- Im Sommer 2018 veröffentlicht Hans-Werner Sinn einen Gastbeitrag mit der Überschrift „Irreführende Verharmlosung (<https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/bringen-die-target-salden-deutschland-in-gefahr-15723567.html>)“ in der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung (FAS). Sinn argumentiert, dass Target-Salden nicht verharmlost werden dürften, wie dies andere Ökonomen in Deutschland und bei den Zentralbanken getan hätten. Tatsächlich handele es sich bei diesen Salden um einen Überziehungskredit

innerhalb des Eurosystems mit erheblichen Risiken für den deutschen Steuerzahler – nämlich dann, wenn eine einzelne Zentralbank zahlungsunfähig würde, oder wenn ein einzelnes Land mit hohen Target-Schulden aus der Eurozone austrete.

- Martin Hellwig hält entgegen, ebenfalls in der FAS: „Wider die deutsche Target-Hysterie (<https://www.faz.net/aktuell/finanzen/finanzmarkt/unberechtigte-panik-vor-italien-austritt-fuer-eurowaehrung-15712671.html>)“. Darin argumentiert er, dass die von Sinn und anderen Ökonomen vorgetragene Argumentation fehlerhaft sei und eine unnötige Hysterie verbreite. Tatsächlich seien nationale Zentralbanken innerhalb des Eurosystems wie Filialen eines einzigen Instituts anzusehen – deren separate Bilanzierung sei hier irreführend, weil sie den Eindruck national verteilter Vermögensansprüche nahelege, die aber so nicht gegeben seien. Ausschlaggebend sei allein der Kapitalschlüssel der EZB. Target-Salden gehörten zu einem offenen Binnenmarkt, der gerade Ländern wie Deutschland große Vorteile biete und geboten habe. Selbst der Austritt eines Landes mit hohen Target-Defiziten, wie etwa Italien, stelle kein Problem dar – denn die Target-Schulden würden einfach auf das dann neu zu schaffende Zentralbankinstitut übertragen und so in voller Höhe erhalten bleiben.
- Im August 2018 veröffentlicht Krahn eine allgemeinverständliche Darstellung der Target-Problematik (<https://safe-frankfurt.de/policy-center/policy-publications/policy-publ-detailsview/publicationname/ueberscheinriesen-was-target-salden-tatsaechlich-bedeutend-eine-finanzoekonomische-ueberpruefung.html>). Das Ergebnis: Target-Salden per se seien solange kein Problem für die Wohlfahrt eines Landes, als ein Austritt aus der Währungsunion ausgeschlossen werden könne – und selbst dann ergäbe sich ein Problem nur in dem unwahrscheinlichen Fall, dass die neue Zentralbank die Forderungsübernahme im Sinne einer Rechtsnachfolge ablehnen würde.
- Im Herbst 2018 veröffentlicht Adalbert Winkler einen Beitrag in „Wirtschaftsdienst – Zeitschrift für Wirtschaftspolitik (<https://archiv.wirtschaftsdienst.eu/jahr/2018/10/grosse-summe-grosses-problem-warum-die-debatte-um-die-target-salden-so-hitzig-ist/>)“. Darin argumentiert er, dass die Debatte in Deutschland so hitzig verlaufe, weil die unterschiedlichen Parteien stark divergierende Vorstellungen von den Risiken hätten, die in der europäischen Zentralbankbilanz liegen würden – hier gehe es insbesondere um die Werthaltigkeit der aufgekauften Wertpapiere – und weil die möglichen Gefahrenszenarien, wie etwa der Austritt eines Landes aus dem Euro, nicht mit dem nötigen Realismus durchdacht würden. Es würde sich dann nämlich zeigen, dass die moralischen Risiken, die in der Diskussion an die Wand gemalt werden, viel geringer seien – wenn sie überhaupt existieren würden.
- Im Dezember 2018 veröffentlichen Clemens Fuest und Hans-Werner Sinn einen weiteren grundsätzlichen Beitrag (<http://www.hanswernersinn.de/dcs/20181220-cesifoforum-fuest-sinn-target-risks-without-euro-exits.pdf>) zur Thematik. Dort zeigen sie, dass unter der Annahme einer insolventen Zentralbank („financial collapse“) auch ohne Austritt aus der Währungsunion eine Vergemeinschaftung von Schulden zwischen Ländern zu erwarten sei. Sie folgern, dass im europäischen Währungssystem aufgrund der herrschenden rechtlichen Regeln einzelne Zentralbanken insolvent und illiquide werden könnten und in diesem Falle nicht in der Lage seien, ihre Target-Salden ordnungsgemäß zu verzinsen. Daraus erwächst aber den Steuerzahlern der übrigen Länder das Risiko eines Kaufkraftverlusts: Die somit resultierende Risikoteilung innerhalb der Eurozone widerspreche dem europäischen Vertragswerk und bedürfe der Korrektur durch eine Target-Saldenbegrenzung und letztendlich einer regelmäßigen Tilgung.
- Im Januar folgt eine Erwiderung (<https://safe-frankfurt.de/policy-center/policy-publications/policy-publ-detailsview/publicationname/target-balances-and-financial-crises.html>) von Krahn, in der er die Voraussetzungen einer Zentralbankinsolvenz in der Argumentation von Fuest/Sinn 2018 näher untersucht. Darin kommt er zum Ergebnis, dass die dort angenommene Konstellation angesichts der seit 2012 eingeführten Kapital- und Aufsichtsstandards in der Währungsunion die Insolvenz einer einzelnen Zentralbank sehr unwahrscheinlich mache, so dass die Situationsbeschreibung von Fuest/Sinn nur in äußersten Extremszenarien gültig sei – nämlich in Armageddon-Szenarien, für die eine vernünftige Politikgestaltung ohnehin nicht zu erwarten und eine vorausschauende Planung deshalb auch nicht nötig sei.

• Februar: Eine umfassende Darstellung und kritische Kommentierung der gesamten Diskussion findet sich in dem Beitrag von Martin Hellwig (<https://www.coll.mpg.de/martin-hellwig>) in Perspektiven der Wirtschaftspolitik (<https://www.degruyter.com/view/j/pwp.2018.19.issue-4/pwp-2019-0002/pwp-2019-0002.xml>).

Sie möchten sich an der Diskussion beteiligen? Dann schicken Sie uns Ihren Debattenbeitrag unter krahen@safe.uni-frankfurt.de

Wir freuen uns auf die weitere Debatte!

Jan Pieter Krahen (<https://safe-frankfurt.de/de/forschung/wissenschaftler/details/showauthor/14-krahen.html>) ist Professor für Finance an der Goethe-Universität Frankfurt und Direktor des LOEWE-Zentrums SAFE.

Lesen Sie auch die anderen Texte in der Target-Debatte:

- Die Regulierung der Banken macht die Target-Kredite nicht sicher (<https://safe-frankfurt.de/de/policy-blog/details/die-risiken-von-staatsanleihen-in-zentralbankbilanzen-sollten-nicht-uebertrieben-werden.html>)
- Die Risiken von Staatsanleihen in Zentralbankbilanzen sollten nicht übertrieben werden (<https://safe-frankfurt.de/de/policy-blog/details/die-risiken-von-staatsanleihen-in-zentralbankbilanzen-sollten-nicht-uebertrieben-werden.html>)


Schlagwörter: Financial Institutions ([https://safe-frankfurt.de/de/aktuelles/safe-finance-blog/news-suche.html?](https://safe-frankfurt.de/de/aktuelles/safe-finance-blog/news-suche.html?tx_news_pi1%5BoverwriteDemand%5D%5Bcategories%5D=180&cHash=ae33c76342e22f01085651c7b9b65)

<https://safe-frankfurt.de/de/aktuelles/safe-finance-blog/tag/ecb.html>), TARGET (<https://safe-frankfurt.de/de/aktuelles/safe-finance-blog/tag/target.html>)



Zurück (<https://safe-frankfurt.de/de/aktuelles/safe-finance-blog.html>)

Want to get regular updates?

 [Subscribe to the Finance Blog RSS feed \(http://safe-frankfurt.de/home/rss-policyblog.xml\)](http://safe-frankfurt.de/home/rss-policyblog.xml)

 [Follow us on Twitter \(https://twitter.com/SAFE_Frankfurt\)](https://twitter.com/SAFE_Frankfurt)

Enter your email address to get regular blog updates.

* Please read our data protection statement (<https://safe-frankfurt.de/de/ueber-safe/datenschutz.html>)(pdf version (https://safe-frankfurt.de/fileadmin/user_upload/editor_common/Files/Data_Protection_Statement_10Jan2020.pdf))

I agree to the data protection statement.*

[Subscribe](#)

RECENT POLICY PUBLICATIONS

Apr 2020

Corona-Bonds und ihre Alternativen (<https://safe-frankfurt.de/de/policy-center/publikationen/detailsview/publicationname/corona-bonds-und-ihre-alternativen.html>)

Marcel Thum, (https://tu-dresden.de/cdd/leitung_und_beteiligte/mitglieder/lebensraum-und-infrastruktur/Thum) Alfons J. Weichenrieder (<https://safe-frankfurt.de/de/forschung/forschungsteam/details/showauthor/52-weichenrieder.html>)

Apr 2020

The Case for Corona Bonds (<https://safe-frankfurt.de/de/policy-center/publikationen/detailsview/publicationname/the-case-for-corona-bonds.html>)

Matej Avbelj, (<https://www.eui.eu/DepartmentsAndCentres/Law/People/Fellows/BBF/Matej-Avbelj>) Antonia Baraggia, (<https://www.mmg.mpg.de/person/99018/2553>) Jürgen Bast, (https://www.uni-giessen.de/fbz/fb01/professuren-forschung/professuren/bast/team/prof_leitung) Bojan Bugarič, (<https://www.sheffield.ac.uk/law/staff/bbugaric/index>) Emanuel Castellarin, (<https://unistra.academia.edu/EmanuelCastellarin>) Francesco Costamagna, (<https://www.law.georgetown.edu/ctls/staff/francesco-costamagna/>) Anuscheh Faraha, (<https://www.oer5.rw.fau.de/prof-dr-anuscheh-farahat/>) Matthias Goldmann, (<https://safe-frankfurt.de/de/forschung/forschungsteam/details/showauthor/549-goldmann.html>) Anna-Katharina Mangold, (<https://www.europeanstudies.info/en/about-ma-eus/our-team/administrative-team/prof-dr-anna-katharina-mangold-ilm-cambridge/>) Mario Savino, (<https://unitus.academia.edu/MarioSavino>) Alexander Thiele, (<https://www.uni-goettingen.de/de/pd-dr-alexander-thiele/418590.html>) Annamaria Viterbo (<http://www.dg.unito.it/do/docenti.pl/Alias?anna.viterbo#profilo>)

Apr 2020

Emerging Evidence of a Silver Lining: A Ridge Walk to Avoid an Economic Catastrophe in Italy and Spain (<https://safe-frankfurt.de/de/policy-center/publikationen/detailsview/publicationname/emerging-evidence-of-a-silver-lining-a-ridge-walk-to-avoid-an-economic-catastrophe-in-italy-and-spa.html>)

Christopher Busch, (<https://safe-frankfurt.de/de/forschung/forschungsteam/details/showauthor/468-busch.html>) Alexander Ludwig, (<https://safe-frankfurt.de/de/forschung/forschungsteam/details/showauthor/112-ludwig.html>) Raül Santaeulàlia-Llopis (<https://www.barcelonagse.eu/people/santaeulalia-llopis-raul>)

All Policy Publications (<https://safe-frankfurt.de/de/policy-center/publikationen.html>)


Kontakt

Leibniz-Institut für Finanzmarktforschung SAFE

Theodor-W.-Adorno-Platz 3
60323 Frankfurt am Main

Tel: +49 69 798 30080
Fax: +49 69 798 30077
E-Mail: info@safe-frankfurt.de

Finden Sie den richtigen Ansprechpartner (<https://safe-frankfurt.de/de/ueber-safe/kontakt.html>)

 Besuchen Sie uns auf Twitter (https://twitter.com/SAFE_Frankfurt)

SAFE →

Forschung →

- Über SAFE (<https://safe-frankfurt.de/de/ueber-safe.html>)
- Offene Stellen (<https://safe-frankfurt.de/de/ueber-safe/karriere/offene-stellen.html>)
- So finden Sie uns (<https://safe-frankfurt.de/de/ueber-safe/so-finden-sie-uns.html>)
- Forschungsabteilungen (<https://safe-frankfurt.de/de/forschung/forschungsabteilungen.html>)
- Forschungsteam (<https://safe-frankfurt.de/de/forschung/forschungsteam.html>)
- Data Center (<https://safe-frankfurt.de/de/data-center.html>)

Policy Center →

- SAFE Senior Policy Fellows (<https://safe-frankfurt.de/de/policy-center/safe-senior-policy-fellows.html>)
- Policy Publikationen (<https://safe-frankfurt.de/de/policy-center/publikationen.html>)
- SAFE Finance Blog (<https://safe-frankfurt.de/de/aktuelles/safe-finance-blog.html>)
- Policy Center Team (<https://safe-frankfurt.de/de/policy-center/policy-center-team.html>)

News & Events →

- Alle News (<https://safe-frankfurt.de/de/aktuelles/alle-news.html>)
- Newsletter (<https://safe-frankfurt.de/de/aktuelles/newsletter.html>)
- Expertendatenbank (<https://safe-frankfurt.de/de/presse/expertendatenbank.html>)



Startseite (<https://safe-frankfurt.de/de/footer-menu/startseite.html>) →

Impressum (<https://safe-frankfurt.de/de/footer-menu/impressum.html>) →

Datenschutz (<https://safe-frankfurt.de/de/footer-menu/datenschutz.html>) →

© 2020 SAFE