

## Zur Problematik der TARGET2-Salden im Eurosystem

Über die sogenannten TARGET2-Salden, die seit Ausbruch der Finanzkrise bei einzelnen nationalen Zentralbanken des Eurosystems entstanden sind, ist es in der Öffentlichkeit zu einer breiten Diskussion gekommen. Dabei geht es vor allem um die Ursachen sowie um die mit den Salden verbundenen Risiken.

TARGET2 ist ein Zahlungsverkehrssystem, über das nationale und grenzüberschreitende Zahlungen in Zentralbankgeld schnell und endgültig abgewickelt werden.<sup>1)</sup> Über TARGET2 fließen pro Tag im Durchschnitt rund 350 000 Zahlungen im Wert von knapp 2½ Billionen €.²) Das entspricht in etwa dem deutschen Bruttoinlandsprodukt. Diesen Transaktionen können ganz unterschiedliche Geschäfte zugrunde liegen. Denkbar sind unter anderem die Zahlung einer Warenlieferung, der Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers, die Gewährung oder Rückzahlung eines fälligen Darlehens, die Geldanlage bei einer Bank und vieles mehr. Fließt den Banken eines Landes in der Summe Zentralbankgeld zu, entsteht bei der betreffenden nationalen Zentralbank im Ergebnis ein positiver Saldo – so zum Beispiel bei der Bundesbank. Dieser richtet sich nicht an eine andere nationale Zentralbank, sondern an die Europäische Zentralbank (EZB), die als Verrechnungsstelle zwischen den nationalen Zentralbanken wirkt.

Seit 2007 sind im Eurosystem als Folge der Finanzkrise in größerem Umfang positive und negative TARGET2-Salden entstanden. Durch das Misstrauen der Banken untereinander erfolgte seither der Liquiditätsausgleich zwischen Kreditinstituten am Geldmarkt nicht mehr in der gewohnten Weise. Hinzu kam, dass die marktmäßige Refinanzierung von Banken schwieriger und teurer wurde. Manche Institute waren und sind weitgehend vom Markt abgeschnitten und nehmen Liquiditätshilfen durch die Notenbanken in Anspruch. Letztlich gehen die TARGET2-Salden auf Zahlungsbilanzun-

gleichgewichte in mehreren EWU-Staaten zurück; dabei können sowohl Leistungsbilanzdefizite als auch Kapitalexporte des Privatsektors eine Rolle spielen. Diese spiegeln sich in Liquiditätsabflüssen aus diesen Ländern wider.

Das Schaubild auf Seite 53 gibt einen Überblick über den Stand der TARGET2-Forderungen und Verbindlichkeiten zum Jahresende 2009, 2010 und 2011. Neben Deutschland (mit 463 Mrd € am 31. Dezember 2011), verfügten die Niederlande, Luxemburg und Finnland zum jüngsten Bilanzstichtag über Forderungen. Diese sind im Verlauf des Jahres 2011 noch einmal kräftig angestiegen, speziell in der zweiten Jahreshälfte, als sich die Finanz- und Staatsschuldenkrise weiter zugespitzt hat. Zeitgleich entstanden hohe Verbindlichkeiten auf spanischer und italienischer Seite, während beispielsweise der Passivsaldo der irischen Zentralbank zurückgegangen ist.<sup>3)</sup> Im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt<sup>4)</sup> weisen Luxemburg (rd. 260%), Finnland (35%) und die Niederlande (25%) vor Deutschland (18%) die höchsten positiven Werte auf. Die größten negativen Salden schlugen in dieser Rechnung bei Irland (77%), Griechenland (48%) und Zypern (45%) zu Buche.

Bankensysteme, denen über TARGET2 Zentralbankgeld zufließt, haben einen geringeren Bedarf an eigener Refinanzierung bei „ihrer“ Zentralbank. Institute in Deutschland haben daher ihr Refinanzierungsvolumen

1 Detaillierte Erläuterungen zu TARGET2 veröffentlicht die EZB jährlich in einem Jahresbericht (TARGET Annual Report). Der aktuelle Bericht ist unter [www.ecb.int/pub/pdf/other/TARGETar2010en.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/TARGETar2010en.pdf) verfügbar.

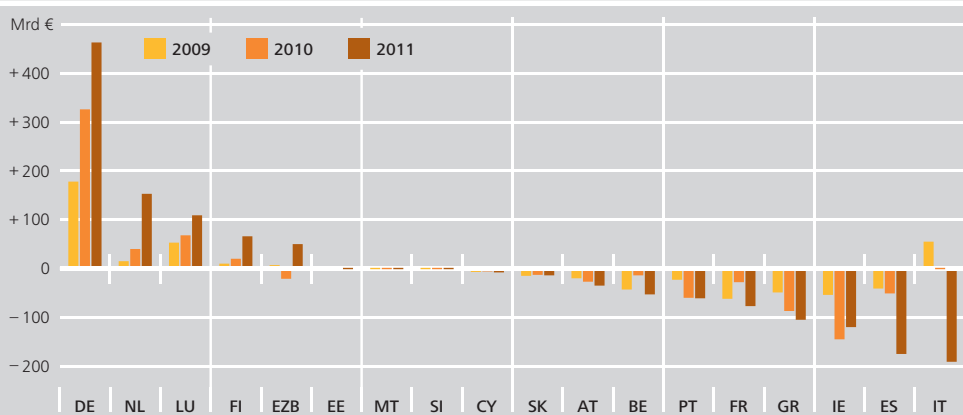
2 TARGET2 steht für Trans European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System. Vgl. hierzu auch das Kapitel „Unbarer Zahlungsverkehr und Wertpapierabwicklung“ in diesem Geschäftsbericht, S. 109 ff.

3 Der positive Saldo der EZB zum Jahresende 2011 steht vor allem im Zusammenhang mit Forderungen gegenüber den nationalen Zentralbanken aus den auf US-Dollar lautenden Tenderoperationen.

4 Quelle: Europäische Kommission.

**TARGET2-Salden im Eurosystem**

Jahresendstände



Deutsche Bundesbank

bei der Bundesbank kontinuierlich verringert und verfügen mittlerweile per saldo sogar über hohe Guthaben bei der Bundesbank. Das weiter zufließende Zentralbankgeld wird von ihnen in die Einlagefazilität gegeben oder in liquiditätsabsorbierenden Operationen des Eurosystems angelegt. Es kommt zu einer Verlängerung der Bundesbankbilanz. Ein Verkauf von Aktiva, etwa von Währungsreserven, zur Kompensation des zufließenden Zentralbankgeldes ist nicht erforderlich. Dennoch ist ein dysfunktionaler Interbankenmarkt mit Instituten, die in starkem Maße von der Notenbankfinanzierung abhängen, eine unerwünschte Situation.

Über TARGET2 kann keine Liquidität geschaffen werden. Das Zahlungsverkehrssystem dient lediglich der Übertragung von Liquidität (Zentralbankgeld), über das die teilnehmenden Banken bereits verfügen. Die Bereitstellung von Liquidität ist eine Hauptaufgabe von Notenbanken. Über deren Ausgestaltung in der EWU entscheidet der EZB-Rat im Rahmen seines geldpolitischen Mandats. Zentralbankgeld wird den Banken hauptsächlich über Refinanzierungsgeschäfte, daneben aber unter anderem auch über den Aufbau von Wertpapierbeständen und Geschäfte in eigener Verantwortung der nationalen Zentralbanken, zur Verfügung gestellt.

Im Hinblick auf die Risiken aus der Geschäftstätigkeit des Eurosystems droht die Debatte um die TARGET2-Salden von den eigentlichen Herausforderungen abzulenken. Maßnahmen zur direkten Begrenzung der TARGET2-Salden sind derzeit nicht vorgesehen. Im Übrigen stehen Maßnahmen, die zu einer Segmentierung des Geldmarkts beitragen oder zu einer Beschränkung des freien Kapitalverkehrs führen, im Gegensatz zu den Prinzipien der Währungsunion und des Europäischen Binnenmarkts.

Risiken resultieren aus den Operationen, durch welche die Zentralbankliquidität geschaffen wird. Hinsichtlich der Teilnahme an Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems ist zum einen die Solvenz des Geschäftspartners Voraussetzung, zum anderen die Bereitstellung ausreichender Sicherheiten. Dabei kann es zu Verlusten kommen, wenn sowohl ein Geschäftspartner ausfällt als auch die von ihm gestellten Sicherheiten sich bei einer Verwertung als unzureichend erweisen. Diese Verluste werden im Regelfall auf Beschluss des EZB-Rats von den Partnerzentralbanken gemäß ihrem Kapitalanteil an der EZB gemeinsam getragen. Darüber hinaus gibt es auch Geschäfte, die von der Risikoteilung explizit ausgeschlossen sind. Dazu zählt beispielsweise die kurzfristige Gewährung von Liquiditätshilfen (ELA). Neu ist die im Dezember 2011 vom

EZB-Rat beschlossene Möglichkeit für nationale Zentralbanken, unter bestimmten Voraussetzungen Kreditforderungen als Sicherheiten zu akzeptieren. Auch hier ist die Risikoteilung ausgeschlossen, und etwaige Verluste wären allein von der jeweiligen nationalen Zentralbank zu tragen.

Durch die zunehmende Übernahme von Intermediationsfunktionen durch das Eurosystem und insbesondere die Entscheidung für eine Lockerung der Anforderungen an die Sicherheiten im Rahmen der geldpolitischen Geschäfte, den Aufbau von geldpolitisch motivierten Wertpapierportfolios sowie die Vergabe von ELA in nationaler Verantwortung hat sich in der Finanzkrise das Risiko für das Eurosystem merklich erhöht. Letztlich muss stets eine sorgfältige Abwägung zwischen krisenbedingten Maßnahmen und einer Begrenzung des Risikos der Notenbanken erfolgen. Es ist nicht die Aufgabe einer unabhängigen Geldpolitik, Solvenzrisiken von Bankensystemen oder gar Ländern zwischen den Steuerzahlern der Währungsunion umzuverteilen. Derartige Risikoübernahmen und Entscheidungen über deren Verteilung fallen in den Verantwortungsbereich der Finanzpolitik.

Die finanziellen Risiken, welche durch die erweiterten Refinanzierungsgeschäfte sowie die Ankäufe von Pfandbriefen und insbesondere von Staatsanleihen entstanden sind, spiegeln sich nicht zuletzt auch in einer erhöhten Risikovorsorge seitens der Bundesbank wider. Darüber hinaus dürfen die kurzfristigen liquiditätspolitischen Sondermaßnahmen des Eurosystems zur Eindämmung der akuten krisenhaften Entwicklungen die notwendigen Anpassungsprozesse in den Ländern nicht verzögern oder gar ersetzen. Die außergewöhnlichen Krisenmaßnahmen seitens der Notenbanken sind deshalb eng zu begrenzen und – sobald möglich – wieder zurückzuführen. Dies gilt ganz unabhängig von der Entwicklung von TARGET2-Salden.

Ein in der Öffentlichkeit diskutierter hypothetischer Fall, bei dem sich Teile der nega-

tiven TARGET2-Salden in bilanzwirksamen Risiken manifestieren könnten, ist der Austritt eines Landes aus der Währungsunion. Ein solcher ist unwahrscheinlich und nicht im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union geregelt. Sollte es jedoch dazu kommen, dass ein Land mit TARGET2-Verbindlichkeiten die EWU verlässt, so bestehen die Forderungen der EZB gegenüber dessen nationaler Zentralbank zunächst in unveränderter Höhe fort. Kann die ausscheidende Zentralbank ihre Verbindlichkeiten trotz etwaigem Verlustausgleich innerhalb des Eurosystems und vorhandener Sicherheiten nicht tilgen, müsste für die verbliebene Differenz eine Regelung gefunden werden. Erst wenn man eine Restforderung für uneinbringlich hielte, entstünde bei der EZB durch deren Abschreibung ein bilanzwirksamer Verlust. Über einen Ausgleich möglicher Verluste der EZB entscheiden die nationalen Zentralbanken als Kapitaleigner im EZB-Rat mit Kapitalmehrheit. Eine Verlustbeteiligung würde sich bei den nationalen Notenbanken gewinnmindernd auswirken (und etwa im deutschen Fall die TARGET2-Forderungen der Bundesbank gegenüber der EZB reduzieren). Die Bundesbank geht allerdings vom Fortbestand der Währungsunion in ihrer jetzigen Form aus.

Die Spannungen an den Finanzmärkten werden zurückgehen, sobald das Vertrauen in den Bankensektor im Euro-Raum und in die einzelnen Banken wiederhergestellt ist und die Banken, die derzeit große Liquiditätsprobleme haben, saniert oder aus dem Markt ausgeschieden sind. Die Rekapitalisierung solventer Banken – nötigenfalls durch den Staat – und die Abwicklung nicht überlebensfähiger Institute ist hierfür eine zentrale Voraussetzung. Zudem müssen die Länder, die Vertrauen an den Kapitalmärkten verloren haben, ihre strukturellen Defizite beheben und ihre Wettbewerbsfähigkeit stärken, um damit letztlich ihre öffentlichen Finanzen und ihre Leistungsbilanzsituation zu verbessern und um für privates Kapital wieder attraktiv zu werden.