

Fahrholz, Christian

**Working Paper**

## Das Zahlungsverkehrssystem TARGET2 aus zahlungsbilanztheoretischer Sicht

Working Papers on Global Financial Markets, No. 28

**Provided in Cooperation with:**

University of Jena and University of Halle-Wittenberg, Foundations of Global Financial Markets - Stability and Change

Suggested Citation: Fahrholz, Christian (2012) : Das Zahlungsverkehrssystem TARGET2 aus zahlungsbilanztheoretischer Sicht, Working Papers on Global Financial Markets, No. 28, Graduiertenkolleg Konstitutionelle Grundlagen globalisierter Finanzmärkte - Stabilität und Wandel, Jena und Halle (Saale), <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:gbv:27-20131126-134924-7>

This Version is available at:  
<http://hdl.handle.net/10419/94475>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Working Papers on Global Financial Markets

No. 28

## Das Zahlungsverkehrssystem TARGET2 aus zahlungsbilanztheoretischer Sicht

Christian Fahrholz

GLOBAL FINANCIAL  
MARKETS

University Jena  
Carl-Zeiss-Str. 3  
D-07743 Jena

University Halle  
Universitätsplatz 5  
D-06099 Halle

Tel.: +49 3641 942261  
+49 345 5523180

E-Mail: [info@gfinm.de](mailto:info@gfinm.de)  
[www.gfinm.de](http://www.gfinm.de)

März 2012



## **Das Zahlungsverkehrssystem TARGET2 aus zahlungsbilanztheoretischer Sicht**

### **Kurzbeschreibung:**

Das Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System (TARGET2) wird aus makroökonomischer Perspektive der intertemporalen Zahlungsbilanz analysiert. Es wird aufgezeigt, dass die Mechanik des TARGET2 zu einer anhaltend ineffizienten Allokation realer Produktion im Eurosystem beiträgt. Aufgrund fehlender Ausgleichsregeln und unzureichender Besicherung verschärft TARGET2 die europäische Zahlungsbilanzkrise. Die theoretisch unbegrenzten TARGET2-Salden unterliegen dabei einem Hysterese-Effekt.

This article deals with the macro-economics of the Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System (TARGET2). It is shown that TARGET2 contributes to a misallocation of real resources. The discussion highlights that there are no tendencies for rebalancing TARGET2 claims and liabilities, but rather a dynamic towards infinite and prolonged TARGET2 imbalances in the form of hysteresis.

### **Keywords:**

TARGET2, ESZB, Eurosystem, Zahlungsbilanzkrise, Nettokapitalexport

## 1. Einleitung

Das Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System (TARGET2) ist ein Individual-Zahlungsverkehrssystem, über das grenzüberschreitende Zahlungen zwischen angeschlossenen Monetären Finanzinstituten (MFI) innerhalb des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) abgewickelt werden. Der Betreiber dieses Real-time Gross settlement (RTGS)-Systems ist das Eurosystem, das sich aus der Europäischen Zentralbank (EZB) und den nationalen Zentralbanken (NZB), die den Euro als Währung eingeführt haben, zusammensetzt. Im TARGET2 wird jede einzelne von den MFIn veranlasste Zahlung aus dem Guthaben der auftraggebenden Bank bei der betreffenden NZB ausgeführt. Die dabei möglicherweise auftretenden TARGET2-Salden zwischen den NZB im ESZB sind seit mehr als einem Jahr Gegenstand akademischer Debatten. Den Auftakt dazu gab ein Beitrag von Hans-Werner Sinn (2011a). Im vorliegenden Beitrag liegt der Schwerpunkt der Diskussion der TARGET2-Salden auf den realwirtschaftlichen Zusammenhängen. Zu diesem Zweck wird auf Aspekte der intertemporalen Zahlungsbilanz zurückgegriffen.

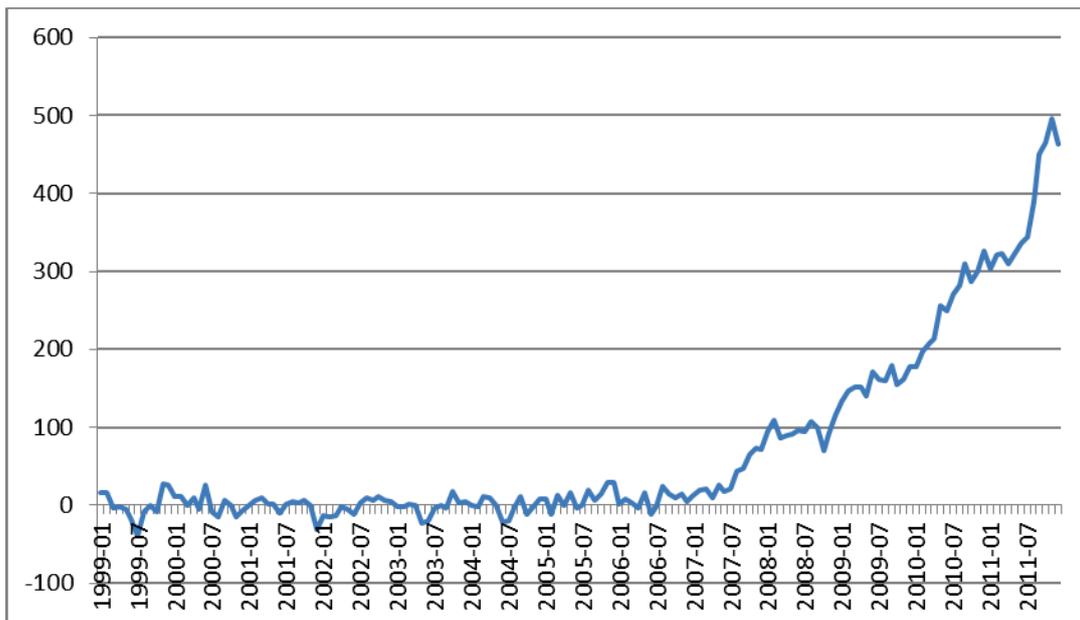
Der Beitrag gliedert sich in insgesamt vier Abschnitte. Der Einleitung folgt eine kurze Einführung in die Funktionsweise des TARGET2 (Abschnitt 2). Eine zahlungsbilanztheoretische Interpretation positiver und negativer TARGET2-Salden stellt das Kernstück der vorliegenden Analyse dar. In diesem Zusammenhang werden das Auftreten, der Anstieg und die Hysterese außergewöhnlicher TARGET2-Salden erklärt (Abschnitt 3). Die TARGET2-Salden weisen auf eine Zahlungsbilanzkrise hin, die durch das Zahlungsverkehrssystem kurzfristig überlagert und langfristig verschärft wird. Diese Diskussion ermöglicht schließlich eine Bewertung (Abschnitt 4) der mit TARGET2 einhergehenden realwirtschaftlichen Fehlallokation und entsprechender volkswirtschaftlicher Risiken.

## 2. Funktionsweise des TARGET2

Die im TARGET2 auftretenden grenzüberschreitenden Zahlungen werden von MFIn, die unmittelbar am TARGET2 teilnehmen, direkt oder über die jeweilige NZB veranlasst. Bei der direkten Abwicklung in Geschäftsbankengeld wird im All-

gemeinen eine Deckung in Zentralbankgeld vorausgesetzt wird (EZB, 2011, S. 40). Nachfolgend steht eine zahlungsbilanztheoretische Analyse des TARGET2 im Vordergrund. Deshalb wird fortan von einer expliziten Unterscheidung zwischen MFien und NZBen im TARGET2 weitgehend abgesehen. In den Jahren vor Beginn der gegenwärtigen Krise wurden derartige Transaktionen durch den privaten Finanzsektor ermöglicht. Seit Sommer 2007 und etwa zeitgleich mit der sukzessiven Ablösung des Vorgänger-Zahlungsverkehrssystems TARGET im November 2007 erfolgt eine Finanzierung zahlungsbilanzrelevanter Transaktionen vermehrt über TARGET2, wie z.B. der Entwicklung der außergewöhnlich hohen positiven TARGET-Salden der Deutschen Bundesbank entnommen werden kann (Abb. 1).

Abb. 1: TARGET-Salden der Deutschen Bundesbank (Jan. 1999 – Jan 2011), Mrd. Euro



Der Anstieg der Bestände an TARGET2-Forderungen, die zudem mit 1% verzinst werden, auf ca. einer halben Billion Euro bei der Deutschen Bundesbank Ende 2011 bedeutet, dass sich einige Volkswirtschaften zusammen in entsprechender Höhe verschuldet haben.

Anhand positiver bzw. negativer TARGET2-Salden lassen sich Kern- und Peripherieländer im ESZB unterscheiden. Zur Gruppe der Kernländer gehören gegenwärtig Deutschland, Finnland, Luxemburg und die Niederlande. Ferner können der Gruppe der Kernländer noch die Länder hinzugerechnet werden, deren NZBen zwar dem ESZB angehören, aber nicht Teil des Eurosystems sind, da sie nicht den Euro als Währung eingeführt haben. Diese NZBen können am TARGET2 teilnehmen unter der Bedingung, dass sie fortlaufend positive TARGET2-Salden aufweisen. Die Länder Bulgarien, Dänemark, Lettland, Litauen, Polen und Rumänien nehmen dementsprechend auf Guthabenbasis am TARGET2 teil. Sonstige Länder, die ein eigenes RTGS betreiben, werden mittels einer sog. Interlink-Vereinbarung dem TARGET2 angeschlossen. Typischerweise können in diesen Individual-Zahlungsverkehrssystemen temporäre negative Salden im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr gegen Sicherheiten über den Betreiber des nationalen RTGS finanziert werden. Als Instrumente können hierbei z.B. zinslose Innertages-Repogeschäfte für Liquidität (z.B. Schweiz-Lichtenstein), ebenso abgesicherte Innertages-Kredite (z.B. Frankreich-Monaco) oder das Sammeln und sukzessive Abarbeiten von Zahlungsanweisungen auf Verrechnungskonten, d.h. sog. Warteschleifen im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr, die bei unzureichender Deckung gelöscht werden (z.B. die frühere italienische Lira-Zone mit San Marino und Vatikan), dienen. Über die o.g. Interlink-Vereinbarung waren die vormals nationalen RTGS der heutigen ESZB-Mitglieder im Vorgänger TARGET verbunden, das sich vom TARGET2 mit einer Gemeinschaftsplattform – statt einem Netzwerk nationaler RTGS – nur technisch unterscheidet. Andere grenzüberschreitende Zahlungen innerhalb des ESZB mit Mitgliedern, die weder den Euro eingeführt haben noch dem TARGET2 angeschlossen sind (Schweden, Tschechien, Ungarn und das Vereinigte Königreich), können u.U. ebenfalls TARGET2-Salden berühren, wenn die involvierten MFIs außerhalb des Euro-Währungsgebiets ebenfalls TARGET2-Konten bei NZBen im Eurosystem unterhalten (EZB, 2011, S. 40f.). Ansonsten betrifft der grenzüberschreitende Zahlungsverkehr, wie dies allgemein für Volkswirtschaften außerhalb des ESZB gilt, in erster Linie die Devisenbilanz und ist an dieser Stelle nicht von weiterem Interesse, da hier keine TARGET2-Salden auftreten können.

Derzeit nehmen insgesamt 23 NZBen sowie die EZB am TARGET2 teil. Die EZB führt jedoch keine TARGET2-Salden gegenüber einzelnen Mitgliedern des Eurosystems. Allerdings weist sie in ihrer Bilanz TARGET2-Verbindlichkeiten als Gegenposition zu den NZBen aus, die als Mitglied im ESZB „ohne Euro“ auf Guthabenbasis am TARGET2 teilnehmen. Die EZB nimmt jedoch im TARGET2 allerdings insofern eine besondere Stellung ein, als sie automatische Buchungen zu den individuellen grenzüberschreitenden Zahlungen in das Konto der betroffenen NZB vornimmt. Demnach führt die EZB sozusagen schlicht Order von Zentralbankgeld durch eine NZB aus, über die eine grenzüberschreitende Zahlung veranlasst wird. Das Land, in dem eine grenzüberschreitende Zahlung veranlasst wird, hat dann eine TARGET2-Verbindlichkeit; das Empfängerland weist automatisch eine TARGET2-Forderung auf (s. Garber, 1999, S. 208). Dieser Aspekt automatischer, nicht unmittelbar zustimmungspflichtiger Transaktionen in den Zentralbankkonten der NZBen bei der EZB steht im Mittelpunkt der Betrachtung der TARGET2-Salden aus zahlungsbilanztheoretischer Sicht.

### **3. Zahlungsbilanztheoretische Analyse des TARGET2**

Eingangs ist argumentiert worden, dass TARGET2-Verbindlichkeiten ein Merkmal der Peripherieländer sind, während TARGET2-Forderungen die Kernländer kennzeichnen. Nicht zufällig zeichnen sich – im Regelfall – Peripherieländer durch Leistungsbilanzdefizite aus; analog dazu weisen die Kernländer Leistungsbilanzüberschüsse auf. Selbstverständlich gilt die zahlungsbilanzmäßige Identität, dass das Leistungsbilanzsaldo dem Kapitalbilanzsaldo entspricht. In diesem Zusammenhang sind die TARGET2-Salden ein Teil der Kapitalbilanz. Für die z.B. sehr exportorientierte deutsche Volkswirtschaft gilt, dass ihr Leistungsbilanzüberschuss mit einem Kapitalbilanzdefizit, d.h. einem Nettokapitalexport, einhergeht. Dies bedeutet, dass die inländischen Wirtschaftssubjekte weniger Ressourcen für inländischen Konsum und Investition verwenden als sie selbst produzieren. Folglich wird ein Teil der realen Produktion über die Leistungsbilanz an das Ausland bzw. die Peripherieländer transferiert. Im Gegenzug bauen Kernländer Forderungen an die zukünftige reale Produktion der Peripherie auf. Diese Forderungen sind in der Kapitalbilanz ver-

bucht und erscheinen seit geraumer Zeit insbesondere als positive TARGET2-Salden. Aus Sicht der intertemporalen Zahlungsbilanz spiegeln TARGET2-Forderungen die Nettoverschuldung anderer Mitglieder im Eurosystem wider. Die nachfolgende Diskussion betrachtet das Auftreten, den Anstieg und die Hysterese der außergewöhnlichen TARGET2-Salden aus dem Blickwinkel der intertemporalen Zahlungsbilanz.

### **3.1 Das Auftreten temporärer TARGET2-Salden**

Temporäre, positive und negative Salden in einem grenzüberschreitenden Individual-Zahlungsverkehrssystem sind typisch für einen gemeinschaftlichen Wirtschaftsraum. In dieser Hinsicht gewährleistet TARGET2, dass der Euro in allen Mitgliedsländern des Eurosystems unbeschränkt im gemeinschaftlichen Wirtschafts- und Währungsraum verwendet werden kann. Darüber hinaus erleichtert ein gemeinschaftliches RTGS in einem heterogenen gemeinschaftlichen Wirtschafts- und Währungsraum, wie z.B. dem Eurosystem, den ökonomischen Aufholprozess der Peripherie im Zuge eines forcierten finanz- und realwirtschaftlichen Integrationsprozesses (s. Fahrholz und Freytag, 2012). In diesem Zusammenhang stellt letztlich der private Finanzsektor innerhalb der Kernländer über Nettokapitalexporte der Peripherie die Finanzierung bereit, um Ressourcen aus den Kernländern importieren zu können. Hierbei erwerben aus Sicht der Zahlungsbilanz die Kernländer Anlagen (Auslandsaktiva) der Peripherie. Aus der Perspektive des Kernlandes ist der entsprechende Zentralbankgeld-Kredit eine Verbindlichkeit und daher ein negativer TARGET2-Saldo. Auf Seiten des Peripherielandes bucht die EZB eine TARGET2-Forderung in das Konto der angeschlossenen NZB, so dass dieses einen positiven TARGET2-Saldo aufweist. In dieser Hinsicht bezieht das Empfängerland einer über TARGET2 veranlassten Zahlung aus Sicht der intertemporalen Zahlungsbilanz Nettokapitalimporte, während das Land, in welchem die Zahlung veranlasst wird, ein Nettokapitalexporteur ist. Im Zuge des Aufholprozesses der Peripherie ist der Nettokapitalimport eine Voraussetzung dafür, Ressourcen aus den Kernländern einzuführen. Zug um Zug führt diese Transaktion zu einer TARGET2-Verbindlichkeit bei einer peripheren NZB und zu einer TARGET2-Forderung der Kernländer. Solange

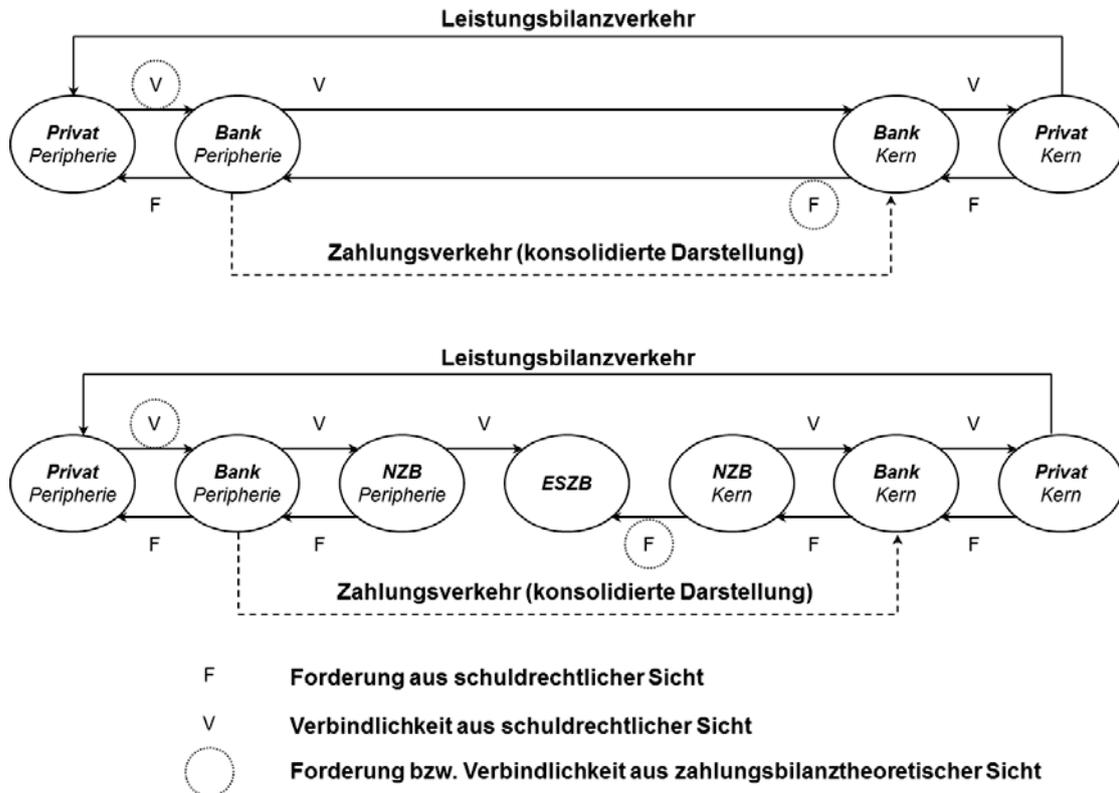
dieser Prozess durch den privaten Finanzsektor bzw. Wirtschaftssubjekte in den Kernländern über Nettokapitalexporte finanziert wird, halten sich aus Sicht der Kernländer die TARGET2-Verbindlichkeiten aus dem Nettokapitalexport mit den TARGET2-Forderungen aus dem Import realer Produktion durch die Peripherieländer zumeist die Waage. Dasselbe gilt selbstredend für den Ausgleich der TARGET2-Salden der Peripherieländer. Soweit die Zeitpunkte einfach nur auseinander fallen, zu denen die privaten Wirtschaftssubjekte Zug um Zug ihren Verpflichtungen im Kontext des skizzierten ökonomischen Aufholprozesses nachkommen, sind die auftretenden TARGET2-Salden nur temporärer Natur.

Wenn jedoch den privaten Wirtschaftssubjekten in den Kernländern Zweifel an der Fähigkeit der Peripherieländer kommen, dass diese ihren (realen) Zahlungsverpflichtungen im Gegenzug für die bereits heute bezogenen Ressourcen überhaupt nachkommen kann, dann fällt die private Finanzierung des Aufholprozesses der Peripherie womöglich aus. In solch einem Fall treten die seit etwa Sommer 2007 beobachtbaren außergewöhnlichen TARGET2-Salden auf. In diesem Zusammenhang werden drei zahlungsbilanzrelevante Basistransaktionen identifiziert, die die prekäre Mechanik und das Ausmaß der außergewöhnlichen TARGET2-Salden erklären. Diese Basistransaktionen betreffen den Güter- und Dienstleistungshandel, d.h. den Leistungsbilanzverkehr, und Portfoliodispositionen, die unmittelbar den Kapitalverkehr berühren (s. Neumann 2011, S. 25).

### **3.2 Der Anstieg außergewöhnlicher TARGET2-Salden**

Die Mechanik von TARGET2-Salden im Leistungsbilanzverkehr, die aus Sicht der intertemporalen Zahlungsbilanz den Normalfall mit einem funktionierenden privaten Finanzsektor darstellt (oberer Teil in *Abb. 2*), wird der aktuellen Situation mit einem quasi-öffentlichen Finanzsektor in Form des TARGET2 (unter Teil der *Abb. 2*) gegenübergestellt. Dabei liegt der konsolidierten Darstellung des Zahlungsverkehrs (*Abb. 2*) die oben dargelegte Erklärung u.b.B. der automatischen Buchungen durch die EZB zugrunde.

Abb. 2: TARGET2-Salden im Leistungsbilanzverkehr aus schuldrechtlicher und zahlungsbilanztheoretischer Sicht



Diese Darstellung (Abb. 2) illustriert die relevanten schuldrechtlichen Beziehungen im Zusammenhang mit den zahlungsbilanztheoretischen Implikationen. Es wird von einem Kauf eines im Kernland produzierten realen Gutes durch ein privates Wirtschaftssubjekt in der Peripherie ausgegangen. Das private Wirtschaftssubjekt in der Peripherie (*Privat Peripherie*) greift zur Finanzierung auf ein Kreditgeschäft mit seiner Geschäftsbank in der Peripherie (*Bank Peripherie*) zurück, wodurch in schuldrechtlicher Hinsicht eine Verbindlichkeit des privaten Wirtschaftssubjekts gegenüber seiner Geschäftsbank entsteht, welcher im Gegenzug eine entsprechende Forderung der Geschäftsbank gegenübersteht. Die Geschäftsbank in der Peripherie refinanziert ihr Kreditgeschäft über den privaten Finanzsektor. Insoweit es sich dabei um den Aufbau einer Nettoverschuldung aus Sicht der intertemporalen Zahlungsbilanz handelt, stellt letztlich eine Geschäftsbank im Kernland (*Bank Kern*) die erforderliche Finanzierung in Form eines Nettokapitalexports bereit. In dem verein-

fachten Fall wird unterstellt, dass der Zahlungseingang im Gegenzug für die Lieferung des Gutes im Leistungsbilanzverkehr auf dem Konto des privaten Wirtschaftssubjekts im Kernland (*Privat Kern*) bei seiner Geschäftsbank erfolgt. Die Geschäftsbank hat in diesem Fall eine schuldrechtliche Verbindlichkeit gegenüber dem privaten Wirtschaftssubjekt im Kernland, das eine entsprechende Forderung hat. So einfach die schuldrechtlichen Beziehungen sind, so einfach lassen sich auch die Forderungen und Verbindlichkeiten aus zahlungsbilanztheoretischer Sicht erklären: In dem geschilderten Fall hat ein privates Wirtschaftssubjekt im Kernland (hier die *Bank Kern*) eine Forderung gegenüber einem privaten Wirtschaftssubjekt in der Peripherie (*Privat Peripherie*), das eine entsprechende Verbindlichkeit hat. Demnach steht einem privaten Gläubiger im Kernland ein privater Schuldner im Peripherieland gegenüber. Dieser Schuldner verspricht aus der Perspektive der intertemporalen Zahlungsbilanz eine Leistungserfüllung in der Zukunft in Form eines wertmäßig äquivalenten, realen Ausgleichs für den heutigen Import realer Produktion aus dem Kernland.

Wenn der private Finanzsektor ausfällt, dann kommt das TARGET2 als quasi-öffentlicher Finanzsektor zum Tragen (unterer Teil der *Abb. 2*). Die schuldrechtlichen Verhältnisse auf Seiten der privaten Wirtschaftssubjekte bleiben unverändert. Allerdings ändert sich etwas Wesentliches bei der Finanzierung des Leistungsbilanzverkehrs. Zur Refinanzierung ihres Kreditgeschäfts schöpft die Geschäftsbank der Peripherie (*Bank Peripherie*) einen Zentralbankgeld-Kredit bei ihrer NZB (*NZB Peripherie*). Diesen erhält die Geschäftsbank gegen Sicherheiten, die sie bei ihrer NZB hinterlegt. Letztere hat eine Forderung gegenüber der Geschäftsbank, die eine entsprechende Verbindlichkeit aufweist. Gleichzeitig entsteht der NZB in der Peripherie wegen der Veranlassung einer grenzüberschreitenden Zahlung eine TARGET2-Verbindlichkeit. Die entsprechende TARGET2-Forderung bucht die EZB automatisch in das Konto der NZB im Kernland (*NZB Kern*). Die Besicherung eines solchen Zentralbankgeld-Kredits im ESZB verbleibt jedoch bei der NZB im Peripherieland, d.h. die TARGET2-Forderung der NZB im Kernland wird nicht direkt durch Sicherheiten der Peripherie unterlegt. Als Gegenposition zur TARGET2-Forderung, d.h. als Verbindlichkeit in der Bilanz der NZB im Kernland, erscheinen

hier die Einlagen der heimischen Geschäftsbank (*Bank Kern*) aus dem Eingang im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr. Auf diese Weise ist aus Sicht der intertemporalen Zahlungsbilanz ein Ressourcentransfer vom Kernland in die Peripherie über einen Zentralbankgeld-Kredit finanziert worden. Entsprechende, kurzfristige Kredite im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr treten zwar immer auf, aber im Gegensatz zum Normalfall mit temporären Salden tritt gegenüber dem privaten Schuldner in der Peripherie nun ein öffentlicher Gläubiger (*NZB Kern* in unteren Teil der *Abb. 2*) in die Haftung. Der Vorwurf der „Kreditersatzpolitik“ (Sinn, 2011b) ist aus zahlungsbilanztheoretischer Sicht nicht von der Hand zu weisen. Allerdings können TARGET2-Salden auch auf Basistransaktionen zurückgehen, die in erster Linie die Kapitalbilanz betreffen. Die gegenwärtig außergewöhnlichen positiven TARGET2-Salden bilden zwar die Nettoverschuldung der Peripherie, aber nicht zwingend den Leistungsbilanzverkehr Eins-zu-eins ab.

Im Zuge der gegenwärtigen Krise im Eurosystem bzw. dem ESZB beeinflussen insbesondere zwei weitere Basistransaktionen, die die Kapitalbilanzen der Mitgliedsländer unmittelbar berühren, das Ausmaß der TARGET2-Salden. Zum einen kommt es im Zuge einer europaweiten Konsolidierung im privaten Finanzsektor zu TARGET2-Verbindlichkeiten der Kernländer analog zur vorherigen privaten Finanzierung des Aufholprozesses der Peripherie. Wenn z.B. ein MFI in der Peripherie seine fälligen Forderungen gegenüber einer Geschäftsbank im Kernland geltend macht, dann schlägt sich der grenzüberschreitende Kapitalverkehr vom Kernland in die Peripherie als eine TARGET2-Verbindlichkeit bei der NZB des Kernlandes nieder, die eine entsprechend erforderliche grenzüberschreitende Zahlung veranlasst hat. Derartige Liquidierungen von Auslandspassiva, d.h. von inländischen Vermögenswerten aus Sicht des Kernlandes, führen dazu, dass TARGET2-Forderungen bei der NZB in der Peripherie, die einen Zahlungsstrom erhält, zunehmen. Aus Sicht des Kernlandes erscheint der eigenen positive TARGET2-Saldo entsprechend niedriger als gemäß dem Leistungsbilanzverkehr mit der Peripherie zu erwarten wäre. Im Rahmen der geschilderten Konsolidierung wird letztlich ein Teil des anhaltenden Imports realer Produktion durch die Peripherie über deren „ausländische“ Euros finanziert. Zum anderen setzt in der Krise eine Kapitalflucht aus den Peripherielän-

dern ein. Dabei transferieren private Wirtschaftssubjekte in der Peripherie Vermögenswerte, die sie bisher im Inland gehalten haben, in die Kernländer. Da eine Refinanzierung von Krediten über den privaten Finanzsektor in der Peripherie nicht mehr möglich ist, greifen die dortigen Geschäftsbanken auf eine Refinanzierung via Zentralbankgeld-Kredit zurück. Folglich finanzieren die Geschäftsbanken der Peripherie die Kapitalflucht in Auslandpassiva durch die Aufnahme von Zentralbankgeld-Kredit bei der entsprechenden NZB. Entsprechende Zahlungen führen zu TARGET2-Verbindlichkeiten der NZB in der Peripherie. Die EZB bucht den entsprechenden NZBen in den Kernländern TARGET2-Forderungen in die Zentralbankkonten. Die Kapitalflucht aus der Peripherie führt folglich dazu, dass die TARGET2-Forderungen höher ausfallen als gemäß dem Leistungsbilanzverkehr zu erwarten wäre.

TARGET2 springt als quasi-öffentlicher Finanzsektor für den seit Sommer 2007 angeschlagenen privaten Finanzsektor ein. Aus Sicht der intertemporalen Zahlungsbilanz wirkt die Mechanik des TARGET2 wie ein „Bypass“ für weitere Nettoverschuldungen, unabhängig davon, ob es sich bei den grenzüberschreitenden Zahlungen um das Begleichen von Transaktionen im Leistungs- oder Kapitalbilanzverkehr handelt. Im Ergebnis treten die außergewöhnlichen TARGET2-Salden auf. Die geschilderten Basistransaktionen zu den jeweils gegenteiligen Effekten der Kapitalflucht und der europaweiten Konsolidierung im privaten Finanzsektor auf die TARGET2-Salden machen u.a. nachvollziehbar, warum z.B. die TARGET2-Forderungen der Deutschen Bundesbank nicht kontinuierlich angestiegen sind (*Abb. 1*). Gleichwohl ist derselben Entwicklung ein trendmäßiger Anstieg des positiven TARGET2-Saldos zu entnehmen. Dieser Anstieg der außergewöhnlichen TARGET2-Salden setzt sich zumindest solange fort, bis die Anforderungen an die zu erbringenden Sicherheiten der jeweiligen NZB, die Zentralbankgeld-Kredite im ESZB schöpfen möchten, kaum restriktiv gehandhabt werden.

### 3.3 Die Hysterese außergewöhnlicher TARGET2-Salden

Die zunehmenden TARGET2-Salden spiegeln sich verändernde Positionen der Nettoschuldner bzw. -gläubiger im Eurosystem bzw. im ESZB wider. Entsprechende Positionen in Form von negativen bzw. positiven TARGET2-Salden müssen aus Sicht der intertemporalen Zahlungsbilanz zukünftig einmal wertmäßig ausgeglichen werden. Dies kann z.B. durch Wertpapierbestände in Form von Gold- und Devisenreserven und letztlich durch noch zu produzierende Güter- und Dienstleistungen erfolgen. Für das TARGET2 sind jedoch weder preis- noch mengenmäßige Ausgleichsmechanismen auf der Makroebene vorgesehen. Das Fehlen auch sonstiger Ausgleichsmechanismen auf der Mikroebene, wie z.B. in anderen RTGS (s.o.), führt daher zu in der Höhe tendenziell unbegrenzten TARGET2-Salden (vgl. SVR, 2011, S. 86). Die Ursache des Anstiegs dieser außergewöhnlichen TARGET2-Salden ist die gegenwärtige Zahlungsbilanzkrise, die auf die Mechanik des TARGET2 wie ein exogener Schock wirkt. Es bleibt die Frage, ob sich der Anstieg der außergewöhnlichen TARGET2-Salden je wieder umkehrt, wenn die Ursache – nämlich die Zahlungsbilanzkrise – beseitigt worden ist oder ob ein Hysterese-Effekt bleibt.

In der gegenwärtigen Situation im Eurosystem handelt es sich um eine Zahlungsbilanzkrise, weil aus Sicht des privaten Finanzsektors offensichtlich geworden ist, dass die Verwendung der in früheren Perioden bereitgestellten und kreditfinanzierten Ressourcen nicht nachhaltig ist. Die Zweifel des privaten Finanzsektors an der Leistungsfähigkeit einer peripheren Volkswirtschaft, ihren zukünftigen Zahlungsverpflichtungen nachkommen zu können, werden daran ersichtlich, dass der private Finanzsektor keine weitere Finanzierung bereitstellt und dass in der Peripherie zu kapitalfluchtartigen Maßnahmen gegriffen wird. TARGET2 springt als quasi-öffentlicher Finanzsektor für den in der gegenwärtigen Zahlungsbilanzkrise ausgefallenen privaten Finanzsektor ein. Das Problem ist dabei einerseits, dass die zunehmende Verschuldung über TARGET2 an sich keinen Anreiz für eine Rückkehr des privaten Finanzsektors schafft, der die Finanzierung des Aufholprozesses der Peripherie wieder aufnehmen könnte. Zudem ermöglicht das TARGET2 der Peripherie, sich harter Budgetrestriktionen zu entledigen, so dass Anreize zur Verbesse-

rung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit als Grundvoraussetzung für eine nachhaltige, tragfähige Nettoverschuldung unterminiert werden. Andererseits werden sich die außergewöhnlichen TARGET2-Salden kaum merklich reduzieren, selbst wenn es der Peripherie – z.B. mittels einer neuen Technologie – gelänge, aus der bisher aufgelaufenen Verschuldung hinauszuwachsen. Der Grund für diesen Hysterese-Effekt ist, dass sich im Zusammenhang mit dem Leistungsbilanzverkehr neuerliche Nettokapitalexporte und entsprechende reale Ressourcenströme aus Sicht der intertemporalen Zahlungsbilanz in die gleiche Richtung bewegen. Unter den gegebenen Bedingungen im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr innerhalb des Eurosystems führt der Nettokapitalexport aus Sicht der Kernländer zu TARGET2-Verbindlichkeiten, die durch entsprechende TARGET2-Forderungen der Peripherie gespiegelt werden. Der reale Ressourcenstrom von den Kernländern in die Peripherie führt im Gegenzug zu einer TARGET2-Verbindlichkeit in den Peripherieländern und einer TARGET2-Forderung in den Kernländern, so dass die neuerliche TARGET2-Salden erneut nur temporärer Natur wären (s. Abs. 3.1).

Ein ähnliches Bild ergäbe sich im Zuge einer expliziten Transferunion (d.h. Fiskalunion) in Form eines bundesdeutschen Länderfinanzausgleichs, der auf die europäische Ebene übertragen wird. Sollte einmal auf politischem Wege eine europäische Fiskalunion errichtet werden, dann würden Nettokapitalexporte aus den Kernländern wohl auf eine rechtlich solidere Basis gestellt werden. Aber die entsprechenden Ausgleichszahlungen der Kernländer an die Peripherieländer würden sich im Saldo der Vermögensübertragungen für laufende Transfers und/oder Vermögenstransfers niederschlagen. Die entsprechenden Übereignungen von Zahlungsmitteln an die Peripherieländer berühren die TARGET2-Salden jedoch nur mittelbar, nämlich wenn die transferierten Zahlungsmittel für den Import von realen Ressourcen aus den Kernländern verwendet werden. In diesem Fall jedoch erhöhen sich die TARGET2-Forderungen der Kernländer bzw. -verbindlichkeiten der Peripherieländer. Dasselbe geschieht im Falle eines „Drehtüreffekts“, d.h. einer weiteren Kapitalflucht in die Kernländer (s.o.).

Die Hysterese der TARGET2-Salden würde sich auch nicht im Zuge einer erneuten Verschärfung der Anforderungen an Besicherungen von Zentralbankgeld-Krediten

abbauen. Ein Ausgleich im bestehenden System ist nur vorstellbar, wenn die Peripherie die Kernländer einkommensmäßig einmal soweit überholt, dass diese dann den „vormaligen“ Kernländern einen Aufholprozess finanziert. Gleichzeitig müssten jedoch die dann bereitgestellten Ressourcen in nicht-nachhaltiger Art und Weise verwendet werden, d.h. die heutigen Kernländer müssten ebenso wie die gegenwärtigen Peripherieländer Nettokapitalimporte über TARGET2 generieren, nachdem der private Finanzsektor eine weitere Finanzierung des Imports realer Ressourcen nicht mehr bereitstellt. Dies bedeutet letztlich, dass nur im Zuge einer zukünftigen Zahlungsbilanzkrise mit „vertauschten Rollen“ die gegenwärtigen außergewöhnlichen TARGET2-Salden auf ebenso außergewöhnliche Weise korrigiert werden würden. Ansonsten bleibt nur noch der Weg, die bestehenden TARGET2-Forderungen, d.h. insbesondere der Teil der unmittelbar auf eine Basistransaktion im Leistungsbilanzverkehr zurückzuführen ist, im Zuge einer Art von Schuldenerlass abzuschreiben oder nachträglich durch Lieferungen marktgängiger Wertpapiere o.ä. auszugleichen. Letztlich lässt sich der Konstruktionsfehler im TARGET2 nur politisch beheben. Bis auf weiteres wird der krisenbedingt aufgelaufene Bestand an TARGET2-Forderungen bzw. -verbindlichkeiten aufgrund dieses Hysterese-Effekts auf außergewöhnlichem Niveau verharren bzw. weiter anschwellen.

#### **4. Schlussbetrachtung**

Der Anstieg der TARGET2-Salden ist sozusagen ein „Fieberthermometer“ für das Ausmaß der europäischen Zahlungsbilanzkrise. Letzteres ist ein exogener Schock für das Individual-Zahlungsverkehrssystem gewesen, dass aufgrund seiner Eigenheiten in der Mechanik zur inkrementellen Erhöhung und Hysterese der TARGET2-Salden neigt. Insofern sind die Beharrungstendenzen der außergewöhnlichen TARGET2-Salden auch ein Abbild einer realwirtschaftlichen Fehlallokation insbesondere im Eurosystem. Wenn praktisch keinerlei Preismechanismen bzw. Budgetrestriktionen greifen, dann kommt es gewöhnlicher Weise zu einer ineffizienten Allokation realer Produktion.

Dass es im Vorfeld über Jahre hinweg zum Aufbau eines durch den privaten Finanzsektor ermöglichten Aufholprozesses im Eurosystem gekommen ist, ist ein an sich

ökonomisch wünschenswerter Effekt. Das Fehlen praktisch jedweder Restriktion führt jedoch selbst unter den Bedingungen einer Zahlungsbilanzkrise zu einem anhaltenden vergleichsweise exzessiven Ressourcenverbrauch der Peripherie. Auf diese Weise trägt das TARGET2 zu einer Verlagerung ursprünglich privater Risiken im Aufholprozess in den öffentlichen Sektor bei und unterläuft erforderliche ökonomische Anpassungsprozesse.

Es handelt sich hierbei um eine ineffiziente Allokation, weil aus Sicht der intertemporalen Zahlungsbilanz der Zins, den z.B. private Wirtschaftssubjekte in den Kernländern einer peripheren Volkswirtschaft für Verschuldung abverlangen, der Grenzrate der Substitution zwischen Gegenwarts- und Zukunftskonsum entsprechen sollte. Da jedoch gegenwärtig die Finanzierung des Ressourcentransfers aus den Kern- in die Peripherieländer weitgehend durch den quasi-öffentlichen Finanzsektor – nämlich TARGET2 – ersetzt worden ist, ist der von den privaten Wirtschaftssubjekten in den Kernländern geforderte Zins an sich unendlich groß. Folglich ist die Grenzrate der Substitution zwischen Gegenwarts- und Zukunftskonsum, d.h. die Bereitschaft privater Wirtschaftssubjekte in den Kernländern im Hinblick auf die Peripherie auf eine Einheit Gegenwartsverbrauch zugunsten eines Zukunftskonsums zu verzichten gleich Null. In diesem Sinne ermöglicht TARGET2 den Peripherieländern Kapitalimporte aus den Kernländern, deren Wirtschaftssubjekte gar nicht willens sind, Kapital dorthin zu exportieren. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass die anhaltende Finanzierung im Zuge der Zahlungsbilanzkrise nicht-marktkonform ist und es sich bei dem TARGET2 um eine verschleierte, marktverzerrende Subventionierung ganzer Volkswirtschaften in der Peripherie des Eurosystems handelt. Gleichwohl wirken die über TARGET2 finanzierten realen Exporte wie automatische Stabilisatoren auf die Produktion in den Kernländern. Nichtsdestotrotz gilt der Fall einer ineffizienten Allokation realer Produktion für Peripherie- und Kernländer. Ein besonders ökonomisches Risiko ergibt sich jedoch vor allem aus Sicht der Kernländer.

Volkswirtschaftliche Risiken aus zahlungsbilanztheoretischer Sicht bestehen darin, dass die früheren Lieferungen realer Produktion der Wirtschaftssubjekte aus den

Kernländern an die Peripherie weder mengenmäßig noch durch ein wertmäßiges Äquivalent ausgeglichen werden könnten. Vereinfacht gesprochen besteht das Risiko, dass die nicht-besicherten TARGET2-Forderungen im öffentlichen Sektor der Kernländer uneinbringlich werden. In so einem Fall würde sich aus Sicht der intertemporalen Zahlungsbilanz herausstellen, dass die Wirtschaftssubjekte in den Kernländern der Peripherie volkswirtschaftliche Ressourcen ohne Gegenleistung bereitgestellt haben. Bis auf weiteres bleiben die TARGET2-Salden jedoch nur ein „Fieberthermometer“ der europäischen Zahlungsbilanzkrise. Ohne politische Reformen der Grundlagen des gemeinschaftlichen Zahlungsverkehrssystems wird sich TARGET2 jedoch über kurz oder lang als die Hybris der Zahlungsbilanzkrise im Eurosystem erweisen.

### Literatur

- EZB 2011. Monatsberichte der Europäischen Zentralbank – Oktober 2011. URL: [http://www.bundesbank.de/download/ezb/monatsberichte/2011/201110.mb\\_ezb.pdf](http://www.bundesbank.de/download/ezb/monatsberichte/2011/201110.mb_ezb.pdf).
- Fahrholz, Christian und Andreas Freytag. 2012. „Whither the TARGET2 System? Taking a glance at the real economic facets of the euro-area debt crisis.“ *Applied Economics Quarterly*, im Erscheinen.
- Garber, Peter. 1999. „The target mechanism: will it propagate or stifle a stage III crisis?“ *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 51:1, S. 195-220.
- Neumann, Manfred J.M. 2011. „Refinanzierung der Banken treibt Target-Verschuldung“ in: „Die europäische Zahlungsbilanzkrise.“ Ifo-Schnelldienst 16/2011, S. 25-28.
- Sinn, Hans-Werner. 2011a. „Neue Abgründe“, *Wirtschaftswoche*, 21. Februar 2011. URL: <http://www.wiwo.de/finanzen/deutschland-drohen-neue-belastungen-457706/>.
- Sinn, Hans-Werner. 2011b. „Die riskante Kreditsatzpolitik der EZB.“ *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 4. Mai 2011. URL: <http://www.faz.net/artikel/C30638/target-kredite-die-riskante-kreditsatzpolitik-der-ezb-30335949.html>.
- SVR 2011. „Verantwortung für Europa wahrnehmen.“ *Jahresgutachten 2011/12 des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*. URL: [http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/-gutachten/ga11\\_ges.pdf](http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/-gutachten/ga11_ges.pdf).

### **Danksagung**

Der Autor dankt Annelie Gallon, Friedrich Hilse, Christina Klose, Matthias Rose und Sebastian Voll für die Diskussion und Unterstützung.

Eine kürzere Version dieses Beitrags erscheint in der Zeitschrift *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*.

### **Über den Autor**

Dr. Christian Fahrholz ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter im Graduiertenkolleg *Global Financial Markets* (Stiftung Geld und Währung) an der Friedrich-Schiller-Universität Jena; Bachstr. 18k, D-07743 Jena, christian.fahrholz@uni-jena.de.