

TARGET2-Salden

Symptom der Finanz- und Staatsschuldenkrise

Dr. Alexander Lipponer, Zentralbereich Volkswirtschaft, Deutsche Bundesbank

TARGET2: Was ist das?

Trans European

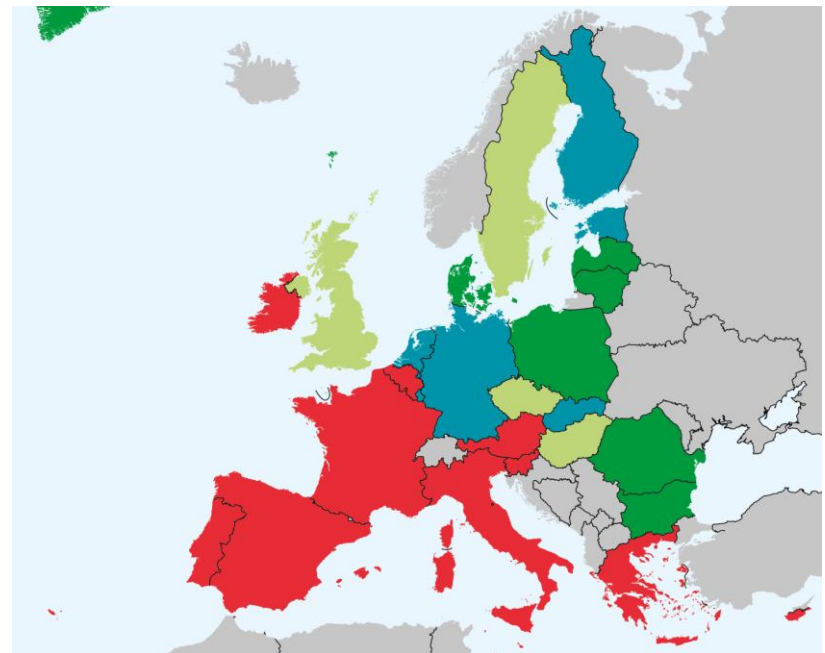
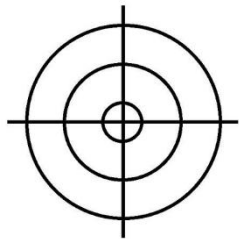
Automated

Real-time

Gross Settlement

Express

Transfer System



- **Zahlungsverkehrssystem** für Zahlungen in Zentralbankgeld
- 2. Generation; einheitliche Plattform betrieben von „3CB“ (DE, FR, IT)
- Ausführung endgültig und schnell (in Echtzeit; 99,9% < 5 Minuten)
- Abwicklung aller geldpolitischen Operationen
 - ⇒ obligatorische Teilnahme für 17 NZBen des **Eurosystems** und EZB
- einige NZBen anderer **EU-Länder** auf Guthabenbasis
- nicht: **CZ, HU, SE, UK**

TARGET2: Debatte

- begonnen durch H.-W. Sinn im Februar 2011
- litt und leidet zum Teil an
 - Missverständnissen
 - falschen Schlussfolgerungen
- TARGET2 -Salden sind
 - Symptom der Krise
 - nicht Kern des Problems
- vgl. auch Kästen in GB 2011, 2012, MB März, Nov 2012
- Ulbrich / Lipponer (2011) ifo Schnelldienst
- Ulbrich / Lipponer (2012) JRMFI
- Sinn (2012) Die TARGET Falle

TARGET2: Rechtliche Grundlagen

➤ **Art. 127 AEUV / Art. 22 ESZB-Statut**

- Aufgabe des Eurosystems für effiziente und zuverlässige Verrechnungs- und Zahlungssysteme zu sorgen.
- Wichtig für Umsetzung der Geldpolitik.
- Reibungslose Abwicklung des Zahlungsverkehrs (national / international)

➤ **Leitlinien**

- des EZB-Rats gemäß Art. 12.1 der ESZB-Satzung,
- zumeist öffentlich (bspw. aktuell EZB/2012/27),
- teilweise aber auch nicht öffentlich (EZB/2011/NP17).

➤ **Vereinbarungen**

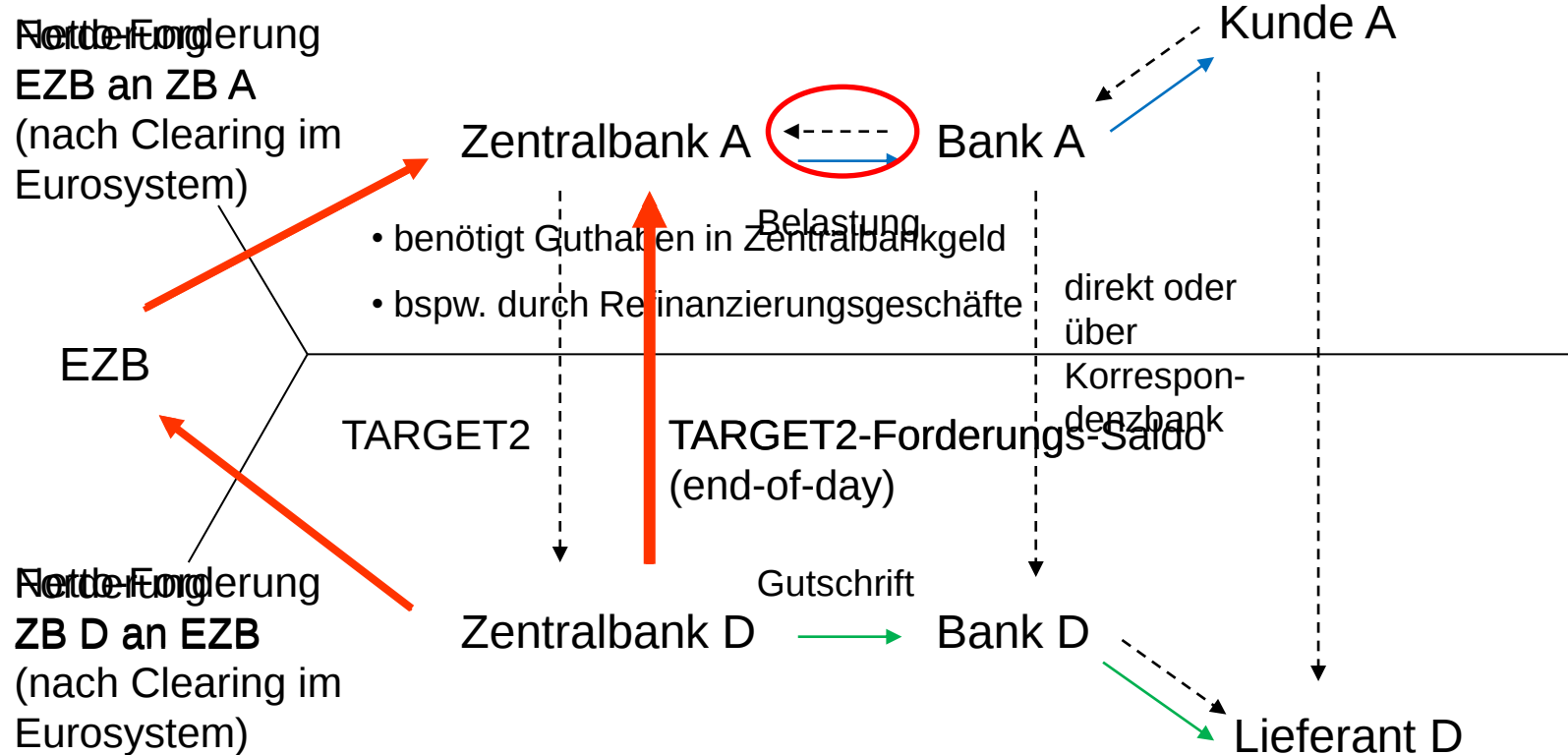
- der beteiligten Notenbanken untereinander,
- darunter u.a. das später beschriebene End-of-Day-Netting.

TARGET2: Einige Kennzahlen

- rund **350.000** Transaktionen arbeitstächlich
- Wert von rund **2 ½ Bio €** (etwa das deutsche BIP)
- >1.000 direkte Teilnehmer; ~60.000 Institute weltweit erreichbar
- $\frac{2}{3}$ (nach Wert und Volumen) national, $\frac{1}{3}$ **grenzüberschreitend**

TARGET2: Ein Beispiel

A-Land



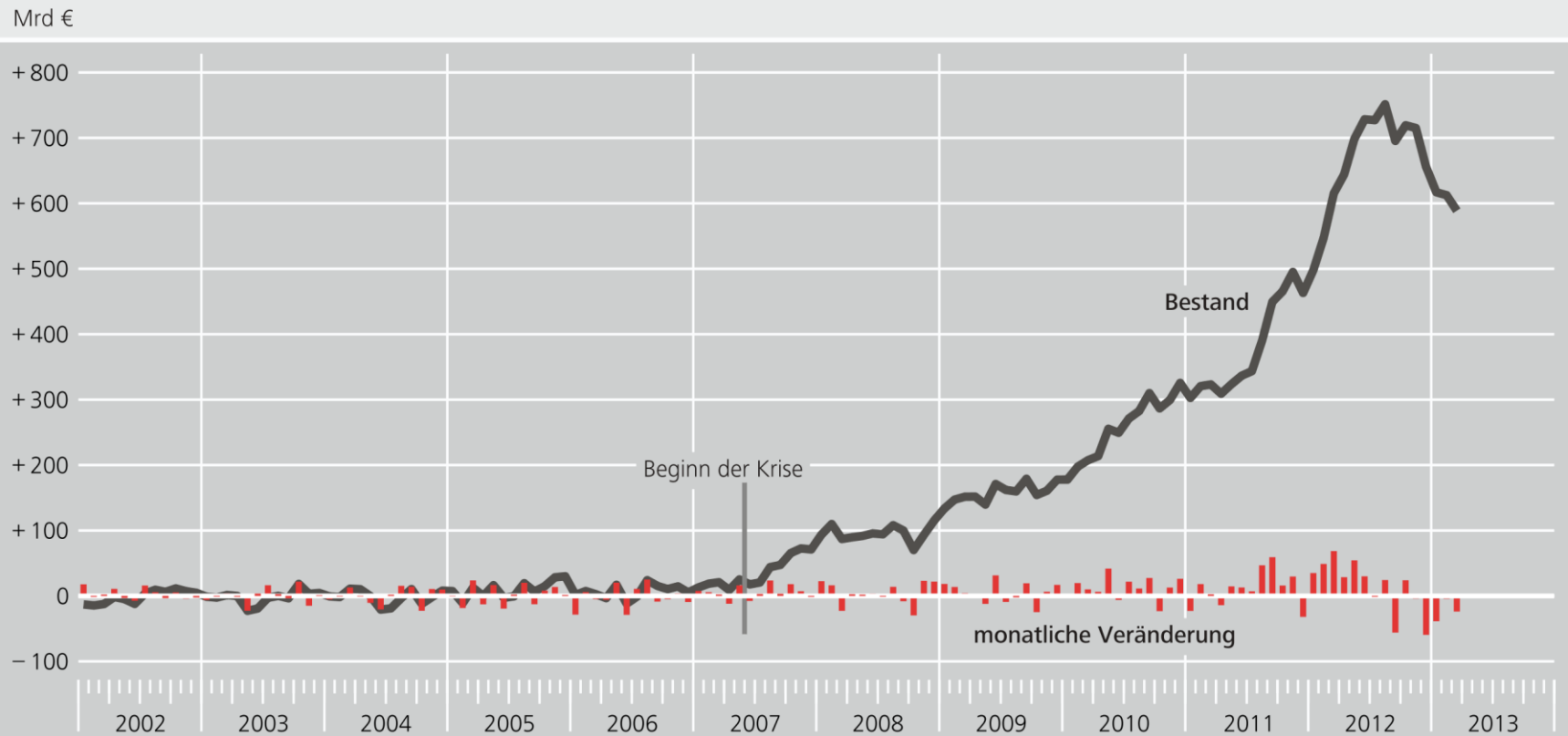
D-Land

TARGET2: Wie kommt es also zu Salden?

- Salden reflektieren asymmetrische grenzüberschreitende Transaktionen
 - positiver Saldo (DE) $\Leftrightarrow$ Netto-Zuflüsse an Banken (in DE)
 - negativer Saldo (IT) $\Leftrightarrow$ Netto-Abflüsse von Banken (in IT)
- EZB zentrale Gegenpartei
 - End-of-Day-Netting
 - danach je NZB genau eine Forderung oder Verbindlichkeit ggü. EZB
- Letztlich T2-Salden durch dezentrales Eurosystem, d.h. dezentrale Liquiditätsbereitstellung $\Rightarrow$ **dezentrale Kontenführung** „verursacht“
- **zentrale Kontenführung**
 - $\Rightarrow$ keine Salden
 - $\Rightarrow$ identisches gemeinsames Risiko für Eurosystem

TARGET2-Saldo der Bundesbank

TARGET2-Saldo der Bundesbank



Deutsche Bundesbank

Dr. Alexander Lipponer

17. April 2013

Seite 8

TARGET2: Wie entstanden die (hohen) Salden ab 2007?

- Grenzüberschreitende Zahlungsströme gleichen sich im Tagesverlauf nicht notwendigerweise aus.
- Geschäftsbanken müssen kontinuierliche Abflüsse kompensieren.
 - ⇒ private Refinanzierung (Geld-/Kapitalmarkt)
- Bis Mitte 2007 kein Problem und daher Salden unauffällig.
- In Finanzkrise versiegte private Refinanzierung für bestimmte Institute.
- Refinanzierung über die NZB ⇒ vertretbar, solange Sicherheiten „gut“.
- Staatsschuldenkrise ⇒ Sicherheiten verschlechtern sich / gehen aus

TARGET2: Und dann?

- Reaktion: größere Intermediationsfunktion des Eurosystems in der Krise
 - Vollzuteilung,
 - Ausweitung der Refinanzierung (Volumen, Fristen),
 - verringerte Qualitätsanforderungen an Sicherheiten,
 - Notfallliquiditätshilfen (ELA).

- **Problem**
 - **unzureichende Absicherung** ggü. Kreditausfall
 - erhöhter Liquiditätsbedarf speziell in Peripherieländern
 - ⇒ asymmetrische Liquiditätsbereitstellung (**Klumpenrisiko**)

- (vorübergehend) toleriert wegen
 - Funktion des Finanzsystems
 - gradueller, geordneter Anpassungsprozess

TARGET2: Risikomaß?

- Deutsche TARGET2-Forderungen fallen bei
 - Kredit DE an GR im Rahmen des 1. GR Rettungspakets
 - Überweisung EFSF an GR (7 Mrd € im Dez 2012, 2 Mrd € im Jan 2013)
 - BBk kauft Wertpapiere (SMP / OMT) von Bank in IT

- Deutsche TARGET2-Forderungen steigen bei
 - FR Bank überweist an UK Bank (verbunden mit T2 via BBk)
 - DE Bank verringert Exposure vis-à-vis IE

- TARGET2-Salden demnach **kein geeignetes Risikomaß**

TARGET2: Risiko? Problem?

Wo ist das Risiko?

- Bereitstellung von Liquidität grundsätzlich mit Risiken verbunden.
- Nicht anschließender Transfer dieser Liquidität.
- Liquiditätsbereitstellung **zentrale Aufgabe** einer Notenbank (auch und gerade in der Krise):
- (a) an solvente Banken und (b) gegen ausreichende Sicherheiten
⇒ **begrenzt Risiken** (prinzipiell geteilt im Eurosystem).

Problematisch für das Eurosystem in der Finanzkrise

- Grenzziehung zwischen
- a) angemessener Rolle der Geldpolitik in der Krisenbekämpfung und
- b) quasi-**fiskalischer** Rolle der Notenbank
- ⇒ in Währungsunion souveräner Staaten besonders akut denn:
Umverteilung von Risiken über Zentralbankbilanz möglich

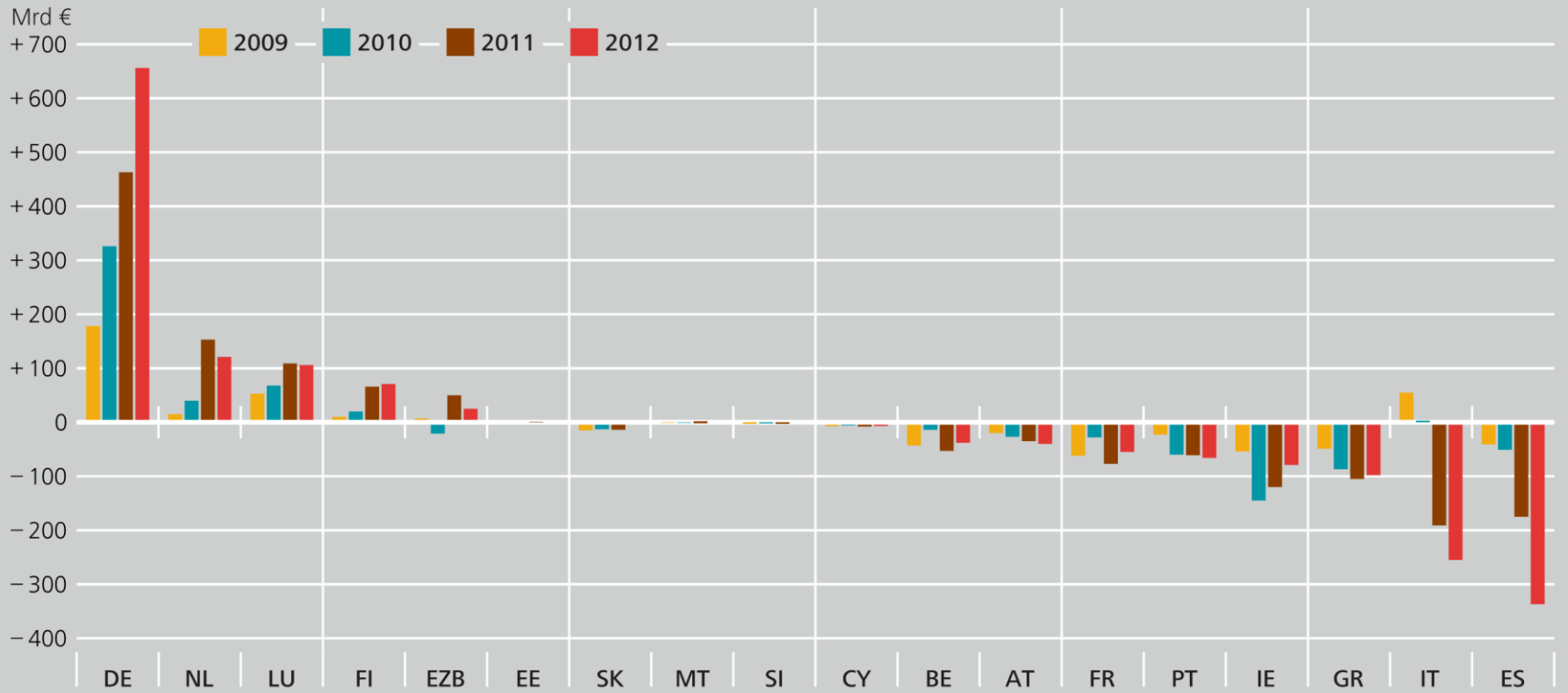
TARGET2: Aktuelle Entwicklung

- Anstieg 2012 v.a. im ersten Halbjahr.
 - Ab Mitte Juni Stabilisierung der Salden.
 - Bei hohen täglichen Schwankungen.
 - Höchster Monatsendstand (751½ Mrd €) im August 2012.
 - Seit Mitte November 2012 deutlicher Rückgang.
-
- Stand Ende 2012: 655½ Mrd €
 - Stand Ende März 2013: 588½ Mrd €
-
- Kein Anlass für Entwarnung.
 - In Finanzkrise schon mehrfach zeitweise Rückgänge / ruhigere Phasen.

TARGET2-Salden im Eurosystem (Jahresendstände)

TARGET2-Salden im Eurosystem

Endstände



Deutsche Bundesbank

Dr. Alexander Lipponer

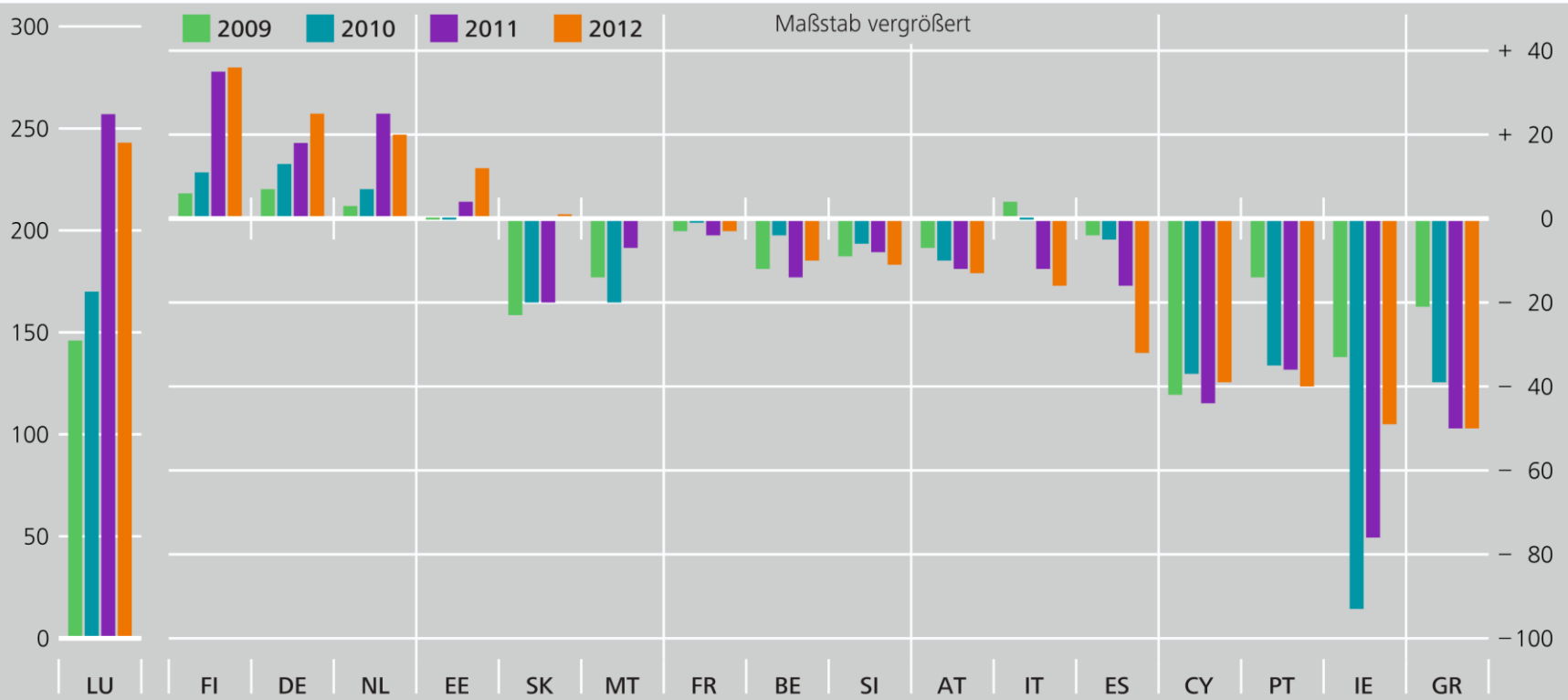
17. April 2013

Seite 14

TARGET2-Salden in Relation zum BIP

TARGET2-Salden im Eurosystem

in % des BIP; Jahresendstände



Deutsche Bundesbank

Dr. Alexander Lipponer

17. April 2013

Seite 15

TARGET2: Symptome bekämpfen?

Denkbar bspw.

1. Deckelung der Salden
2. Regelmäßiger Ausgleich der Salden
3. Strafzinsen bei hohen (negativen) Salden
4. zusätzliche Besicherung, Übertragung von Sicherheiten

TARGET2: Symptome bekämpfen?

nicht angemessen, denn

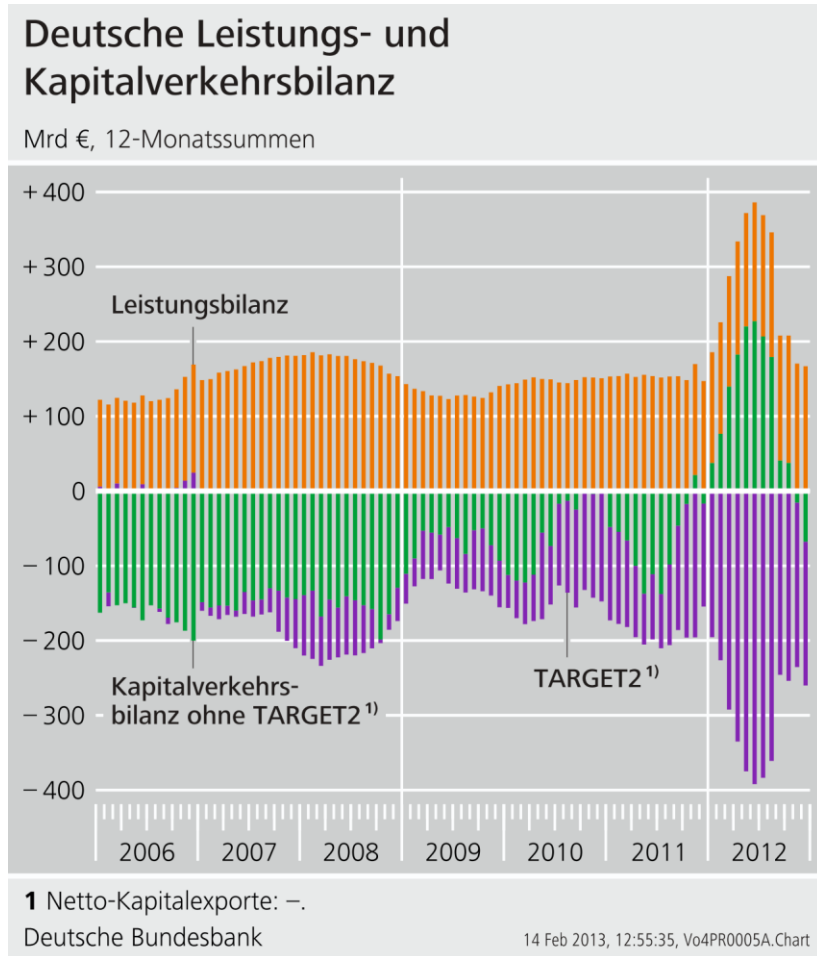
- nicht konsistent mit WU (Segmentierung des Geldmarkts)
- stört Implementierung der einheitlichen Geldpolitik
- birgt das Risiko spekulativer Attacken
- Beschränkung des freien Kapitalverkehrs in der EU
- keine Steuerungsfunktion (Strafzins)
- könnte einfach umgangen werden (Refi über Töchter in DE)
- GPO bereits besichert ⇒ hier ansetzen (aber: gute Sicherheiten knapp)
- bereitgestellte Liquidität muss genutzt werden dürfen

Also: Begrenzung der ZB-Refinanzierung (nicht der TARGET2-Salden).

TARGET2: Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten?

- Keine direkte Verbindung zwischen TARGET2-Saldo und Leistungsbilanz
- viele Arten von Transaktionen
 - **Leistungsbilanz:** Warenhandel, Dienstleistungskäufe (Urlaub), etc.
 - **Kapitalverkehr:** Wertpapierkäufe, Überweisungen, Kredite, etc.
- Aber: Gemeinsamer Binnenmarkt plus Währungsunion
 - **Leistungsbilanzdefizite einfacher zu finanzieren**
(über v.a. **private** Kapitaltransaktionen)
 - Erleichterte Aufrechterhaltung von Ungleichgewichten

TARGET2: Leistungs- und Kapitalverkehrsbilanz



- Zahlungsbilanz stets ausgeglichen.
- Leistungsbilanzüberschuss DE zunächst finanziert durch (private) Netto-Kapitalexporte (NKE).
- In Krise rückläufige private NKE.
- Peripherie „ersetzt“ private NKE durch ausgeweitete Refinanzierung über NZB
- Liquidität fließt über TARGET2 ab.
- ⇒ Anstieg des TARGET2-Saldos
- In Zahlungsbilanz als NKE erfasst.

TARGET2: Rein hypothetisches Austrittsszenario

- TARGET2-Salden $\Rightarrow$ Bilanzrisiken nur bei Austritt eines Landes.
- Etwaige Forderungen der EZB ggü. austretender NZB blieben bestehen
- Mglw. bei austretender NZB Verluste wegen
 - (a) Insolvenz von Banken,
 - (b) nicht ausreichend werthaltiger Sicherheiten,
 - (c) hohem Anteil von Geschäften ohne Risikoteilung.
- Verluste bei EZB durch (teilweise) Abschreibung von Forderungen.
- **Verlustbeteiligung** möglich (auf Beschluss der NZBen).
- Achtung: Verlusttragung **unabhängig vom TARGET2-Saldo** (+ oder -)

TARGET2: Die USA als Modell für Europa?

FAZ 28 June 2011

SEITE 10 · DIENSTAG, 28. JUNI 2011 · NR. 147

Wirtschaft

FRANKFURTER ALLGEMEINE ZEITUNG

Das Fed-System ist vor regionalen Schuldenkrisen abgeschirmt

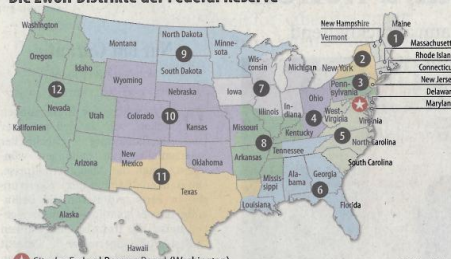
Zwischen den regionalen Banken der Federal Reserve in den Vereinigten Staaten bauen sich keine hohen Verbindlichkeiten auf. Einmal im Jahr werden die Salden zwischen den Banken glattgestellt.

pwe. WASHINGTON, 27. Juni. Die Europäische Zentralbank (EZB) und das Eurosystem ringen mit den Schuldenkrisen in Griechenland, Irland und Portugal. Zum Schutz der Währungsunion, der Finanzmärkte und von Geschäftsbanken haben die 17 Notenbanken im Eurosystem Staatsanleihen der Krisenstaaten in Milliardenhöhe auf ihre Bücher genommen, sei es durch den direkten Ankauf oder dadurch, dass sie die Schuldentitel als Sicherheiten für ihre Geldleihe akzeptiert haben. Nun droht die Gefahr, dass sie im Falle einer Umschuldung große Verluste erleiden. Im Gegensatz zum Eurosystem ist das Federal Reserve System in den Vereinigten Staaten vor solcher Unbill regionaler Schuldenkrisen im Währungsraum weitgehend abgeschirmt.

Der wichtigste Grund dafür sind Unterschiede zwischen dem Euro- und dem Fed-System. Die regionalen Federal Reserve Banken in den 12 Distrikten des Fed-Systems in den Vereinigten Staaten gehören – anders als die nationalen Notenbanken im Euroraum – keinem Staat. Das Kapital der Fed-Banken zahlen die Geschäftsbanken im jeweiligen Distrikt, sie werden per Gesetz mit 6 Prozent Zinsen im Jahr entschädigt. Jede der regionalen Federal Reserve Banken bedient mehrere Bundesstaaten, in vielen Fällen durchschneiden die Grenzen der Fed-Distrikte sogar die Staaten. So wird der Norden Illinois' von der Federal Reserve Bank von Chicago bedient, der Süden hingegen von der Fed von St. Louis.

Die fehlende Übereinstimmung von politischen und geldpolitischen Grenzen macht es fast unmöglich, dass eine regionale Fed-Bank von der Regierung eines

Die zwölf Distrikte der Federal Reserve



★ Sitz des Federal Reserve Board (Washington)

- | | | | |
|----------------|-------------|---------------|------------------|
| 1 Boston | 4 Cleveland | 7 Chicago | 10 Kansas City |
| 2 New York | 5 Richmond | 8 St. Louis | 11 Dallas |
| 3 Philadelphia | 6 Atlanta | 9 Minneapolis | 12 San Francisco |

Die Federal Reserve in Washington nimmt keine Anleihen der amerikanischen Bundesstaaten auf ihre Bücher.

Bundesstaates in die Pflicht genommen wird. Im Regelfall akzeptiert das Fed-System auch keine Anleihen der Bundesstaaten bei Offenmarktgeschäften, sondern nur Anleihen der Bundesregierung. Eine regionale Schuldenkrise wie in Europa schlägt sich insoweit nicht in den Bilanzen der regionalen Fed-Banken nieder.

Diese institutionellen Unterschiede sind auf die Europäische Währungsunion mit ihren Nationalstaaten nicht zu übertragen. Der Präsident des Ifo-Instituts in München, Hans-Werner Sinn, sieht gleichwohl die Möglichkeit, dass das krisengekennzeichnete Eurosystem von Amerika lernen und der deutsche Steuerzahler geschützt werden kann. Sinn geht es um die rasant gewachsenen Forderungen und Verpflichtungen europäischer Notenbanken im innereuropäischen Zahlungsverkehrssystem Target 2. Denn einmal im Jahr, im April, werden in Amerika analoge Forderungen und Verpflichtungen zwischen den regionalen Federal Reserve Banken ausgeglichen. Diese Glattstellung, argumentiert Sinn, reduziere Verlustrisiken der regionalen Fed-Banken.

Hintergrund des Vorschlags ist, dass die Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen den nationalen Zentralbanken

im Euroraum in den Krisenjahren über das Zahlungsverkehrssystem Target 2 drastisch gewachsen sind. Genaugenommen bestehen diese Forderungen und Verpflichtungen nicht zwischen den Zentralbanken, sondern gegenüber der EZB, die als Ausgleichsstelle eingeschaltet ist (F.A.Z. vom 19. April). Für die Deutsche Bundesbank beließen sich die Forderungen der aufgeführten monetären Liquidität, die die EZB in den vergangenen Jahren zunehmend in die Krisenstaaten schleuste. Sinn spricht von einem „versteckten Herauspaaken (bail-out)“. In einer anderen Interpretation sind die Verbindlichkeiten der Krisenstaaten der Ersatz für den ausbleibenden privaten Geld- und Kapitalstrom. Die EZB springt insoweit für private Investoren ein, die die Randstaaten meiden. In diesem Verständnis, das Sinn hervorhebt, finanziere die Liquiditätshilfe der EZB ein Leistungsabfließen der Krisenstaaten (F.A.Z. vom 4. Mai).



Foto Getty Images

Zumindest teilweise spiegeln die Verbindlichkeiten der Zentralbanken in den Krisenstaaten auch eine Kapitalflucht wider, weil Iren, Portugiesen und Griechen eine sicherere Anlage in den Kernstaaten der Währungsunion suchen. Transferieren Iren ihr Geld aus dem Heimatland etwa nach Deutschland, können irische Banken die Refinanzierungsfazilität der

Eine Schuldenkrise wie in Europa schlug sich nicht in den Bilanzen der regionalen Fed-Banken nieder.

EZB anzupassen. Solange die EZB die Sicherheiten der Banken im Krisenstaat für die Geldleihe akzeptiert, finanziert sie so die Kapitalflucht zum aktuellen Zinssatz von 1,25 Prozent. Im Wege des Anlagegeldes durch das Zahlungsverkehrssystem Target 2 von Irland nach Deutschland entstehen dabei Verbindlichkeiten der irischen Zentralbank gegenüber der Bundesbank oder – saldiert – gegenüber der EZB.

Der Deutsche-Bank-Ökonom Peter Garber hat diesen Mechanismus schon

1997, vor der Währungsunion, als Risiko für den Zusammenhalt im Euroraum beschrieben und seine Analyse im vergangenen Jahr aktualisiert. Im Extremfall könnte die Regierung eines überschuldeten Krisenstaates über diesen Weg ihre Gläubiger faktisch durch die EZB austauschen. Diese könne sich nicht wehren, wolle sie den Zahlungsverkehr im Währungsraum aufrechterhalten, argumentiert Garber. Alles hängt davon ab, wie lange die EZB willens ist, Geld in die Krisenstaaten zu leiten.

Risiken für deutsche Steuerzahler resultieren aus den Verbindlichkeiten der Krisenstaaten in drei Fällen: wenn die Sicherheiten, die Geschäftsbanken der Krisenstaaten der EZB für die Geldleihe geben, nicht mehr hinreichend wertvoll sind, wenn der Krisenstaat umschuldet oder wenn er die Währungsunion verlässt. Die dann bei der EZB anfallenden Verluste würden auf die nationalen Zentralbanken im Eurosystem aufgeteilt. Die Bundesbank und so der deutsche Steuerzahler wären mit rund 27 Prozent beteiligt.

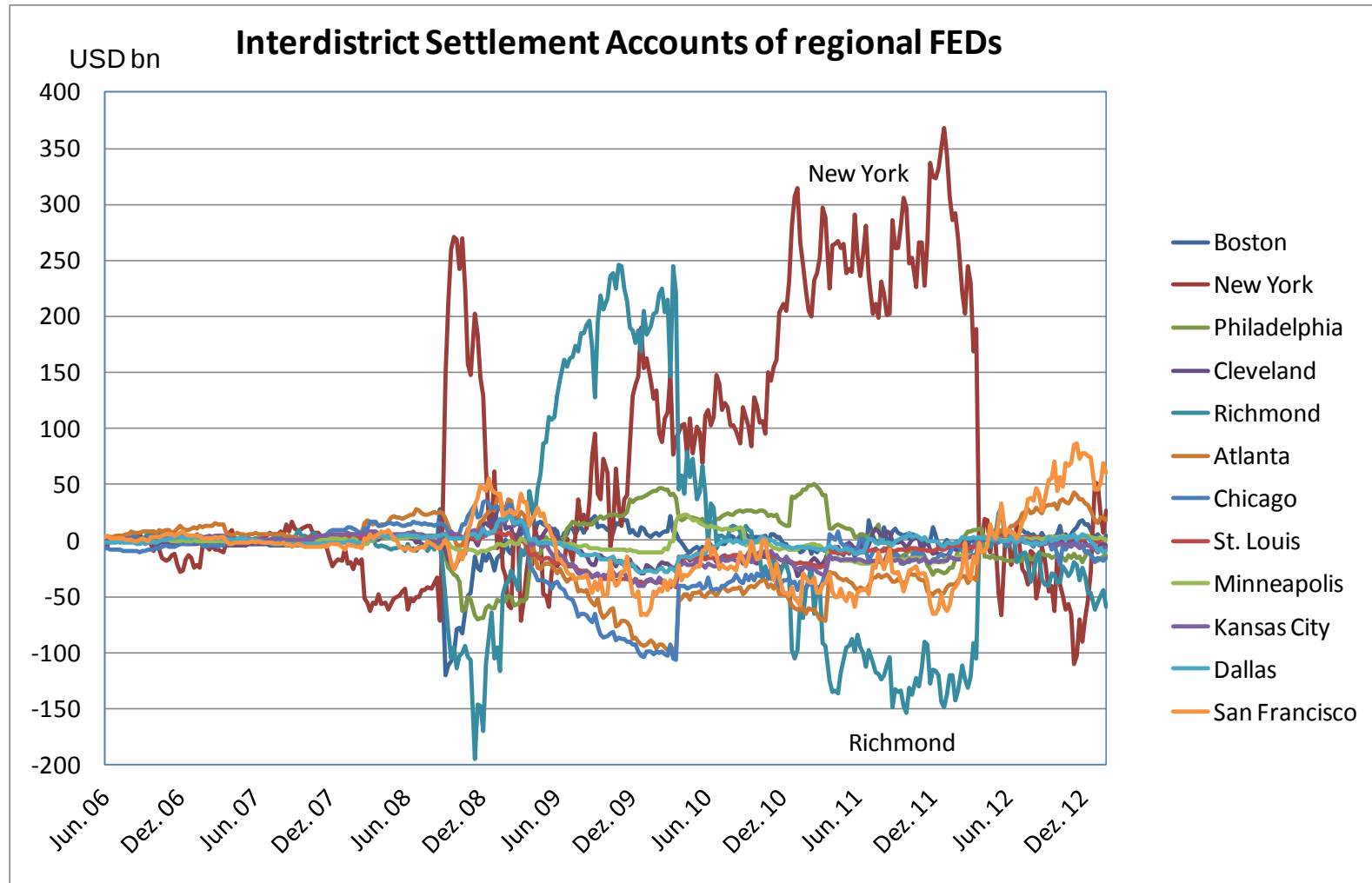
Ebenso wie zwischen den nationalen Notenbanken im Euroraum entstehen auch in den Vereinigten Staaten im regulären Geldverkehr Ansprüche und Verbindlichkeiten zwischen den Fed-Banken in

den Distrikten. Das Fedwire-System der Amerikaner entspricht dabei dem Zahlungsverkehr Target 2 der Europäer. Die Salden der Ansprüche und Verbindlichkeiten werden an zentraler Stelle, im Interdistrict Settlement Account, gesammelt. Im Gegensatz zum Euroraum sind dies keine Ansprüche oder Pflichten gegen eine Zentralbank an der Spitze. Diese gibt es in Amerika nicht. Das Federal Reserve Board in Washington ist keine Bank, sondern eine Art Aufsichtsbehörde über die regionalen Fed-Banken. Die Ansprüche im zentralen Interdistrict Settlement Account sind aber Ansprüche gegen das Federal Reserve System.

Jedes Jahr im April werden die Forderungen und Ansprüche der regionalen Fed-Banken durch den Austausch von Goldzertifikaten oder Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit ausgeglichen. Eine solche Lösung, meint der Ökonom Sinn, könne in Europa den unbegrenzten Aufbau von Verbindlichkeiten an die EZB verhindern und Sprengkraft in der Währungsunion vermeiden. Derzeit scheint dies kaum praktikabel. Irland müsste bei einer Glattstellung der Salden in diesem Jahr rund 150 Milliarden Euro zahlen, notiert der Ökonom Karl Whelan vom University College Dublin. Das wäre die gesamte jährliche Wirtschaftsleistung der Iren.

Umstritten ist unter Ökonomen, ob der Ausgleich der Salden wirklich den regionalen Fed-Banken wirklich verhindern kann, dass sich unbegrenzt Verbindlichkeiten im Zahlungsverkehr aufbauen. Garber und Sinn meinen Ja. Der Chefvolkswirt der Citigroup, Willem Buiter, aber hält dagegen: Jede regionale Fed-Bank könne durch die Schöpfung von Geld im eigenen Distrikt Staatsanleihen kaufen, um ihrer Ausgleichspflicht nachzukommen. Aus politischen Gründen bezweifelt der irische Ökonom Whelan, dass die Ausgleichspflicht im Ernstfall hält. Man stelle sich vor, der Fed-Bank von San Francisco gingen nach einem Ansturm auf die Geschäftsbanken das Gold und die Wertpapiere aus, um ihre Verpflichtung im Fedwire-System zu erfüllen. Sie dürfte dann dem Fed-Vorsitzenden Ben Bernanke mitteilen, dass der Ausgleich in diesem Jahr nicht stattfinden könne. Bernanke, so vermutet Whelan, würde nicht widersprechen. Auch EZB-Präsident Jean-Claude Trichet hat dem Aufbau der Verbindlichkeiten von Griechenland, Irland und Portugal bislang nicht widersprochen.

TARGET2: Wirklich?



TARGET2: ISA kein Modell für EWU

- Offenbar ähnliche Probleme seit 2008
- (Teilweiser) Ausgleich im Fed System mit Wertpapieren aus den Offenmarktoperationen (Käufen) des Systems
- Nur marktfähige Papiere hoher Qualität (v.a. US Treasuries)
- Keine Anleihen von Einzelstaaten (z.B. Kalifornien)
- Ausgleich keine bindende Restriktion (SOMA Volumen knapp 3000 Mrd US-\$)
- Keine Begrenzung der Salden oder Beschränkung des Zahlungsverkehrs
- **Kein Ausgleich von Ungleichgewichten zwischen den Distrikten**
- Distriktgrenzen keine politischen Grenzen
- Schlicht Umwandlung nicht verzinster ISA in verzinste Positionen
- Letztlich aber **ohne relevante Auswirkung auf Gewinnverteilung**

TARGET2: Rückgang der Salden?

TARGET2 Salden werden sich zurückbilden wenn

➤ Liquidität in die Krisenländer zurückfließt

- Spannungen an den Finanzmärkten abgebaut,
 - Interbankengeldmarkt Funktionsfähigkeit wieder erlangt,
 - Liquiditätsausgleich zwischen den Banken wieder erfolgt und
 - Geldpolitik „normalisiert“ (Volumen, Sicherheiten).
-
- Länder Wettbewerbsfähigkeit verbessert,
 - Leistungsbilanzdefizite abgebaut und
 - Bankensysteme stabilisiert haben.

TARGET2: Zusammenfassung

1. TARGET2-Salden

- sind **Symptom** der Finanzkrise
- zeigen v.a. **Störungen** bei privater Refinanzierung der Banken, insbes. **am Interbankenmarkt**

2. Finanzielle Risiken in Notenbankbilanz gestiegen durch

- Konzentration der Refinanzierungsgeschäfte auf Krisenländer
- ausgeweiteten Sicherheitenrahmen
- Wertpapierkäufe (SMP, CBPP,[OMT]).

3. Krisenmaßnahmen

- (a) eng begrenzen und
- (b) bald möglichst wieder zurückfahren.

Lender-of-last-resort Rolle muss vorübergehend bleiben

TARGET2: Zusammenfassung

4. Zentral dafür:

Vertrauen in Bankensektor / einzelne Institute

- solvente Banken rekapitalisieren
- nicht überlebensfähige Banken abwickeln

➤ **Aufgabe der Finanzpolitik.**

➤ **Geldpolitik** kann Solvenz von Banken nicht gewährleisten.

5. Zudem:

müssen Länder, die Vertrauen an den Kapitalmärkten verloren haben, für privates Kapital wieder attraktiv werden; dazu

- strukturelle Defizite beheben
- Wettbewerbsfähigkeit stärken
- fiskalische Tragfähigkeit herstellen
- Leistungsbilanzsituation verbessern

6. Sondermaßnahmen

des Eurosystems dürfen hierfür notw. Anpassungsprozesse **nicht behindern** und können sie nicht ersetzen.

7. Symptome oder Ursachen bekämpfen?

- Direkte Begrenzung der Salden durch Beschränkungen des Systems (Obergrenzen, Strafzinsen) nicht sinnvoll.
- Besicherung der Salden könnte analysiert werden.
GPO aber bereits besichert !
- US Modell (ISA) kein geeignetes Verfahren für die EWU.
- Sinnvoller als andere Vorschläge
Begrenzung der übermäßigen und persistenten Inanspruchnahme von Zentralbankrefinanzierung durch einzelne Banken.