

TARGET verstehen – Das Zahlungsverkehrssystem TARGET2 aus volkswirtschaftlicher und bilanzieller Sicht

Clemens Jobst,
Martin Handig,
Robert Holzfeind¹

Als leistungsfähiges Zahlungsverkehrssystem für Großbeträge bildet TARGET2 (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer System 2) eine wichtige Infrastruktur für die europäische Währungsunion. Die aus TARGET2 entstehenden Forderungen und Verbindlichkeiten sind Teil der Intra-Eurosystem-Salden, die in letzter Zeit in die öffentliche Diskussion geraten sind. Diese werden jedoch benötigt, solange die gemeinsame Geldpolitik dezentral umgesetzt wird. Beträchtliche Forderungen und Verbindlichkeiten können aus unterschiedlichen Gründen entstehen, von denen viele mit dem normalen Funktionieren der Währungsunion verbunden sind und keine wirtschaftspolitische Reaktion erfordern. Die TARGET2-Salden bergen auch kein zusätzliches Verlustrisiko für die nationalen Zentralbanken. Dies bedeutet keineswegs, dass das Eurosystem keinen großen Herausforderungen in der Geld- und Liquiditätspolitik gegenübersteht. Sobald aber die Liquiditätshilfe für das europäische Bankensystem dank geeigneter Maßnahmen der Wirtschaftspolitik, wie Bankenrekapitalisierung und Wiederherstellung des Vertrauens in die Zahlungsfähigkeit der Staaten, nicht mehr notwendig ist, werden auch die derzeit krisenbedingt hohen TARGET2-Salden wieder zurückgehen.

TARGET2 ist ein vom Eurosystem gemeinsam betriebenes Zahlungsverkehrssystem, mit dem Großbetragszahlungen in Euro durchgeführt werden können. Es bildet im Hintergrund eine wichtige Infrastruktur für die Währungsunion, wurde aber bis vor kurzem von der breiten Öffentlichkeit kaum beachtet. Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise seit Ende des Jahres 2007 entstanden große Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen den nationalen Zentralbanken (NZBen) der Euroraum-Länder, die TARGET2 gemeinsam betreiben. Diese Forderungen und Verbindlichkeiten wurden und

werden breit diskutiert, jedoch oft missverständlich und mit unzutreffenden Schlussfolgerungen.² Der vorliegende Beitrag stellt die wichtigsten Funktionen von TARGET2 grundsätzlich dar und bettet die aktuellen Entwicklungen und Fragen anhand von Beispielen in einen breiteren, fachlichen Kontext ein.³

1 Warum betreibt eine Zentralbank Zahlungsverkehrssysteme?

In modernen Volkswirtschaften werden täglich in vielen Transaktionen Güter, Dienstleistungen und Finanz-

¹ Oesterreichische Nationalbank, Abteilung für volkswirtschaftliche Analysen, clemens.jobst@oebn.at; Abteilung Bilanzierung und Risikoüberwachung Treasury, martin.handig@oebn.at, robert.holzfeind@oebn.at. Die Autoren danken Ernest Gnan für Anregungen.

² Die Diskussion wurde großteils in der Tagespresse, elektronischen Foren und über Kurzberichte von Banken und Forschungsinstitutionen geführt und gab auch Anlass für parlamentarische Anfragen im österreichischen Nationalrat. Eine aktuelle und umfassende Darstellung der These, dass über TARGET2 die Leistungsbilanzdefizite Griechenlands, Irlands, Portugals und Spaniens finanziert würden und im Gegenzug der Zentralbankkredit in Deutschland eingeschränkt würde, findet sich in Sinn und Wollmershäuser (2011), eine Zusammenfassung in der Einleitung zu ifo Schnelldienst (2011).

³ Die Beiträge, die versuchen, Missverständnisse in der öffentlichen Diskussion aufzuklären, orientieren sich meist stark an Sinns Thesen, die sie zu widerlegen versuchen, und bieten daher keine prinzipielle Einführung in die Funktionsweise und Rolle von TARGET2. Eine Kurzdarstellung von TARGET2, die von wirtschaftspolitischen Implikationen abstrahiert, findet sich in Deutsche Bundesbank (2011b). Die wirtschaftspolitischen Aspekte beleuchtet der Beitrag von Ulbrich und Lipponer (2011). Bindseil und König (2011) stellen TARGET2 im Zusammenhang der Geldpolitik in der Währungsunion systematisch dar. Jobst (2011) zeigt auf, dass in einer Währungsunion Nettosalde aus sehr unterschiedlichen Gründen und unabhängig von der aktuellen Krise entstehen können.

Begutachtung:
Ernest Gnan,
OeNB

produkte gehandelt. Die sichere und störungsfreie Durchführung der damit verbundenen Zahlungen ist eine Grundvoraussetzung für das Funktionieren der Wirtschaft. Zahlungsverkehrssysteme spielen auch eine wichtige Rolle für die Durchführung der Geldpolitik. Um ihre geldpolitischen Ziele zu erreichen, verändert die Zentralbank die Konditionen, zu denen sie den Banken Zentralbankgeld zur Verfügung stellt oder entzieht (EZB, 2011a). Dadurch verändern sich kurz- und längerfristige Zinssätze und andere Finanzmarktpreise, die den Konsum, die Investitionen und schlussendlich die Preisentwicklung beeinflussen. Die erste Etappe in diesem geldpolitischen Transmissionsmechanismus ist der Interbankenmarkt. Transaktionen auf dem Interbankenmarkt werden ebenso wie die geldpolitischen Operationen der Zentralbank über Großbetrags-Zahlungsverkehrssysteme abgewickelt. Für die effiziente Umsetzung geldpolitischer Entscheidungen muss daher der Zahlungsverkehr störungsfrei funktionieren. In den meisten Ländern sorgt die jeweilige Zentralbank daher nicht nur für die Qualität, Verfügbarkeit und Fälschungssicherheit des Bargelds, sondern übernimmt als Teilnehmer, Betreiber oder Aufsichtsorgan auch eine Schlüsselrolle im unbarren Zahlungsverkehr.

2 Was ist TARGET2?

Bei der Gründung der Währungsunion stand das Eurosystem vor der Herausforderung, die Geldmärkte der Vorgängerwährungen rasch zu einem integrierten Geldmarkt zusammenzuschließen. Voraussetzung dafür war eine einheit-

liche Infrastruktur zur Abwicklung großer Zahlungen zwischen Banken und Finanzinstitutionen der Mitgliedsländer. Das Eurosystem übernahm die Entwicklung und den Betrieb der notwendigen Infrastruktur.

Als europäisches Zahlungsverkehrssystem ergänzt TARGET2 – wie schon sein Vorgänger TARGET⁴ – seit Ende 2007 den Einsatz der geldpolitischen Instrumente des Eurosystems und steht im Entscheidungs- und Gestaltungsbereich des EZB-Rates (EZB: TARGET2-Leitlinie).⁵ Die Zahlungen bestehen aus Euro-Transaktionen, vor allem zwischen den rund 4.500 Kredit- und Finanzinstitutionen, die direkt oder indirekt zur Teilnahme zugelassen sind sowie aus Zahlungen, die aus Geschäften mit dem Eurosystem resultieren. Jede Empfängerbank einer Zahlung erhält den ihr überwiesenen Euro-Betrag auf ihr Zentralbankkonto. TARGET2 muss für alle Zahlungen gegenüber dem Eurosystem verwendet werden und dient auch für den Zahlungsausgleich in vielen anderen Zahlungsverkehrssystemen (Kokkola, 2010). Die zentrale Abwicklung erlaubt zugleich, die dezentralen nachfragebedingten Interbankenliquiditätsströme des Geld- und Kapitalmarktes bzw. deren Nichtbanken-(Kunden-)Überweisungen innerhalb des Euroraums betragsmäßig zu beobachten.

TARGET2 bietet dabei für die Geschäftsbanken besondere Vorteile. Zahlungen erfolgen auf Konten bei den NZBen und sind somit besonders sicher. Für die Überweisungen, die sowohl national als auch grenzüberschreitend durchgeführt werden können, gibt es keine betragsmäßigen Beschrän-

⁴ Das dezentrale Real Time Gross Settlement-System TARGET war ab 1999 ohne gemeinsame technische Plattform im Einsatz. 2008 löste TARGET2 mit seiner Single Shared Platform (SSP) TARGET ab. Für Details zu Struktur, Teilnehmern, Bedingungen und Kosten etc. siehe Kokkola (2010).

⁵ Eine Übersicht der vom EZB-Rat geschaffenen rechtlichen Basis für TARGET2 findet sich unter www.ecb.int/ecb/legal/1003/1349/html/index.en.html (recherchiert am 7. März 2012).

kungen. Ein weiterer Vorteil liegt darin, dass die Zahlungen ohne Saldierung mit späteren gegenläufigen Transaktionen unverzüglich und unwiderruflich⁶ durchgeführt werden. Die einheitliche Preisstruktur für gleiche Leistungen sorgt für faire Marktbedingungen in allen Teilnehmerländern.

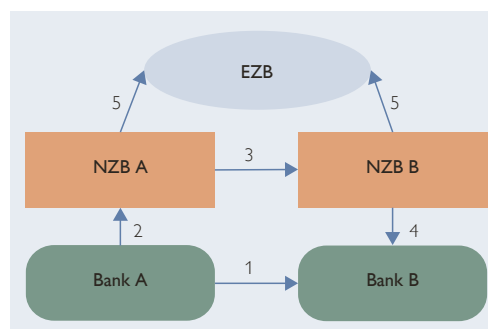
3 Wie wird eine TARGET2-Transaktion abgewickelt?

Generell nehmen an einer Transaktion in TARGET2 zwei Banken (auch Zentralbanken) teil. Jede Geschäftsbank ist einer der 18 Zentralbanken (inklusive EZB) im Eurosystem zugeordnet, die TARGET2 gemeinsam nutzen. Durch Überweisung von Geldern der sendenden an die empfangende Bank entsteht eine TARGET2-Forderung bei der empfangenden und eine TARGET2-Verbindlichkeit bei der sendenden Bank. Da die Überweisung zwischen zwei Zentralbankkonten stattfindet, muss die sendende Bank bei der Zentralbank über ein ausreichendes Guthaben bzw. eine ausreichend besicherte Kreditlinie während eines Geschäftstages gemäß geltenden Richtlinien verfügen (EZB, 2011a). Dieses Guthaben kann entweder aus geldpolitischen Refinanzierungen, durch erhaltene Zahlungen oder Einlieferungen von Banknoten entstanden sein.

Wie laufen grenzüberschreitende Transaktionen und Buchungen im Detail ab (Grafik 1)? Die der NZB A zugeordnete Bank A überweist in TARGET2 mittels S.W.I.F.T.⁷-Zahlungsanweisungsnachricht Gelder an die der NZB B zugeordnete Bank B (1). Durch diese Transaktion und den Erhalt der S.W.I.F.T.-Nachricht kommt es bei den Zentralbanken zu folgenden Buchungen:

Grafik 1

TARGET-Ablauf einer Transaktion



Quelle: OeNB.

- NZB A belastet das Girokonto der Bank A (2) und
- stellt dafür eine Verbindlichkeit gegenüber der empfangenden NZB B ein.
- NZB B bucht die Forderung gegen NZB A (3) ein und schreibt den Betrag der Bank B am Girokonto gut (4).

Je nachdem, wie groß die Zahlungen aus bzw. nach einem Land im Verlauf eines Tages sind, führen die Überweisungen nun zu Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen den NZBen. Um die Abrechnung zu erleichtern, saldiert jede NZB am Tagesende alle ihre Forderungen und Verbindlichkeiten zu einem Wert, der eine Forderung oder eine Verbindlichkeit gegenüber der EZB darstellt. Die EZB übernimmt die Rolle einer zentralen Abwicklungsstelle (5). Dabei findet zwischen den Eurosystem-Zentralbanken kein Settlement – das heißt kein Zahlungsausgleich im Sinn eines Aktiventausches – statt; der Saldo wird jeden Tag fortgeschrieben. Die Summe aller Salden (Forderungen und Verbindlichkeiten) der 18 Zentralbanken im Eurosystem ergibt null, da es

⁶ Finalitätsrichtlinie (98/26/EG).

⁷ Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication; internationale Bankeninstitution, die dem weltweiten Nachrichtenaustausch – insbesondere zur Beauftragung von Finanztransaktionen – dient (www.swift.com).

sich nur um die grenzüberschreitende Verschiebung vorhandener Euro-Liquidität in einem geschlossenen System handelt. Die Existenz von Nettosalen zwischen den NZBen und der EZB ist eine Folge der besonderen, dezentralen Organisation des Zahlungsverkehrs im Euroraum. Gäbe es nur eine Zentralbank für den Euroraum, so hätten alle Zahlungsverkehrsteilnehmer ihre Konten bei dieser Zentralbank und alle Zahlungen würden sich dort ausgleichen (in Grafik 1 würden die mittlere Ebene und die Schritte 3 und 5 wegfallen).

Wie schon erwähnt, liegen die Gründe für die Durchführung der Transaktion und die Entscheidung für die Nutzung von TARGET2 bei den Banken A und B. Die Gründe für die Transaktion können vielfältig sein; die folgende Aufzählung ist nicht vollständig: Kontodotation, Liquiditätsbündelung im Konzern, Zahlungen von Rechnungen im Auftrag von Kunden oder von eigenen offenen Finanztransaktionen, Zinszahlungen, Tilgung von Krediten oder Kreditgewährung im Rahmen von Interbankgeschäften (z. B. zum Ausgleich von Liquiditätslücken aufgrund unterschiedlichen Bietverhaltens bei geldpolitischen Geschäften).

4 Was sind Intra-Eurosystem-Salden und wie hängen sie mit TARGET2 zusammen?

Die Netto-TARGET2-Salden zwischen den NZBen und der EZB sind Teil der Intra-Eurosystem-Salden, da sie Forderungen und Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems darstellen. So wie der Zahlungsverkehr sind auch die geldpolitischen Geschäfte im Eurosystem dezentral organisiert, das heißt, dass zwar einheitliche Bedingungen vom EZB-Rat fixiert, die tatsächlichen Ge-

schäfte aber von den NZBen ausgeführt werden. Auch dadurch entstehen Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen den NZBen und der EZB.

Dies lässt sich am besten veranschaulichen, indem man die Bilanz einer einzigen Zentralbank mit den Bilanzen eines dezentralen Systems von Zentralbanken vergleicht. Eine Zentralbank gibt Zentralbankgeld in Form von Banknoten und Gutschriften auf den Girokonten, die die Geschäftsbanken bei der Zentralbank halten. Um dieses Geld in Umlauf zu bringen, erwirbt die Zentralbank Vermögenswerte, wie Gold oder Fremdwährungen, bzw. vergibt besicherte Kredite an Banken. In der Bilanz stehen diese Forderungen (Gold, Wertpapiere, vergebene Kredite) den Verbindlichkeiten (aus Sicht der Zentralbank ist Zentralbankgeld eine Schuld) gegenüber.⁸

In der europäischen Währungsunion liegen die Dinge komplizierter. Wenn eine Geschäftsbank Geld beim Eurosystem leiht, so tut sie dies nicht bei der EZB, sondern bei einer der NZBen. Die Forderungen gegenüber der Bank für die Laufzeit des Geschäfts scheinen daher in der Bilanz dieser NZB auf. Gleiches gilt für die Giro Guthaben der Geschäftsbanken beim Eurosystem. Bargeld hingegen, das von einer NZB ausgegeben wird, findet sich nicht mit diesem Wert in der Bilanz der NZB, sondern wird nach einem Schlüssel auf alle NZBen und die EZB aufgeteilt (Handig und Holzfeind, 2007; Kršnakova und Oberleithner im vorliegenden Heft). Das Ergebnis ist, dass für die einzelnen NZBen im Eurosystem Forderungen (Nettovermögenswerte und Nettokredite) und Verbindlichkeiten (Banknoten und Giro Guthaben der Geschäftsbanken bei der NZB) nicht

⁸ Für eine detaillierte Darstellung der Zentralbankbilanz siehe z. B. Jobst (2009). Eine Bilanzdarstellung von TARGET2 findet sich in Bindseil und König (2011) sowie Jobst (2011).

mehr übereinstimmen. Die Differenz wird durch Forderungen oder Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems dargestellt (Intra-Eurosystem-Salden). Neben der Netto-TARGET2-Position ist dies insbesondere der Banknoten-umlaufausgleich, der die Differenz zwischen rechnerischem Anteil am Eurosystem-Umlauf und den physisch bei der NZB ausgegebenen (und rückgelieferten) Banknoten darstellt (Krsnakova und Oberleithner im vorliegenden Heft). Bezieht man die Intra-Eurosystem-Salden als Systemausgleich ein, sind Aktiva und Passiva bei jeder einzelnen NZB im Eurosystem wieder gleich groß.

Die Ursachen, weshalb die Intra-Eurosystem-Salden steigen oder sinken, und sich andere Komponenten der Bilanz wie ausstehende Kredite verändern, können sehr verschieden ein. Tatsächlich kann die Bilanz von zwei NZBen sehr ähnlich sein, die Gründe dafür aber sehr unterschiedlich. Dazu drei Beispiele aus den letzten Jahren, bei denen jeweils beträchtliche Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems aufgebaut wurden.

Das erste Beispiel betrifft die griechische Zentralbank, die Bank of Greece

(BoG). Die BoG verzeichnete seit 2008 einen kontinuierlichen Abfluss in TARGET2. Das bedeutet, dass über griechische Banken mehr Zentralbankgeld in den restlichen Euroraum überwiesen wurde als in die umgekehrte Richtung. Wie in Kasten 1 dargestellt, lag die Ursache dafür wahrscheinlich in einer Kapitalflucht aus Griechenland: Griechische Anleger transferierten einen Teil ihres Vermögens in den Rest des Euroraums und ausländische Anleger zogen ihr Geld aus Griechenland ab. Die Bilanz der BoG bot folgendes Bild: Durch die Überweisungen baute die BoG einen negativen TARGET2-Saldo gegenüber der EZB auf. Die griechischen Banken, die durch die Auslandsüberweisungen weniger Guthaben bei der BoG zur Verfügung hatten, mussten diese Guthaben wieder auffüllen und nahmen dafür in den geldpolitischen Geschäften des Eurosystems Kredite auf. Diese Kredite finden sich in der Bilanz der BoG und stellen dort die Gegenposition zum negativen TARGET2-Saldo dar.

Das zweite Beispiel betrifft die Deutsche Bundesbank. Vor dem Jahr 2007 waren es nicht griechische Banken, die in großem Umfang Kredite des

Kasten 1

TARGET2 und die Zahlungsbilanz am Beispiel Griechenlands

In der öffentlichen Diskussion zu TARGET2 wurden die negativen Salden einiger Länder mit ihren Leistungsbilanzdefiziten in Verbindung gebracht. So importierte Griechenland in den Jahren 2008 bis 2010 um 84 Mrd EUR mehr Güter und Dienstleistungen als es exportierte, während in der gleichen Zeit über TARGET2 netto in etwa der gleiche Betrag aus Griechenland abfloss. Bedeutet dies, dass das griechische Leistungsbilanzdefizit über TARGET2 finanziert wurde?

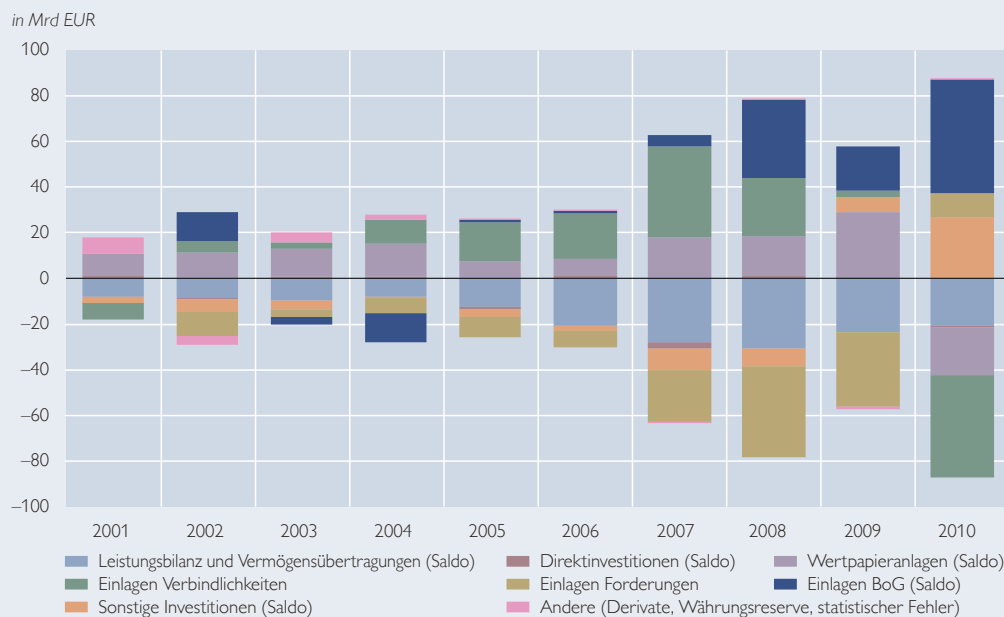
Die Leistungsbilanz ist Teil der Zahlungsbilanz, die alle wirtschaftlichen Transaktionen zwischen In- und Ausländern in einer gegebenen Periode darstellt. Die Zahlungsbilanz ist definitionsgemäß immer ausgeglichen, da betragsmäßig der Wert z. B. eines gelieferten Autos und die Bezahlung übereinstimmen müssen. In diesem Sinn „finanziert“ jede Zahlung aus dem Ausland (hier TARGET2) eine Zahlung an das Ausland (hier für Güter und Dienstleistungen). Interessant ist aber vielmehr, ob die Veränderungen im TARGET2-Saldo von der Leistungsbilanz verursacht wurden; diese Frage lässt sich nur empirisch beantworten.

Buiter et al. (2011) zeigen, dass anders als für Griechenland im Fall Irlands und Portugals die Leistungsbilanzdefizite und TARGET2-Salden nicht übereinstimmen. Bindseil und König (2011) betrachten die monatliche Leistungsbilanz und die monatlichen Veränderungen der TARGET2-Salden und zeigen, dass die beiden Reihen nicht zusammenpassen. Beides ist ein Hinweis, dass die Übereinstimmung zwischen dem griechischen Leistungsbilanzdefizit und die Verschlechterung des TARGET2-Saldos zufällig ist.

Zusätzliche Information über die tatsächlichen Treiber der TARGET2-Salden lässt sich aus den Detailpositionen der Zahlungsbilanz ziehen. Griechenland importierte seit 2001 jedes Jahr mehr Güter und Dienstleistungen als es exportierte (Leistungsbilanzsaldo -). Bis 2007 wurde der Großteil dieser Mehrimporte durch Ankäufe von Wertpapieren durch Ausländer abgedeckt (Wertpapieranlagensaldo +). Die Vorzeichen von „Einlagen Forderungen“ (+) und „Einlagen Verbindlichkeiten“ (-) bedeuten, dass Griechen Einlagen bei ausländischen Banken aufbauten, während gleichzeitig Ausländer verstärkt Einlagen bei griechischen Banken hielten. Diese gegenläufigen Flüsse sind in einer Währungsunion zu erwarten. Interessant sind die Veränderungen von 2009 bis 2010. Während 2009 das Ausland noch beträchtliche Mengen an griechischen Wertpapieren erwarb, wechselte der Saldo im Jahr 2010 ins Negative, das heißt, Griechen mussten mehr Wertpapiere tilgen, als sie neu an das Ausland verkaufen konnten. Gleichzeitig begannen Griechen, verstärkt Einlagen ins Ausland zu übertragen (Einlagen Forderungen -), während Ausländer im Jahr 2009 ihre Einlagen bei griechischen Banken nicht mehr erhöhten und 2010 sogar fast 50 Mrd EUR abzogen (Einlagen Forderungen wechselt von + zu -). Diese bedeutenden Abflüsse wurden über den Aufbau von Verbindlichkeiten der BoG gegenüber dem Eurosystem in den Jahren 2008 bis 2010 (Einlagen BoG +) sowohl aus TARGET2 als auch aus dem Banknotenumlaufausgleich finanziert. Im Jahr 2010 sieht man auch die ersten Zahlungen aus dem EU/IWF-Hilfspaket (sonstige Investitionen +).

Die Detailbetrachtung zeigt, dass der starke Anstieg der griechischen Verbindlichkeiten im Eurosystem nicht aufgrund der Leistungsbilanz, sondern hauptsächlich infolge einer Kapitalflucht sowohl von Griechen als auch Ausländern zustande kam. Wie am Beispiel Irland sichtbar, hätte auch ein Leistungsbilanzüberschuss wahrscheinlich nichts an diesen Abflüssen geändert (wobei das Leistungsbilanzdefizit den Bedarf nach ausländischer Finanzierung zweifellos erhöht). Die Analyse der Ursachen ist wichtig für die Entscheidung, welche wirtschaftspolitischen Maßnahmen notwendig sind.

Zahlungsbilanz Griechenland



Eurosystems bezogen, sondern deutsche Banken.⁹ Dieses Geld wurde jedoch nicht in andere Euroraum-Länder überwiesen. Stattdessen bezogen die deutschen Banken Bargeld, und zwar deutlich mehr, als für den Umlauf in Deutschland erforderlich war. Deutsche Banken scheinen eine wichtige Rolle für die Verteilung von Euro-Banknoten sowohl innerhalb als auch außerhalb des Währungsraums zu spielen, z. B. mit Lieferungen nach Zentral- und Südosteuropa, wo Euro-Bargeld sehr beliebt ist (Deutsche Bundesbank, 2011a; Ritzberger-Grünwald und Scheiber im vorliegenden Heft). In der Bilanz der Deutschen Bundesbank zeigte sich – wie in der Bilanz der BoG – ein Anstieg der Kredite an die Geschäftsbanken und gleichzeitig ein negativer Intra-Eurosystem-Saldo; im Fall der BoG in Form eines negativen TARGET2-Saldos, im Fall der Deutschen Bundesbank in Form einer Verbindlichkeit im Banknotenumlaufausgleich. Ähnliches Ergebnis – sehr unterschiedliche Ursachen.

Das dritte Beispiel betrifft die Oesterreichische Nationalbank (OeNB). Das österreichische Beispiel ist instruktiv, weil es den Zusammenhang zwischen dem physischen Bargeldtransport und dem unbaren Transfer von Zentralbankgeld über TARGET2 illustriert, der auch aus der spezifischen Situation als kleines Tourismusland resultiert.

Behebt z. B. ein deutscher Urlauber vor seinem Aufenthalt in Österreich Bargeld bei seiner Hausbank, wird durch den Bargeldbezug bei einer deutschen Bank Bargeldumlauf bei der Deutschen Bundesbank geschaffen. Gleichzeitig ver-

ringert sich das Guthaben der deutschen Geschäftsbank bei der Deutschen Bundesbank. Es erfolgt keine Geldschöpfung, sondern die Umwandlung von unbar (Guthaben der Bank bei der Deutschen Bundesbank) in bar (Verbindlichkeit der Deutschen Bundesbank aus Bargeldumlauf).¹⁰

Bringt dieser Urlauber nun die Banknoten nach Österreich und bezahlt damit seine Ausgaben, fließt das Bargeld über den österreichischen Verkäufer der Ware oder Dienstleistung einer österreichischen Geschäftsbank zu. Diese wiederum gibt dieses Geld zur Bearbeitung an die OeNB weiter.¹¹ Der OeNB fließen Banknoten, die ursprünglich in Deutschland ausgegeben wurden, zu. Rückgeführte Banknoten sind nicht mehr Bestandteil des Banknotenumlaufs. Damit wird der Banknotenumlauf im Eurosystem durch Österreich verringert. Im Gegenzug wird der österreichischen Geschäftsbank der Betrag bei der OeNB gutgeschrieben. Es erfolgt der Rücktausch von bar in unbar.

Die Geschäftsbank hat nun ein größeres Guthaben bei der OeNB, als für die Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht erforderlich ist. Sie könnte dieses Guthaben wieder abbauen, indem sie bei nächster Gelegenheit ihre ausstehenden Kredite bei der OeNB zurückzahlt. In diesem Fall würde in der Bilanz der OeNB die Kreditvergabe zurückgehen und hier stattdessen nun eine Forderung gegenüber der EZB aus dem Banknotenumlaufausgleich stehen. Die Passivseite der OeNB-Bilanz bliebe mit Bargeldumlauf und Einlagen der Geschäftsbanken unverändert.

⁹ Die Deutsche Bundesbank hat einen Anteil am Kapital der EZB von 27,1 %. Der Anteil der deutschen Banken an den Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems lag bis 2007 aber durchwegs über 55 %, war daher doppelt so hoch (Jobst, 2011).

¹⁰ Die ursprüngliche Geldschöpfung erfolgte vielmehr, als die Deutsche Bundesbank der Geschäftsbank im Refinanzierungsgeschäft einen Kredit eingeräumt hatte oder durch den Erwerb von Vermögenswerten gegen Zentralbankgeld durch die Deutsche Bundesbank.

¹¹ Zur Bargeldlogistik siehe Koch und Schneeberger im vorliegenden Heft.

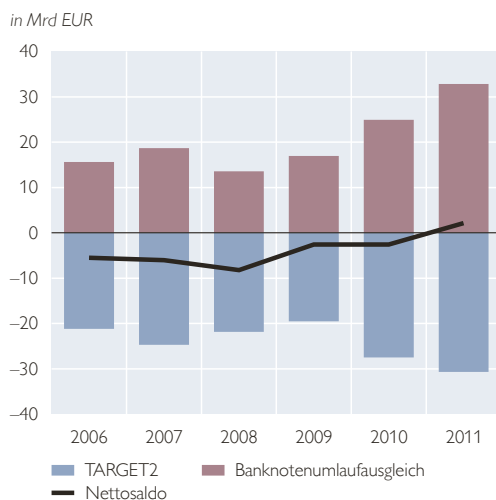
Tatsächlich scheint jedoch der Ausgleich meist durch Interbanktransaktionen stattzufinden. Die österreichischen Banken verwenden die Guthaben zum Erwerb von Vermögenswerten in Deutschland (durch Kreditvergabe oder Ankäufe) und schließen damit die dort entstandene Liquiditätslücke. Die Zahlungen erfolgen über TARGET2. In der OeNB-Bilanz bleibt daher die Kreditvergabe an die Geschäftsbanken gleich, während als Gegenposition zu den Forderungen der OeNB aus dem Banknotenumlaufausgleich eine Verbindlichkeit der OeNB aus TARGET2 aufgebaut wird. Wie in Grafik 2 für Österreich ersichtlich, können sich dadurch im Endeffekt nicht unbeträchtliche Salden im Bereich der Banknotenumlaufanpassung und in TARGET2 ergeben. Interessanterweise entwickeln sich die beiden Positionen dabei symmetrisch.

Anhand dieser drei Beispiele lassen sich nun mehrere Schlüsse ziehen, wie

Veränderungen in den Intra-Eurosystem-Salden interpretiert oder nicht interpretiert werden können. Erstens sind die aus TARGET2-Transaktionen der Kreditinstitute resultierenden Intra-Eurosystem-Salden ebenso wie Intra-Eurosystem-Salden aus dem Banknotenumlaufausgleich durch die jeweilige Marktnachfrage bedingt und können nicht von den NZBen gesteuert werden. Sie bilden die grenzüberschreitende Verschiebung der zuvor durch geldpolitische Transaktionen geschaffenen oder abgeschöpften Zentralbanken-Euro-Liquidität ab und stellen jedenfalls keine zusätzliche Euro-Liquidität dar. Zweitens sollten die TARGET2-Salden und die Salden aus der Banknotenumlaufanpassung innerhalb des Eurosystems gemeinsam betrachtet werden. Insbesondere bei der Beurteilung des österreichischen TARGET2-Saldos ist dies unumgänglich. Drittens sieht man, dass die Summen beträchtlich werden können. Die Verbindlichkeiten aus TARGET2 betragen Ende 2010 für die BoG 90 Mrd EUR und für die OeNB immerhin fast 30 Mrd EUR. Die Deutsche Bundesbank schuldete Ende 2010 der EZB fast 160 Mrd EUR aus dem Banknotenumlauf. Die wichtigste Schlussfolgerung aus den drei Beispielen ist jedoch, dass erhebliche Forderungen und Verbindlichkeiten aus sehr unterschiedlichen Gründen entstehen können. Die Tatsache, dass Intra-Eurosystem-Salden aus unterschiedlichen Gründen entstehen können, bedeutet insbesondere, dass die Intra-Eurosystem-Salden als solche sich nicht als Indikator für Fehlentwicklungen eignen. TARGET2 ist nur ein Abbild verschiedener möglicher Ursachen, die in der Realwirtschaft und im Finanzsektor zu finden sind. Gegebenenfalls notwendige wirtschaftspolitische Maßnahmen müssen daher bei diesen zugrundeliegenden Ursachen ansetzen.

Grafik 2

Stand der Intra-Eurosystem-Salden der OeNB



Anmerkung: Der TARGET2-Saldo ist um liquiditätszuführende geldpolitische US-Dollar-Geschäfte an Kommerzbanken, die als Swapgeschäfte zwischen EZB und NZBen via TARGET2 abgewickelt wurden, bereinigt.

5 Was bedeutet TARGET2 für Risiko und Gewinn der NZBen?

Aus Sicht der Rechnungslegung dienen Intra-Eurosystem-Salden dazu, die volkswirtschaftlich relevanten Euro-Liquiditätsströme, soweit sie zwischen Eurosystem-Zentralbanken zweier Eurosystem-Mitgliedstaaten abgewickelt werden, abzubilden. Gleichzeitig bilden sie aber auch die Basis einer Art Konzernverrechnung innerhalb des Eurosystems (Handig und Holzfeind, 2007; Krsnakova und Oberleithner im vorliegenden Heft).

Der Gewinn einer Zentralbank ergibt sich aus den Erträgen ihrer Aktiva (Kredite und Ankäufe), abzüglich der Kosten des Betriebs und einer allfälligen Verzinsung ihrer Passiva. Wie zuvor dargestellt, führen Banknotenmigration und Überweisungen in TARGET2 dazu, dass Aktiva zwischen NZBen verschoben werden. Um die faire Verteilung der monetären Einkünfte aus der einheitlichen Geldpolitik (gemäß Art. 32 der ESZB/EZB-Satzung) unter den NZBen des Eurosystems zu gewährleisten, wurde entschieden, die Intra-Eurosystem-Salden mit dem jeweils geltenden Eurosystem-Leitzinssatz zu verzinsen. Die systemisch erwirtschafteten monetären Einkünfte werden auf Grundlage der Kapitalanteile der NZBen an der EZB verteilt (Krsnakova und Oberleithner im vorliegenden Heft).

So wie die Erträge aus dem geldpolitischen Geschäft geteilt werden, werden auch die etwaigen Verluste (falls z. B. eine Bank ein Refinanzierungsgeschäft nicht zurückzahlen und die eingelieferten Sicherheiten die Summe nicht voll abdecken sollten) ge-

meinsam getragen und zwar unabhängig davon, bei welcher NZB der Verlust ursprünglich entstanden ist.¹² Bei den Intra-Eurosystem-Salden hingegen handelt es sich nicht um geldpolitische Geschäfte, dadurch entstehen den NZBen aus diesen Salden, die im bilanziellen Sinn Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber der EZB (als Clearingstelle) darstellen, keine Risiken. Insofern kann die Verlagerung von TARGET2-Salden im Zeitablauf und zwischen einzelnen Eurosystem-Mitgliedern kein Indikator für veränderte Risikopositionen einzelner NZBen darstellen, weil diese geldpolitisch induzierte Risiken stets gemeinsam tragen.

Dies lässt sich am besten anhand zweier fiktiver Beispiele veranschaulichen. Angenommen, eine NZB hat im geldpolitischen Geschäft in großem Umfang Kredite an Banken ihres Landes vergeben und gleichzeitig einen negativen TARGET2-Saldo aufgebaut. Was passiert, wenn eine oder mehrere der Geschäftsbanken ihren Verpflichtungen nicht nachkommen können und die von ihnen eingelieferten Sicherheiten nicht ausreichen? Der Verlust ist im geldpolitischen Geschäft entstanden und würde daher vom Eurosystem gemeinsam getragen werden.¹³ Der NZB, die die Kredite gemäß den gemeinsamen Regeln des Eurosystems vergeben hat, wird entsprechend dem Kapitalschlüssel ein bestimmter Prozentsatz des Verlusts zugerechnet. Der Rest wird auf die anderen NZBen aufgeteilt.¹⁴ Da der Verlust ursprünglich bei einer bestimmten NZB angefallen ist, schreiben die anderen NZBen im Eurosystem dieser NZB den von ihnen zu tragenden Anteil in

¹² Jeder Kredit des Eurosystems an eine Geschäftsbank muss besichert sein (EZB, 2011a).

¹³ Autonome Liquiditätshilfen, die NZBen gemäß den vom EZB-Rat erlassenen Regeln, aber eigenständig an vorübergehend illiquide, jedoch solvente Finanzinstitute vergeben, fallen nicht darunter.

¹⁴ Auf die OeNB entfallen 2,8 %, auf die Deutsche Bundesbank 27,1 %. Dabei ist es irrelevant, dass der TARGET2-Saldo der OeNB negativ und jener der Deutschen Bundesbank positiv ist.

TARGET2 gut. Damit gehen sowohl die Forderungen dieser NZB aus dem geldpolitischen Geschäft gegenüber den Geschäftsbanken ihres Landes als auch ihre Verbindlichkeiten in TARGET2 zurück. Der Verlust tritt jedenfalls nur einmal ein, und zwar im geldpolitischen Geschäft mit dem Bankensystem, nicht in TARGET2.

Was würde im theoretischen Fall des Austritts eines Landes aus der europäischen Währungsunion passieren? Der Austritt aus der Währungsunion ist in den EU-Verträgen nicht vorgesehen und daher auch nicht geregelt (Athanassiou, 2009). Der Versuch einer Antwort ist entsprechend sehr spekulativ, aber das Szenario sollte sich nicht grundsätzlich vom zuvor geschilderten Fall unterscheiden. Im Fall eines Austritts besteht die Möglichkeit, dass die Geschäftsbanken des austretenden Landes ihren Verpflichtungen in Euro nicht mehr nachkommen können, da sie vermutlich von ihrer Zentralbank zwar die neue Landeswährung, aber keine Euro erhalten können und sich auch auf den privaten Kapitalmärkten wahrscheinlich nicht ohne weiteres in Euro finanzieren könnten. Die Geschäftsbanken des austretenden Landes könnten daher die auslaufenden geldpolitischen Geschäfte in Euro möglicherweise nicht zurückzahlen. Da diese Geschäfte nach den gemeinsamen Regeln des Eurosystems getätigt wurden, wären die Verluste in diesem Fall gemeinsam anteilig zu tragen. Die Forderungen aus dem geldpolitischen Geschäft und die Forderungen gegenüber der Zentralbank des ausgetretenen Landes in TARGET2 würden dementsprechend zurückgehen. Der Verlust wäre wie im zuvor geschilderten Beispiel im geldpolitischen Geschäft mit dem Bankensystem und nicht in TARGET2 entstanden.

6 Schlussfolgerungen

Als leistungsfähiges Zahlungsverkehrssystem für Großbeträge bildet TARGET2 eine wichtige Infrastruktur für die europäische Währungsunion. Die in letzter Zeit in Diskussion gekommenen Intra-Eurosystem-Salden werden benötigt, um die dezentrale Umsetzung der gemeinsamen Geldpolitik zu gewährleisten. Die Ursachen für den Aufbau von teils beträchtlichen Forderungen und Verbindlichkeiten können vielfältig sein. Eine Beschränkung der TARGET2-Salden ist bei dezentraler Umsetzung der geldpolitischen Geschäfte nicht möglich.

Entgegen anderen Vermutungen bergen die TARGET2-Salden kein zusätzliches Risiko. Nur die Betrachtung des konsolidierten Wochenausweises des Eurosystems zeigt die Risikosituation des Systems aus der gemeinsamen Geldpolitik, dessen Verteilung sich auf die NZBen nach den Kapitalanteilen an der EZB bemisst. Wäre die Geldpolitik zentral implementiert und gäbe es nur eine Bilanz des Eurosystems (z. B. jene der EZB), so gäbe es somit auch keine Intra-Eurosystem-Salden. Die Risiken des geldpolitischen Geschäfts blieben hingegen unverändert. Da sich die Bilanzpositionen der einzelnen NZBen innerhalb des Eurosystems aus sehr unterschiedlichen Gründen verändern können, sind die Einzelbilanzen der NZBen aus Sicht der Geldpolitik im Euroraum ohne Interesse. Das ist auch der Grund, warum das Eurosystem nur einen konsolidierten Wochenausweis publiziert.

Der Höhe der TARGET2-Salden kommt geldpolitisch keine gesonderte Bedeutung zu. Dies bedeutet keineswegs, dass das Eurosystem keinen großen Herausforderungen in der Geld- und Liquiditätspolitik gegenübersteht. Die großzügige Zuteilung von Liquidität im

Euroraum, die insbesondere von Banken in einigen Euroraum-Ländern in Anspruch genommen wird und sich somit in den Bilanzen ihrer NZBen und auch in den TARGET2-Salden widerspiegelt, stellt tatsächlich, wie jedes geldpolitische Geschäft, Risiken für das Eurosystem dar. Großzügige Liquiditätszuteilung gehört aber zu den Kernaufgaben einer Zentralbank in einer Finanzkrise (Jobst, 2009; EZB, 2011b). Der EZB-Rat ist diese Risiken in der Erwartung eingegangen, damit große-

ren Schaden für das Finanzsystem und in weiterer Folge für Wachstum und Preisstabilität abzuwenden. Gleichzeitig ist klar, dass die Liquiditätshilfe des Eurosystems nur eine vorübergehende Maßnahme sein kann, bis dank geeigneter Maßnahmen der Politik und der Banken das Vertrauen in das Bankensystem wiederhergestellt ist und der Interbankenmarkt wieder voll funktioniert. Dann ist auch wieder mit einem Rückgang der TARGET2-Salden zu rechnen.

Literaturverzeichnis

- Amtsblatt der Europäischen Union. 2009.** Richtlinie 2009/44/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. Mai 2009 zur Änderung der Richtlinie 98/26/EG über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen und der Richtlinie 2002/47/EG über Finanzsicherheiten im Hinblick auf verbundene Systeme und Kreditforderungen.
www.ecb.int/paym/t2/legal/html/index.en.html (recherchiert am 28. Februar 2012).
- Athanassiou, Ph. 2009.** Withdrawal and Expulsion from the EU and EMU: Some Reflections. EZB Legal Working Paper 10.
- Bindseil, U. und P. J. König. 2011.** The Economics of TARGET2 Balances. SFB 649 Discussion Paper 2011–2035. Humboldt University Berlin.
- Buiter, W., E. Rahbari und J. Michels. 2011.** TARGETing the Wrong Villain: TARGET2 and Intra-Eurosystem Imbalances in Credit Flows. In: Citi Global Economics View. 9. Juni.
- Deutsche Bundesbank. 2011a.** Der Auslandsumlauf von in Deutschland emittierten Euro-Banknoten. In: Monatsbericht Jänner. 31–43.
- Deutsche Bundesbank. 2011b.** Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2010. In: Monatsbericht März. 17–37.
- EZB. 2011a.** Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 20. September 2011 über geldpolitische Instrumente und Verfahren des Eurosystems (Neufassung) (EZB/2011/14) (2011/817/EU).
- EZB. 2011b.** Auswirkungen und Rücknahme der Sondermaßnahmen der EZB. In: Monatsbericht Juli. 59–75.
- Handig, M. und R. Holzfeind. 2007.** Euro-Banknotenumlauf und Verteilung der monetären Einkünfte im Eurosystem. In: Geldpolitik & Wirtschaft Q1/07. OeNB. 160–174.
- ifo Schnelldienst. 2011.** Die Europäische Zahlungsbilanzkrise. Heft 16.
- Jobst, C. 2009.** Die Umsetzung der Geldpolitik in der Krise 2007 bis 2008. In: Geldpolitik & Wirtschaft Q1/09. OeNB. 57–82.
- Jobst, C. 2011.** A Balance Sheet View on TARGET – and Why Restrictions on TARGET Would Have Hit Germany First. 19. Juli.
www.VoxEU.org (recherchiert am 7. März 2012).
- Kokkola, T. (Hrsg.). 2010.** The Payment System. Payments, Securities and Derivatives, and the role of the Eurosystem. Frankfurt am Main: EZB.
- Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 26. April 2007** über ein transeuropäisches automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungsverkehrssystem (TARGET2) (EZB/2007/2 idgF, ABl. L 237 vom 8. September 2007).

- Richtlinie 98/26/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Mai 1998** über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen (ABl. L 166 vom 11. Juni 1998).
- Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser. 2011.** Target Loans, Current Account Balances and the ECB's Rescue Facility. CES-ifo Working Paper 3500.
- Ulbrich, J. und A. Lipponer. 2011.** Die europäische Zahlungsbilanzkrise. In: ifo Schnelldienst 16. 69–72.