

Target 2 – eine Gefahr für Deutschland?

Korrigierte Version



Bericht von Marcel Fratzscher, Philipp König und Claudia Lambert

Liquiditätsmanagement des Eurosystems
im Zeichen der Krise 3

Interview mit Claudia Lambert und Philipp König

»Ausgleich der Target-Salden
erst nach Ende der Euro-Krise« 18

Bericht von Marcel Fratzscher, Philipp König und Claudia Lambert

Target-Salden – ein Anker der Stabilität 19

DIW-Konjunkturbarometer Oktober 2013 31

Am aktuellen Rand Kommentar von Heike Belitz

Steuerliche Forschungsförderung
ist ein stumpfes Schwert 32



DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung e.V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
T +49 30 897 89 -0
F +49 30 897 89 -200
80. Jahrgang
30. Oktober 2013

Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake
Prof. Dr. Tomaso Duso
Dr. Ferdinand Fichtner
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.
Prof. Dr. Peter Haan
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.
Dr. Kati Schindler
Prof. Dr. Jürgen Schupp
Prof. Dr. C. Katharina Spieß
Prof. Dr. Gert G. Wagner

Chefredaktion

Sabine Fiedler
Dr. Kurt Geppert

Redaktion

Renate Bogdanovic
Sebastian Kollmann
Dr. Richard Ochmann
Dr. Wolf-Peter Schill

Lektorat

Dr. Kerstin Bernoth

Textdokumentation

Manfred Schmidt

Pressestelle

Renate Bogdanovic
Tel. +49-30-89789-249
presse@diw.de

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 74
77649 Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. (01806) 14 00 50 25
20 Cent pro Anruf
ISSN 0012-1304

Gestaltung

Edenspiekermann

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Serviceabteilung
Kommunikation des DIW Berlin
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.



Jede Woche liefert der Wochenbericht einen unabhängigen Blick auf die Wirtschaftsentwicklung in Deutschland und der Welt. Der Wochenbericht richtet sich an Führungskräfte in Politik, Wirtschaft und Gesellschaft – mit Informationen und Analysen aus erster Hand.

Wenn Sie sich für ein Abonnement interessieren, können Sie zwischen den folgenden Optionen wählen:

Jahresabo zum Vorzugspreis: Der Wochenbericht zum Preis von 179,90 Euro im Jahr (inkl. MwSt. und Versand), gegenüber dem Einzelpreis von 7 Euro sparen Sie damit mehr als 40 Prozent.

Studenten-Abo: Studenten können den Wochenbericht bereits zum Preis von 49,90 Euro im Jahr abonnieren.

Probe-Abo: Sie möchten den Wochenbericht erst kennenlernen? Dann testen Sie sechs Hefte für nur 14,90 Euro.

Bestellungen richten Sie bitte an den

DIW Berlin Leserservice
Postfach 74, 77649 Offenburg
Tel. (01806) 14 00 50 25,
20 Cent/Anruf aus dem dt. Festnetz,
60 Cent maximal/Anruf aus dem Mobilnetz
leserservice@diw.de

Weitere Fragen?

DIW Kundenservice:

Telefon (030) 89789-245
kundenservice@diw.de

Abbestellungen von Abonnements

spätestens sechs Wochen vor Laufzeitende

RÜCKBLLENDE: IM WOCHENBERICHT VOR 50 JAHREN

Zur Arbeitsmarktlage in der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft

Eine umfassende Berichterstattung über die Arbeitsmarktlage in der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft ist naturgemäß nur mit einer größeren Verzögerung möglich. So liegen seit Juli dieses Jahres die Daten zur Entwicklung der Erwerbstätigkeit im Jahr 1962 vor; auf weitere Veränderungen der Beschäftigungslage kann nur aus den Bewegungen von Angebot und Nachfrage auf dem Arbeitsmarkt, repräsentiert durch die Zahlen der Arbeitslosen und der offenen Stellen, geschlossen werden.

Nach den Angaben der Kommission der EWG hat die Beschäftigung in allen Mitgliedsländern 1962 weiter zugenommen, jedoch in sehr unterschiedlicher Intensität und mit Ausnahme von Belgien und Luxemburg in verlangsamttem Tempo im Vergleich zur Entwicklung im Jahre 1961.

In der gesamten EWG hat im Jahre 1962 die Zahl der (selbständigen und abhängigen) Erwerbstätigen um 0,8 vH zugenommen (1961: 1,3 vH). Über dem Durchschnitt lagen die Zuwachsraten in Belgien und Luxemburg (jeweils 1,9 vH), in den Niederlanden (1,4 vH) und in der Bundesrepublik Deutschland (1,1 vH). Stark verlangsamt hat sich seit 1960 das in den vorangegangenen Jahren überdurchschnittlich starke Beschäftigungswachstum in Italien (1960: 2,4 vH; 1961: 0,9 vH; 1962: 0,5 vH).

Die bereits in den vergangenen Jahren festgestellten Veränderungen der Beschäftigungsstruktur, die in allen Mitgliedsländern übereinstimmend auf eine Verringerung des Anteils der Erwerbstätigen in der Landwirtschaft gerichtet sind, haben sich gleichmäßig fortgesetzt. Im Durchschnitt der EWG ging dieser Anteil von 1960 bis 1962 von 21 auf 19 vH zurück. Nach wie vor bestehen jedoch zwischen den einzelnen EWG-Ländern erhebliche Unterschiede der Erwerbsstruktur, wenn auch die schon früher beobachtete langsame strukturelle Angleichung Fortschritte gemacht und sich der Abstand zwischen dem Land mit dem höchsten Anteil an Erwerbstätigen in der Landwirtschaft Italien (1960: 32 vH, 1962: 29 vH) und dem Land mit dem niedrigsten Anteil (Belgien 1960: 8 vH, 1962: 7 vH) weiter verringert hat.

aus dem Wochenbericht Nr. 44 vom 1. November 1963

Liquiditätsmanagement des Eurosystems im Zeichen der Krise

Von Marcel Fratzscher, Philipp König und Claudia Lambert

Im Zahlungssystem der Eurozone, Target 2, sind seit 2007 hohe Verbindlichkeiten der Krisenländer gegenüber den übrigen Mitgliedern der Währungsunion aufgelaufen. Auf dem Höhepunkt dieser Entwicklung Mitte 2012 hatte allein die Deutsche Bundesbank Target-Forderungen in Höhe von 750 Milliarden Euro. Mittlerweile ist dieser Posten auf 570 Milliarden Euro zurückgegangen; er ist damit aber immer noch deutlich höher als vor der Krise.

Im Fall eines Auseinanderbrechens der Währungsunion oder des Ausscheidens einzelner Mitglieder müssten die Gläubigerländer erhebliche Forderungsausfälle hinnehmen; insofern stellen die Target-Salden ein Risiko für die stabilen Länder der Währungsunion dar. Allerdings ist die Liquiditätsbereitstellung des Eurosystems darauf gerichtet, gerade diesen Fall zu verhindern. Die Unterstützung der Banken in den Krisenländern durch die Liquiditätshilfen der Europäischen Zentralbank, die auch in den Target-Salden zum Ausdruck kommt, erfüllt eine Pufferfunktion. Sie schafft den zeitlichen Spielraum, der notwendig ist, um strukturelle Reformen sowie fiskalpolitische und bankregulatorische Maßnahmen umzusetzen. Diese politischen Aspekte der Target-Salden werden im zweiten Beitrag des vorliegenden DIW Wochenberichts eingehender diskutiert.

Das primäre Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB) und des Eurosystems ist die Wahrung der Preisstabilität im Euroraum.¹ Die EZB definiert Preisstabilität als eine Inflationsrate von knapp unter zwei Prozent in der mittleren Frist. Um dieses Ziel zu erreichen legt sie die Zinssätze fest, zu denen sich Banken direkt bei der Zentralbank refinanzieren können. Dadurch übt sie Einfluss auf die Geldmarktzinsen aus, insbesondere auf den kurzfristigen Geldmarktsatz, den Banken zahlen, wenn sie sich über Nacht auf dem Interbankenmarkt Zentralbankgeld von anderen Banken ausleihen.² Dieser Zinsimpuls überträgt sich auf weitere Zinssätze (zum Beispiel Zinsen auf Spar- und Girokonten oder auf besicherte und unbesicherte Kredite) und wirkt sich schließlich auf Vermögenspreise, Kredit-, Investitions- und Sparentscheidungen sowie die Inflationsrate aus. Mit Hilfe ihres Liquiditätsmanagements kontrolliert die EZB Angebots- und Nachfragebedingungen im Interbankenmarkt und steuert so den kurzfristigen Geldmarktsatz.

Für das Liquiditätsmanagement der EZB ist dabei die Reserveperiode relevant, innerhalb derer Banken im Durchschnitt ein vorab festgelegtes Pflichtguthaben auf ihren Zentralbankkonten halten müssen. In normalen Zeiten verfolgt das Eurosystem ein neutrales Liquiditätsmanagement. Dabei stellt es in seinen Refinanzierungsgeschäften gerade so viel zusätzliches Zentralbankgeld bereit, dass der *aggregierte* Bedarf des Bankensektors im

¹ Siehe Artikel 127 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV). Das Eurosystem ist eine Organisationseinheit innerhalb der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, die aus der EZB und den nationalen Zentralbanken besteht. Detailliertere und formale Darstellungen verschiedener Aspekte des Liquiditätsmanagements im Eurosystem finden sich in Bindseil, U. (2004): Monetary Policy Implementation: Theory, Past, and Present. Oxford; Borio, C. (1997): The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries. BIS Economic Papers, Nr. 47; ECB (2002): The Liquidity Management of the ECB. ECB Monthly Bulletin, Mai, 41–53; Neyer, U. (2007): The Design of the Eurosystem's Monetary Policy Instruments. Heidelberg.

² Das wichtigste Maß für den Interbankenzins in der EWU ist der European OverNight Index Average (EONIA). Dabei handelt es sich um einen volumengewichteten Index unbesicherter Interbanktransaktionen von einem Tag zum nächsten.

Euroraum innerhalb einer Reserveperiode problemlos gedeckt werden kann (Kasten 1).³

Da der Interbankenmarkt vor der Krise störungsfrei funktionierte, konnte die Allokation der Liquidität zwischen den Banken dem Marktmechanismus überlassen werden. Banken mit überschüssiger Liquidität konnten diese schnell und problemlos auf dem Interbankenmarkt an Banken mit einem Liquiditätsdefizit weiterverleihen. Der Marktzins wich unter diesem Modus des Liquiditätsmanagements in der Regel nur wenig vom Hauptrefinanzierungssatz der EZB ab und die Zinserwartungen verankerten sich ebenfalls auf diesem Niveau.

Zentralbankintermediation während der Krise

Nach dem Zusammenbruch der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 erodierte das Vertrauen der Marktteilnehmer zunehmend.

³ Die Menge an Liquidität, die in den Hauptrefinanzierungsgeschäften, den regelmäßig wöchentlich stattfindenden Operationen, zur Verfügung gestellt wird, wird auch als *benchmark allotment amount* bezeichnet. Sie basiert auf der in der jeweiligen Reserveperiode verbleibenden durchschnittlichen Reserveerfüllung sowie Kurzfristprognosen über die in der betreffenden Woche auftretenden Liquiditätsschocks und der in längerfristigen Refinanzierungsgeschäften bereitgestellten Liquidität, siehe ECB (2013): Calculation of the Benchmark Allotment Amount in Main Refinancing Operations. www.ecb.int/mopo/implementation/omo.

Risiko- und Liquiditätsprämien stiegen dramatisch an (Abbildung 1) und Banken bekamen Schwierigkeiten, ihren Liquiditätsbedarf über den Markt zu decken. Der Marktmechanismus, der vor der Krise für eine effiziente Verteilung der bereitgestellten Zentralbankliquidität innerhalb des Bankensektors gesorgt hatte, war nicht mehr funktionsfähig.

Das damit einhergehende höhere Risiko der Zahlungsunfähigkeit von Banken aufgrund fehlender Liquidität stellte gleichzeitig ein erhebliches Risiko für das Banken- und Zahlungssystem und damit für die Funktionsfähigkeit des geldpolitischen Transmissionskanals dar. Um dem entgegenzuwirken, wechselte die EZB unter anderem zum sogenannten Vollzuteilungsverfahren (*fixed-rate full allotment*), das sie (mit kurzer Unterbrechung) bis zum gegenwärtigen Zeitpunkt beibehalten hat.⁴ Im Gegensatz zum Liquiditätsmanagement vor der Krise können Banken im Rahmen des Vollzuteilungsverfahrens ihren gesamten *individuellen* Liquiditätsbedarf durch Teilnahme an den geldpolitischen Geschäften des Eurosystems decken und sind damit nicht mehr auf einen reibungslos funktionierenden Interbankenmarkt angewiesen.

Dadurch ersetzt die EZB im Prinzip den Interbankenmarkt: Unter der Maßgabe, zentralbankfähige Sicherheiten zu hinterlegen, können sich Banken in unbegrenzter Höhe Liquidität von der EZB besorgen, was einer Substitution der Angebotsseite des Marktes gleichkommt. Gleichzeitig wird auch die Nachfrageseite ersetzt, da Banken ihre überschüssige Liquidität entweder über Nacht zum niedrigen Einlagesatz bei der Zentralbank deponieren oder im Rahmen von liquiditätsabsorbierenden Operationen für eine Woche festverzinslich anlegen können.⁵

Die Auswirkungen dieser Intermediationstätigkeit auf die Zentralbankbilanz können wie folgt unterschieden werden:

- **Erste Stufe: Relative Zentralbankintermediation.** Die Zentralbank erhöht die Liquiditätsbereitstellung an diejenigen Banken, die aufgrund von Abflüssen von Finanzierungsmitteln einen erhöhten Liquiditätsbedarf aufweisen und diesen nicht mehr über den Markt decken können. Gleichzeitig reduzieren Ban-

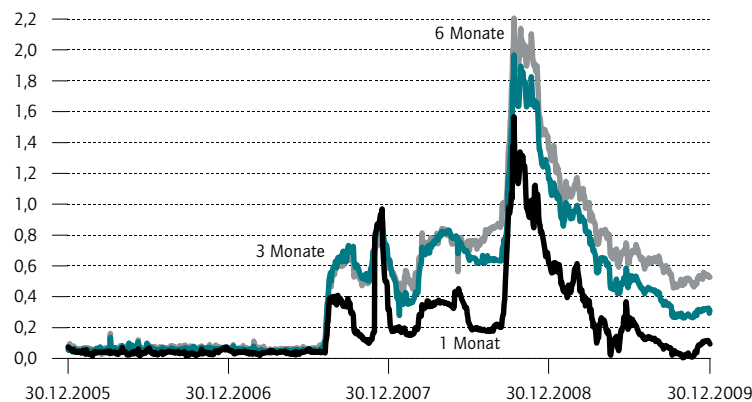
⁴ Weitere wesentliche Maßnahmen der EZB waren die Einführung neuer längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte, die Ausweitung des Sicherheitenrahmens, Swap-Linien mit anderen Zentralbanken, um Fremdwährungsrefinanzierung zu erleichtern, sowie ein Programm zum endgültigen Ankauf von Pfandbriefen.

⁵ Zum Beispiel absorbiert das Eurosystem gegenwärtig die durch Ankäufe von Staatsschuldtiteln unter dem Securities Market Programme injizierte Liquidität durch die Emission festverzinslicher Guthaben mit wöchentlicher Laufzeit. In der konsolidierten Bilanz des Eurosystems wird dies unter der Verbindlichkeitsposition L 2.3 verbucht.

Abbildung 1

Risikoaufschläge im Interbankenmarkt¹

In Prozentpunkten



¹ Differenz zwischen Euribor und Overnight Index Swap.
Quelle: Thomson Reuters.

Der massive Anstieg der Risikoaufschläge im Interbankenmarkt zeigt den Vertrauensverlust der Banken untereinander.

Kasten 1

Aggregierter Liquiditätsbedarf des Bankensektors

Der Liquiditätsbedarf des Bankensektors wird von folgenden Komponenten beeinflusst:

- Den *Mindestreserven*, zu deren Haltung die Banken von der EZB verpflichtet werden. Über einen bestimmten Zeitraum, die sogenannte Reserveperiode (in der Regel rund vier Wochen) müssen Banken im Durchschnitt einen Betrag in Höhe eines bestimmten Anteils (seit Januar 2012 ein Prozent, zuvor zwei Prozent) relativ kurzfristiger Verbindlichkeiten auf ihren Reservekonten bei der Zentralbank halten. Dies dient der Stabilisierung der Marktzinsen und der Herbeiführung eines strukturellen Liquiditätsbedarfs des Bankensektors.¹
- Den von den Banken gewünschten *Überschussreserven*, wobei es sich um Guthaben auf den Reservekonten handelt, die über die durchschnittlichen Mindestreserven hinausgehen und als zusätzlicher Puffer gegen unerwartete Schocks dienen. Da Überschussreserven nicht verzinst werden, stellt ihre Haltung einen Kostenfaktor für die Banken dar; Überschussreserven sind daher in normalen Zeiten sehr niedrig.
- Den *autonomen Liquiditätsfaktoren*; dabei handelt es sich um liquiditätsverändernde Faktoren, die die Zentralbank nicht im Rahmen ihrer geldpolitischen Operationen steuert, beispielsweise Banknoten, die vollständig nachfragebestimmt sind, Einlagen des Staates bei der Notenbank, Wertpapiere, die sie zu Zwecken der Risikosteuerung und des Portfoliomanagements erwirbt oder ihr Eigenkapital. Autonome Faktoren finden sich sowohl auf der Aktivseite (liquiditätszuführende autonome Faktoren) wie auf der Passivseite (liquiditätsabsorbierende autonome Faktoren) der Zentralbankbilanz. Da eine Änderung der Passivposten der Zentralbankbilanz dem Bankensektor Zentralbankgeld entzieht, während eine Änderung der Aktiva Zentralbankgeld injiziert, geben die auf der Passivseite saldierten autonomen Faktoren den Nettoliquiditätsbedarf an, der aufgrund von Bilanzposten entsteht, die nicht mit der geldpolitischen Funktion der Notenbank zusammenhängen.

¹ EZB (2012): Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet – Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems. Europäische Zentralbank, Januar 2012, Kap. 1.3.3.

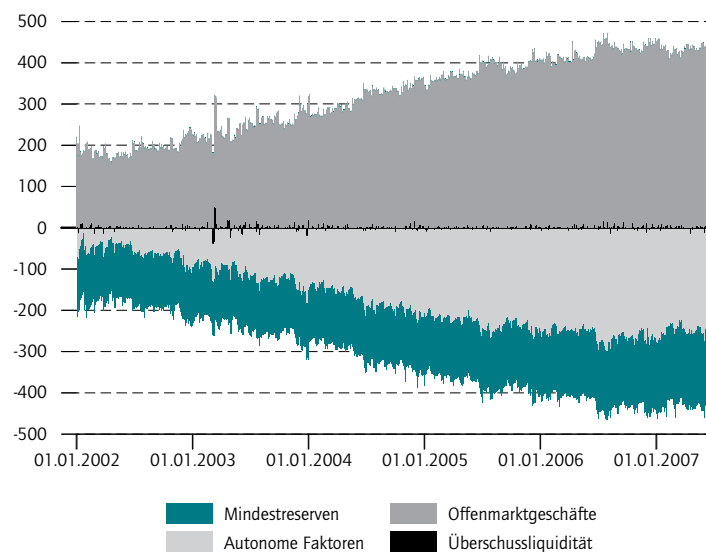
Der aggregierte Liquiditätsbedarf des Bankensektors im Euroraum kann als Summe der autonomen Liquiditätsfaktoren (saldiert auf der Passivseite der Zentralbankbilanz), der Mindestreserven sowie der gewünschten Überschussreserven berechnet werden.

Die Abbildung zeigt die Entwicklung der autonomen Faktoren und der Mindestreserveanforderungen (mit negativem Vorzeichen) im Euroraum zwischen 2002 und Ende Juni 2007 (vor Ausbruch der Finanzkrise), sowie die durch Offenmarktgeschäfte bereitgestellte Liquidität. Die Überschussliquidität ergibt sich aus der Differenz zwischen Offenmarktgeschäften einerseits und autonomen Faktoren (saldiert auf der Passivseite der Zentralbankbilanz) und Mindestreserveanforderungen andererseits.

Abbildung

Liquidität im Euroraum vor der Krise

In Milliarden Euro



Quelle: EZB.

© DIW Berlin 2013

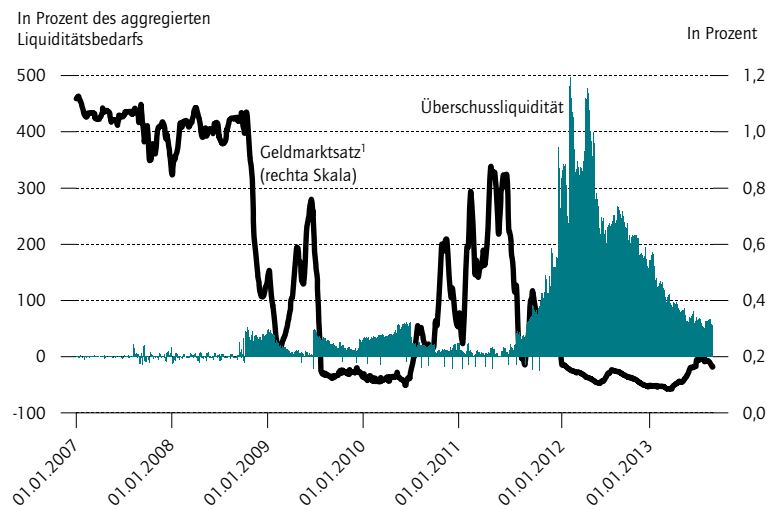
ken, denen aufgrund der Probleme gestresster Banken Liquidität zufließt, ihre Inanspruchnahme der Zentralbankfazilitäten. Der Refinanzierungsbedarf des Bankensektors bei der Zentralbank wird dadurch innerhalb des Bankensystems umgeschichtet. Die Forderungen des Eurosystems gegenüber gestressten Banken steigen an, während sich die Forderungen gegenüber stabilen Banken reduzieren. Die Zen-

tralbankbilanz verlängert sich dadurch jedoch nicht. Folglich ist relative Intermediation auch ohne das Vollzuteilungsverfahren möglich, da die bereitgestellte Liquidität nicht das aggregierte Liquiditätsdefizit übersteigt.

- **Zweite Stufe: Absolute Zentralbankintermediation.** Zu absoluter Zentralbankintermediation kommt es, wenn die gesamte zur Verfügung gestellte Liquidi-

Abbildung 2

Überschussliquidität und kurzfristiger Geldmarktsatz



1 EONIA-Einlagensatz-Spread, normalisiert durch die Hälfte der Zinskorridorbreite, 30-tägiger gleitender Durchschnitt.

Quelle: EZB.

© DIW Berlin 2013

Der Anstieg der Überschussliquidität ging mit einem Sinken des kurzfristigen Interbankenzinses einher.

tät das aggregierte Liquiditätsdefizit übersteigt. Die stabilen Banken, denen Liquidität zufließt, können dann ihre Inanspruchnahme der Zentralbankfazilitäten vollständig reduzieren, da sie ihren individuellen Liquiditätsbedarf ausschließlich durch Zuflüsse von gestressten Banken decken können. Die individuellen Liquiditätsüberschüsse, die den Liquiditätsbedarf einer Bank übersteigen, werden nun nicht mehr auf dem Interbankenmarkt an Banken mit Liquiditätsdefiziten verliehen, sondern stattdessen bei der Zentralbank deponiert. In der Folge entsteht ein aggregierter Liquiditätsüberschuss, der die Zentralbankbilanz verlängert.

Durch die unbegrenzte Bereitstellung von Zentralbankliquidität akkommodiert das Eurosystem die Abflüsse von Kundeneinlagen und anderen Bankverbindlichkeiten und schließt die Finanzierungslücken angeschlagener Banken. Infolge absoluter Zentralbankintermediation wird die konsolidierte Bilanz des Eurosystems darüber hinaus nachfragedeterminiert; sie verlängert sich beziehungsweise kontrahiert in Abhängigkeit von individuellen Liquiditätsschocks einzelner Banken.

Erhöhte Überschussliquidität wirkt sich dämpfend auf die Marktzinsen aus. Gestresste Banken haben keinen Zugang mehr zum Interbankenmarkt, weswe-

gen dort nur die stabilen Banken handeln, die ohnehin Überschussliquidität halten. Das daraus entstehende Überschussangebot bewirkt, dass der kurzfristige Geldmarktsatz sinkt und gegen die untere Grenze des Zinskorridors, den sogenannten Einlagensatz konvergiert (Abbildung 2).

Der starke Anstieg von aggregierter Überschussliquidität ist daher ein Indikator der Segmentierung des Interbankenmarktes. Die Überschussliquidität weist darauf hin, dass bestimmte Banken aufgrund ihres Risikoprofils ihren Marktzugang verloren haben. Banken, die Überschussliquidität auf ihren Reservekonten akkumulieren, sind nicht bereit, diese Überschüsse an Banken zu verleihen, die unter Mittelabflüssen leiden. Die Ursachen der Mittelabflüsse – Vertrauensverlust bei Anlegern gepaart mit etwaigen Informationen über die mindere Solvenz der entsprechenden Bank – sind gleichermaßen verantwortlich für die fehlende Bereitschaft der Überschussbanken, Interbankenkredite an Defizitbanken zu vergeben.

Notwendigkeit von Zentralbankintermediation

Banken können Mittelabflüssen und drohender Zahlungsunfähigkeit auf drei Arten begegnen – durch die Neuemission von Schuldverschreibungen oder Bankanleihen, durch Kapitalerhöhung oder durch den Verkauf von Vermögenswerten.

In einer Krise können bereits angeschlagene Banken wegfallende Mittel schwerlich durch die Emission neuer Bankverbindlichkeiten oder durch Kapitalerhöhung ersetzen. Solange die Zentralbank nicht einspringt, würde ihnen somit lediglich der Verkauf von Vermögenswerten bleiben. Dies wiederum würde voraussetzen, dass die Märkte für die entsprechenden Vermögenswerte hinreichend liquide sind und Vermögenswerte schnell und ohne größere Preisabschläge veräußert werden können. Während einer Krise ist das jedoch selten der Fall. Märkte sind wenig liquide und potentielle Käufer verlangen hohe Abschläge auf die Vermögenswerte, um sich gegen Folgerisiken aus dem Kauf abzusichern. Das trifft insbesondere dann zu, wenn eine Bank ihre Vermögenswerte schnell veräußern muss, um Mittelabflüsse zu bedienen und Käufer weder die Möglichkeit noch die Zeit einer genauen Prüfung der angebotenen Vermögenswerte haben. Dies führt zu sogenannten *fire sales*, also Notverkäufen von Vermögenswerten weit unter ihrem Fundamentalwert, ausschließlich um liquide Mittel zu erwerben.

Fire sales sind vor allem aus zwei Gründen problematisch. Der Bank entstehen dadurch Verluste, die unter Umständen bis hin zu ihrer Insolvenz führen können. Ferner kann eine Konzentration von *fire sales* auf einem bestimm-

ten Markt zu einem Preisverfall führen, woraus negative Externalitäten für andere Finanzinstitute entstehen, die gleichartige Werte in ihren Portefolios halten und diese zu Marktpreisen bewerten müssen. Aufgrund sinkender Preise infolge der *fire sales* verbuchen diese dann selber Verluste und sind gezwungen, ebenfalls Vermögenswerte zu verkaufen. Im Extremfall entsteht eine *fire sale*-Spirale, bei der Buchverluste aufgrund von Preisrückgängen wiederum Verkäufe von Vermögenswerten auslösen, die zu einem weiteren Preisverfall führen.⁶

Da die Zentralbank niemals zahlungsunfähig werden kann (was in ihrer eigenen Währung denominateden Verbindlichkeiten betrifft), kann sie diesen Prozess aufhalten, indem sie endgültige Käufe besonders illiquider Vermögenswerte tätigt oder betroffenen Banken zusätzliche Kredite zur Verfügung stellt, um diese zu entlasten und die Notwendigkeit von *fire sales* zu unterbinden.⁷ Aufgrund ihrer uneingeschränkten Liquidität ist die Zentralbank daher mehr als jeder andere wirtschaftspolitische Akteur in der Lage, Liquiditätskrisen zu bekämpfen.

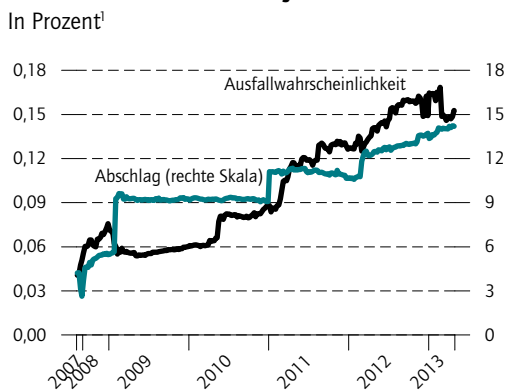
Finanzielle Risiken aufgrund von Zentralbankintermediation

Die Kehrseite der Zentralbankintermediation und der Verlängerung der Bilanz der Zentralbank ist der Anstieg ihres eigenen finanziellen Risikos. In normalen Zeiten verhalten sich Zentralbanken hinsichtlich ihrer Risikübernahme konservativ. Beispielsweise schützt sich das Eurosystem gegen übermäßige Risiken, indem es Kredite nur an Banken vergibt, die reguliert und als solvent eingestuft werden. Darüber hinaus verlangt das Eurosystem von seinen Geschäftspartnern die Hinterlegung hinreichend guter Sicherheiten als Pfand.⁸

Die erhöhte Liquiditätsbereitstellung der Zentralbank während einer Krise kann allerdings nur dann das gewünschte Ziel der Stabilisierung des Bankensektors erreichen, wenn die Zentralbank etwaige damit einhergehende Risiken akzeptiert. Die Liquiditätsmaßnahmen sollten deshalb durch ein *träges Risikomanagement* der Zentralbank komplementiert werden. Dies bedeutet, dass die Zentralbank, anders als die übrigen Finanzmarktakteure, die Bonitätsanforderungen an die bei

Abbildung 3

Abschläge und Ausfallwahrscheinlichkeiten bei Sicherheiten im Eurosystem



¹ Im Durchschnitt der genutzten Sicherheiten.

Quelle: EZB, Monthly Bulletin, Juli 2013, 82.

© DIW Berlin 2013

Der durchschnittliche Abschlag auf Sicherheiten ist um ein Vielfaches höher als die durchschnittliche Ausfallwahrscheinlichkeit der Sicherheiten.

ihr hinterlegten Sicherheiten trotz zunehmender Risiken nicht anpasst.⁹

Würde die Zentralbank dagegen in derselben Weise wie private Akteure ihr Risikomanagement verschärfen und während einer Krise Sicherheiten höherer Qualität verlangen, würde sie den Finanzierungsdruck auf den Bankensektor unweigerlich verstärken und bestehende Schwierigkeiten verschärfen.

Wie die meisten anderen Zentralbanken weltweit folgte das Eurosystem nicht nur dem Trägheitsprinzip, sondern weitete den Rahmen zentralbankfähiger Sicherheiten sogar aus, um die Liquiditätsversorgung des Bankensektors in der Krise sicherzustellen.

Die Ausweitung des Sicherheitenrahmens hat dem Eurosystem verschiedentlich den Vorwurf eingebracht, es würde sich wie eine *bad bank* verhalten, zu riskante Wertpapiere als Sicherheiten akzeptieren und damit den Banken erlauben, Risiken auf Steuerzahler abzuwälzen. Dabei ist allerdings zu beachten, dass das Eurosystem neben der Ausweitung seines Sicherheitenrahmens auch immer die Abschläge auf die Sicherheiten erhöhte, um den steigenden Ausfallrisiken entgegenzuwirken (Abbildung 3). Die Ausweitung des Sicherheitenrahmens bedeutet also nicht notwendigerweise,

⁶ Brunnermeier, M. (2009): Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008. *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1), 77-100; Geneva Report (2009): The Fundamental Principles of Financial Regulation. Geneva Reports on the World Economy, Nr. 11, Center for Economic Policy Research.

⁷ Shleifer, A., Vishny, R. (2011): Fire Sales in Finance and Macroeconomics. *Journal of Economic Perspectives*, 25 (1), 29-48.

⁸ Für eine Übersicht der Risikokontrollstandards von Zentralbanken siehe Chailloux, A., Gray, S., McCaughrin, R. (2008): Central Bank Collateral Frameworks: Principles and Policies. Working Paper, WP 08/222, International Monetary Fund.

⁹ Dieses sogenannte *Trägheitsprinzip* wurde bereits 1873 von Walter Bagehot formuliert, Bagehot, W. (1999 [1873]): *Lombard Street – A Description of the Money Market*. New York, 198.

dass das Eurosystem gezwungen war, *risks of unknown magnitude*¹⁰ einzugehen.

Sowohl durch die Anwendung des Trägheitsprinzips als auch durch die Geschäftstätigkeit während einer Krisensituation entstehen dem Eurosystem finanzielle Risiken, die insbesondere durch die folgenden Faktoren verursacht werden:¹¹

- Die Ausfallwahrscheinlichkeiten bei Geschäftspartnern der Zentralbank und den Emittenten der bei der Zentralbank hinterlegten Sicherheiten steigen während einer Krise.
- Die Korrelation zwischen Ausfallrisiken von Geschäftspartnern des Eurosystems und den Emittenten der hinterlegten Sicherheiten steigt.
- Die Kreditvergabe des Eurosystems verschiebt sich hin zu denjenigen Banken, die unter Mittelabflüssen und Finanzierungsproblemen leiden. Dadurch entstehen Klumpenrisiken, da die Bilanz des Eurosystems weniger diversifiziert ist.
- Das Eurosystem unternimmt zusätzliche unkonventionelle Maßnahmen, wodurch es seiner Bilanz Risikopositionen hinzufügt, die vorher nicht vorhanden waren.

Anreizprobleme uneingeschränkter Zentralbankhilfen

Neben den oben geschilderten höheren finanziellen Risiken für die Zentralbank kann eine unbeschränkte Bereitstellung von Liquidität während einer Krise unter Umständen nachteilige Anreize erzeugen. Wenn Banken sich darauf verlassen können, im Fall einer Liquiditätskrise von der Zentralbank uneingeschränkt unterstützt zu werden, sinken ihre Anreize, sich in normalen Zeiten durch den Erwerb und die Haltung liquider Vermögenswerte oder die Herstellung von Fristenkongruenz ihrer Bilanzpositionen gegen etwaige Liquiditätsprobleme in Krisenzeiten abzusichern. Die daraus resultierenden Fristen- und Liquiditätsinkongruenzen erhöhen die Wahrscheinlichkeit einer Liquiditätskrise und damit wiederum die Notwendigkeit der Zentralbank, den Bankensektor tatsächlich zu unterstützen. Analog zum *Greenspan-Put*, der Zusage des ehemaligen Federal-Reserve-Präsidenten Alan Greenspan, den Aufbau einer Vermögenspreisblase nicht aktiv zu unterbinden, jedoch nach ihrem Platzen den Finanzsektor mit allen

Mitteln zu unterstützen, kann man hier von einem *Liquiditäts-Put*¹² sprechen.

Obwohl der so erwachsende *moral hazard* höchst problematisch ist, bleibt es fraglich, ob die Zentralbank dem Bankensektor in einer Krise Liquiditätshilfen aufgrund solcher Überlegungen verweigern sollte. Die historischen Erfahrungen im Umgang mit Liquiditätskrisen zeigen zumindest recht deutlich, dass fehlende Unterstützung der Zentralbank – aus welchen Gründen auch immer – und daraus resultierende Bankzusammenbrüche meist mit dramatischen Folgen für die gesamte Wirtschaft verbunden waren.¹³ Vielmehr sollte es Aufgabe der zuständigen Aufsichtsbehörde und einer effektiven Bankenregulierung sein, etwaige Fehlreize zu minimieren beziehungsweise zu korrigieren. Diesen Fehlentwicklungen sollte daher *ex ante*, also in normalen Zeiten, durch stringenterer Regulierung der Finanzinstitute entgegengewirkt werden.¹⁴

Institutionelle Besonderheit des Eurosystems

Die meisten Zentralbanken in den von der Finanzkrise betroffenen Ländern haben im Zug des Zusammenbruchs von Lehman Brothers die Intermediation des Bankensektors übernommen und die Bereitstellung von Liquidität stark ausgeweitet.¹⁵ Hinsichtlich der Wirkungen der Intermediation auf die Zentralbankbilanz weist das Eurosystem allerdings eine Besonderheit auf, die eng mit der institutionellen Ausgestaltung der Währungsunion zusammenhängt.

So sind die nationalen Zentralbanken der Euroländer nach wie vor für einen Teil der Durchführung der Geldpolitik verantwortlich, obwohl geldpolitische Entscheidungen zentral durch den Gouverneursrat getroffen werden. Insbesondere halten die Banken in der Währungsunion ihre Zentralbankkonten bei der nationalen Zentralbank des Landes, in dem sie zugelassen sind. Ferner können Banken auch nur über ihre jeweilige nationale Zentralbank an den geldpolitischen Geschäften des Eurosystems teilnehmen. Die nationalen Zentralbanken veröffentlichen wiederum eigene Bilanzen,

¹⁰ Buiter, W., Siebert, A. (2007): The Central Bank as Market Maker of Last Resort. Blogbeitrag auf www.voxeu.org, 13. August 2007.

¹¹ Bindseil, U., König, P. (2012): TARGET 2 and the European Sovereign Debt Crisis. Kredit und Kapital, 45 (2), 149 ff.

¹² Goodhart, C. A. E. (2009): Liquidity and Money Market Operations: A Proposal. Kap. 7 in Goodhart, C. A. E. (2009): The Regulatory Response to the Financial Crisis. Northampton, 68.

¹³ Prominente Beispiele sind der Zusammenbruch der amerikanischen Börse 1929 oder die Deutsche Bankenkrise von 1931, siehe auch Aglietta, M., Mojon, B. (2009): Central Banking. Kap. 9 in Berger, A. et al. (2009): Oxford Handbook of Banking. Oxford.

¹⁴ Goodhart, C. A. E. (2009), a.a.O.; und Goodhart, C. A. E. (1999): Myths about the Lender of Last Resort. International Finance, 2:3, 399–360.

¹⁵ Für einen kurzen Überblick und Vergleich der Intermediationstätigkeiten des Federal Reserve Systems, der Bank of England, der schwedischen Riksbank und des Eurosystems, siehe Bindseil, U., König, P. (2012), a.a.O., 153 ff.

auf denen dann unter anderem sämtliche mit ihrem Bankensektor getätigten Geschäfte verbucht werden.¹⁶

Die Intermediation des Bankensektors durch das Eurosystem beeinflusst somit auch die Bilanzen der nationalen Zentralbanken, insbesondere, wenn sich der Interbankenmarkt entlang von Ländergrenzen segmentiert, das heißt, wenn stabile und sichere Banken in anderen Ländern beheimatet sind als gestresste Banken.

In diesem Fall bewirkt die *relative* Intermediation zunächst eine Umverteilung von Forderungen und Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems: Forderungen gegenüber dem Bankensektor aus der Gewährung von Zentralbankkrediten werden zunehmend auf den Bilanzen der nationalen Zentralbanken verbucht, in deren Zuständigkeitsbereich die gestressten Banken fallen; die Verbindlichkeiten der Zentralbank gegenüber dem Bankensektor (das heißt, die Guthaben der Banken auf ihren Zentralbankkonten) werden zunehmend auf den Bilanzen derjenigen nationalen Zentralbanken verbucht, die für die stabilen Banken verantwortlich sind.

Die Bilanzen der nationalen Zentralbanken, aus deren Zuständigkeitsbereich Liquidität abfließt, verlängern sich dadurch, während die Bilanzen der zahlungsempfangenden nationalen Zentralbanken bei *relativer* Zentralbankintermediation konstant bleiben, da deren Banken die zugeflossene Liquidität nutzen, um ihre Zentralbankkredite zu reduzieren. Wenn *absolute* Intermediation und der Aufbau von Überschussliquidität einsetzen, verlängern sich auch die Bilanzen der zahlungsempfangenden nationalen Zentralbanken und somit verlängert sich auch die konsolidierte Bilanz des Eurosystems.

Was ist TARGET?

Forderungen und Verbindlichkeiten des Eurosystems gegenüber dem Bankensektor werden also im Fall grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs auf den Bilanzen unterschiedlicher nationaler Zentralbanken verbucht. Mithin bedarf es zum Ausgleich dieser Positionen eines zusätzlichen Postens; dies sind die sogenannten Target-Positionen.

Die EZB und das Europäische System der Zentralbanken sind gemäß Artikel 127 (2) des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) dazu verpflichtet, das „reibungsfreie Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern“. Zu diesem Zweck führte das Eurosystem 1999 das Zahlungsverkehrssystem Target ein, das

im Jahr 2008 durch das technisch verbesserte System Target 2 (T2) ersetzt wurde.¹⁷ Zahlungen über T2 werden in Zentralbankliquidität abgewickelt. Der Zahlungsverkehr läuft über die Zentralbankkonten der Banken bei den jeweiligen nationalen Zentralbanken.

Bei den T2-Positionen handelt es sich um Bilanzpositionen auf den Bilanzen der nationalen Zentralbanken, die im Rahmen der Abwicklung des grenzüberschreitenden unbaren Zahlungsverkehrs über T2 entstehen. Residieren zahlende und zahlungsempfangende Banken in unterschiedlichen Ländern, halten sie ihre Konten bei unterschiedlichen nationalen Zentralbanken, und somit wird der Zahlungsabgang von einer anderen nationalen Zentralbank verbucht als der Zahlungseingang. Für die nationale Zentralbank der zahlenden Bank ist die Überweisung gleichbedeutend mit einer Verringerung ihrer Verbindlichkeiten gegenüber ihrem Bankensektor, da Zentralbankliquidität aus ihrem Zuständigkeitsbereich abgeflossen ist. Dagegen entstehen für die nationale Zentralbank der Empfängerbank durch die Überweisung höhere Verbindlichkeiten gegenüber ihrem Bankensektor, da dieser einen Zufluss von Zentralbankliquidität verbucht.

Damit sich die Bilanzen der jeweiligen nationalen Zentralbanken ausgleichen können, bedarf es folglich einer Gegenbuchung: Zwar reduziert sich für die überweisende nationale Zentralbank die Zentralbankliquidität, die sie an ihren Bankensektor bereitstellen muss, es entsteht aber eine wertmäßig gleiche Verbindlichkeit gegenüber der zahlungsempfangenden nationalen Zentralbank. Umgekehrt entsteht für die zahlungsempfangende nationale Zentralbank nicht nur eine zusätzliche Verbindlichkeit gegenüber ihrem Bankensektor, sondern auch eine wertmäßig gleiche Forderung gegenüber der zahlenden nationalen Zentralbank auf Übertragung von Zentralbankliquidität.

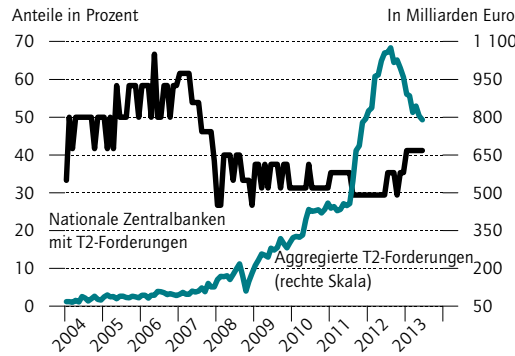
Im Lauf eines Tages werden normalerweise zahlreiche Transaktionen in sämtlichen Richtungen über die Grenzen der unterschiedlichen Länder im Euroraum abgewickelt. Jeweils am Tagesende saldieren die nationalen Zentralbanken diese Forderungen und Verbindlichkeiten zu einer einzigen Position gegenüber der EZB, die damit die Rolle einer zentralen Abwicklungsstelle übernimmt. Die saldierte Position fließt in die Bilanz einer nationalen Zentralbank als „Forderung/Verbindlichkeit aus der Abwicklung des Zahlungsverkehrs über Target 2“ ein.

¹⁶ Auf der konsolidierten Bilanz des Eurosystems werden die jeweiligen Länderpositionen zu einer einzigen Position des Eurosystems gegenüber dem gesamten Bankensektor in der EWU zusammengefasst.

¹⁷ Mit dem Begriff Eurosystem wird der Zusammenschluss der nationalen Zentralbanken der Euroländer bezeichnet. Mit dem Begriff Europäisches System der Zentralbanken wird der Zusammenschluss sämtlicher nationaler Zentralbanken in der Europäischen Union bezeichnet. TARGET ist die Abkürzung für Trans-European Automated Realtime Gross settlement Express Transfer.

Abbildung 4

Aggregierte T2-Forderung und Anteil der Mitgliedsländer mit Forderungen



Quellen: Nationale Zentralbanken; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2013

Die aggregierte T2-Forderung stieg im Lauf der Krise massiv an, der Anteil der Länder mit Forderungen sank dagegen.

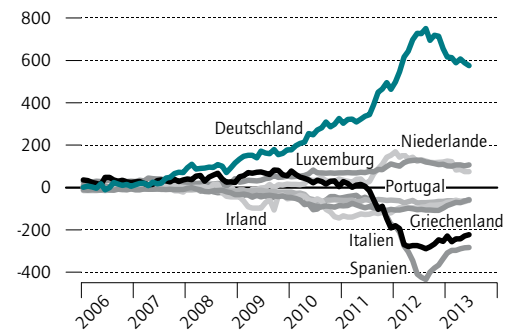
T2-Forderungen bauen sich folglich in der Bilanz einer nationalen Zentralbank auf, wenn den Banken des Landes über das Zahlungssystem mehr Zentralbankliquidität zufließt, als sie in das Ausland überweisen. Entsprechend entsteht eine T2-Verbindlichkeit, wenn die Banken weniger Zentralbankliquidität erhalten, als sie an das Ausland überweisen. Auf der konsolidierten Bilanz des Eurosystems saldieren sich T2-Forderungen und -Verbindlichkeiten zu null.

Der gegenwärtigen T2-Forderung der Bundesbank in Höhe von 574 Milliarden Euro steht zum Beispiel ein Nettoabfluss und mithin eine T2-Verbindlichkeit in anderen Ländern der Eurozone gegenüber. Seit Ausbruch der Krise finden sich diese Verbindlichkeiten insbesondere auf den Bilanzen der nationalen Zentralbanken der Krisenländer. Die größte Verbindlichkeit in Höhe von rund 280 Milliarden Euro verzeichnet gegenwärtig die Banco de España, gefolgt von der Banca d'Italia mit Verbindlichkeiten in Höhe von rund 230 Milliarden Euro. Insgesamt weisen zehn der 17 nationalen Zentralbanken des Eurosystems T2-Verbindlichkeiten aus. Addiert man sämtliche Forderungen (beziehungsweise Verbindlichkeiten), so erhält man die aggregierten Forderungen (Verbindlichkeiten). Diese erreichten ihren höchsten Stand im August 2012 bei einem Wert von 1,07 Billionen Euro und belaufen sich gegenwärtig auf rund 790 Milliarden Euro (Abbildungen 4 und 5).

In normalen Zeiten, wenn das Eurosystem nur die im Aggregat benötigte Liquidität bereitstellt, hat ein gut funktionierender Marktmechanismus tendenziell einen

Abbildung 5

T2-Positionen ausgewählter Euroländer
In Milliarden Euro



Quelle: Nationale Zentralbanken.

© DIW Berlin 2013

Innerhalb des Euroraums flossen Zahlungen via T2 überwiegend aus den Krisenländern in die „sicheren Häfen“ Deutschland, Niederlande oder Luxemburg.

ausgleichenden Einfluss auf die T2-Positionen.¹⁸ Fließt den Banken eines Landes via T2 mehr Liquidität zu, als sie zur Deckung ihres aggregierten Liquiditätsbedarfs benötigen, muss im Rest des Euroraums ein Liquiditätsdefizit entstanden sein, da das Eurosystem nur die im Aggregat benötigte Liquidität bereitstellt. Die dortigen Banken werden versuchen, dieses Defizit durch Aufnahme von Interbankkrediten zu schließen und die Banken mit überschüssiger Liquidität werden ihre Überschüsse auf dem Markt anbieten. Die Interbankkreditvergabe ist dann mit einer Zahlung über T2 verbunden und führt zu einer T2-Verbindlichkeit für die nationalen Zentralbanken der Überschussbanken. Diese T2-Verbindlichkeit reduziert wiederum die T2-Forderung, die durch die ursprünglichen Zuflüsse entstanden war.

Mit der Einführung des Vollzuteilungsverfahrens übernahm das Eurosystem nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers die Rolle des Interbankenmarktes. Die sich daraus ergebende Zunahme der Überschussliquidität war jedoch nicht der einzige Grund für den starken Anstieg der T2-Positionen. Wären gestresste und stabile Banken gleichmäßig über die verschiedenen Länder der EWU verteilt gewesen, wären die Auswirkungen

¹⁸ Trotzdem kam es auch bereits vor dem Ausbruch der Krise zum Aufbau persistenter T2-Positionen auf den Bilanzen der nationalen Zentralbanken. Zum einen waren diese aber sehr moderat im Vergleich zu den Positionen, die sich während der Krise aufbauten; zum anderen sind die Ursachen dieser Positionen eher technischer oder institutioneller Natur und liegen nicht in einem Vertrauensverlust und einer Kapitalflucht begründet. Eine Diskussion dieser Ursachen und die entsprechende Bilanzdarstellung findet sich in Boeckx, J., König, P. (2012): Target 2 Balances in the Eurosystem: What They are and How to Interpret Them. Revue Bancaire et Financière, Nr. 8, 483–499.

gen auf die T2-Positionen verhältnismäßig gering geblieben. Die hohen T2-Salden spiegeln wider, dass die Nettozahlungsflüsse innerhalb der Währungsunion maßgeblich in eine Richtung verliefen und es gleichzeitig zu einer Verschiebung der Inanspruchnahme der Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems hin zu Banken in den Krisenländern kam (Abbildung 6). Damit sind T2-Positionen ein Indikator für die Segmentierung der Geld- und Finanzmärkte entlang der Ländergrenzen innerhalb des Euroraums.

Banken in Ländern mit T2-Forderungen konnten ihren Liquiditätsbedarf zunehmend durch die Liquiditätszuflüsse decken und daher ihre Teilnahme an den Refinanzierungsgeschäften der Zentralbank reduzieren, oder im Umfang der nicht benötigten Liquidität sogar Überschüsse auf ihren Reservekonten akkumulieren. Umgekehrt müssen die Banken in den Ländern mit hohen T2-Verbindlichkeiten, die von der Finanzierung durch den Markt abgeschnitten sind, zunehmend auf die Refinanzierungsgeschäfte der Zentralbank zurückgreifen.

Target-Positionen in der Zahlungsbilanz

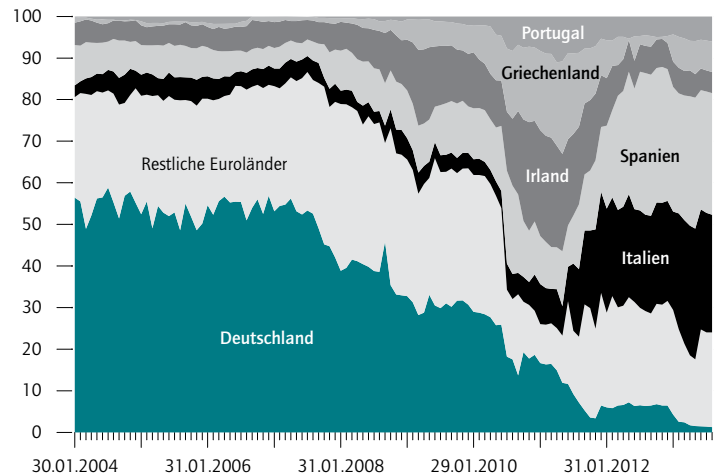
Im Zug der Segmentierung der Finanzmärkte innerhalb des Euroraums versiegten private Finanzierungsströme, die vor Ausbruch der Krise stark zugenommen hatten. Eine *flight to quality* setzte ein, Banken in den Krisenländern erlebten einen teils dramatischen Anstieg ihrer Refinanzierungskosten und gerieten unter Druck, ihre Portefolios anzupassen und ihre Bilanzen zu verkürzen. Gleichzeitig verloren die Krisenländer ihren Zugang zu den Finanzmärkten. Die mit den Problemen im Bankensektor einhergehenden staatlichen Maßnahmen zur Bankenrettung, insbesondere hohe Garantien für Bankschuldverschreibungen, führten zu zusätzlichem Druck auf die Refinanzierungskosten und höheren Staatsschulden.

Die Substitution des Interbankenmarktes durch das Eurosystem wurde damit zu einer Intermediation der Finanzierungsströme zwischen den Ländern. Dadurch verhalf das Eurosystem den Krisenländern dazu, eine noch abruptere (realwirtschaftliche) Anpassung an die veränderten Bedingungen und damit einhergehende weitreichendere Verwerfungen zu vermeiden. Ferner trug es zur Wahrung der Finanzstabilität in den Nicht-Krisenländern bei, indem es den dortigen Anlegern und Banken erlaubte, ihre nun risikoreicheren Positionen in den Krisenländern ohne größeren Verlust zu reduzieren (Abbildung 7).

Dies spiegelt sich auch in den Zahlungsbilanzen der entsprechenden Länder wider. Die Zahlungsbilanz ver-

Abbildung 6

Inanspruchnahme der Refinanzierungsgeschäfte In Prozent



Quellen: EZB; nationale Zentralbanken; Berechnungen des DIW Berlin.

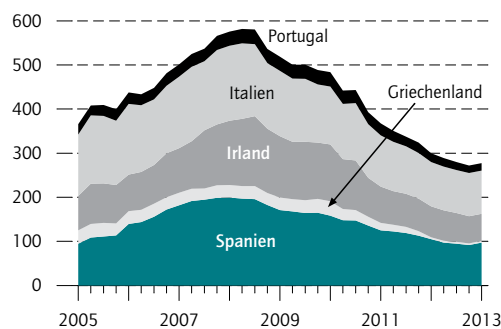
© DIW Berlin 2013

Die Inanspruchnahme der Refinanzierungskredite der EZB hat sich seit Ausbruch der Krise in Richtung der Krisenländer verschoben.

Abbildung 7

Forderungen deutscher Banken gegenüber Krisenländern

In Milliarden Euro



Quelle: Bank for International Settlements, Consolidated Banking Statistics.

© DIW Berlin 2013

Deutsche Banken und Anleger reduzierten ihre Forderungen gegenüber den Krisenländern.

zeichnet sämtliche Transaktionen zwischen einem Land und dem Rest der Welt. Da eine T2-Forderung eine Forderung gegenüber dem Ausland (gegenüber der EZB) darstellt, wird sie in der Zahlungsbilanz als Kapitalexport verzeichnet (entsprechend eine T2-Verbindlichkeit als Kapitalimport).

Kasten 2

Zusammenhang zwischen Zahlungsbilanzidentität und Einkommensidentität

Jede Transaktion zwischen einem Land und dem Rest der Welt geht, im Sinn der doppelten Buchführung, zweimal in die Zahlungsbilanz ein, sodass sich die Summe sämtlicher Teilkonten der Zahlungsbilanz immer zu null addiert.

Die Zahlungsbilanzidentität eines Landes zu einem bestimmten Zeitpunkt kann geschrieben werden als

$$CA - F \equiv 0,$$

wobei mit CA das Leistungsbilanzdefizit bezeichnet wird, während F die Nettokapitalimporte bezeichnet. Veränderungen der Fremdwährungsreserven, Vermögensübertragungen und statistisch nicht aufgliederbare Restposten werden aus Gründen der Einfachheit hier ignoriert. Unter Verwendung der Tatsache, dass eine T2-Verbindlichkeit als Kapitalimport in der Zahlungsbilanz erfasst wird, können wir die Kapitalbilanz aufspalten und die Zahlungsbilanzidentität schreiben als

$$CA \equiv F \equiv T2 + A^* - A,$$

wobei $T2$ die Veränderungen der T2-Verbindlichkeiten eines Landes, A^* den Saldo ausländischer Käufe heimischer Vermögenswerte und A den Saldo heimischer Käufe ausländischer Vermögenswerte (jeweils ohne die Veränderung der T2-Position) bezeichnen.¹

Nun nutzen wir die Einkommensidentität eines Landes,

¹ Siehe auch Cour-Thimann, P. (2013): Target Balances and the Crisis in the Euro Area. Cesifo Forum, Nr. 14; oder Boeckx, J., König, P. (2012), a. a. O.

$$BNE \equiv X - CA,,$$

wobei BNE für das Bruttonationaleinkommen und $X \equiv C + I + G$ für die Summe heimischer Ausgaben für Konsum und Investitionen sowie Staatsausgaben stehen. Damit können wir die Zahlungsbilanzidentität umschreiben zu

$$CA \equiv X - BNE \equiv T2 + A^* - A \equiv F.$$

Eine Kapitalflucht spiegelt sich in erster Linie in einer Reduktion der von Ausländern gehaltenen heimischen Vermögenswerte wider, das heißt im Vergleich zur Vorperiode ist A^* niedriger, wir schreiben $\Delta A^* < 0$.

Da es sich bei vorstehenden Gleichungen um reine Identitäten handelt, ergeben sich in der betreffenden Periode verschiedene Möglichkeiten sowie ihre sämtlichen Kombinationen, wie sich die Zahlungsbilanz an die Kapitalflucht anpassen kann: (1) Eine realwirtschaftliche Anpassung, sodass das betreffende Land einen (zusätzlichen) Leistungsbilanzüberschuss erwirtschaftet, der den Abfluss ausländischen Kapitals ausgleicht, das heißt $\Delta CA = \Delta A^*$, was unter der Annahme, dass $\Delta BNE = 0$, gleichbedeutend ist mit $\Delta CA = \Delta C + \Delta I + \Delta G = \Delta A^*$. (2) Heimische Anleger im Ausland verkaufen ebenfalls ihre ausländischen Vermögenswerte, um ihr Vermögen zu repatriieren, so dass $\Delta A = \Delta A^*$. (3) Die Zentralbank stellt dem Bankensektor Liquidität zur Verfügung, die unter anderem genutzt werden kann, um die Kapitalabflüsse in das Ausland zu akkommodieren, so dass $\Delta T2 = \Delta A^*$.

Zieht ein ausländischer Anleger sein Kapital aus einem Land ab, zum Beispiel indem er einen Kredit nicht weiter prolongiert, reduziert sich in der Kapitalbilanz der Saldo ausländischer Käufe heimischer Vermögenswerte. Wird die Rückzahlung des Kredites über T2 abgewickelt, entsteht eine T2-Verbindlichkeit für die nationale Zentralbank des betreffenden Landes. Bei nicht mehr funktionierendem Interbankenmarkt muss die entsprechende Bank Refinanzierungskredite der Zentralbank in Anspruch nehmen, um sich die Liquidität zu verschaffen, mit der sie weiterhin die durch die Kapitalflucht veranlassten Zahlungen abwickeln kann. Die T2-Positionen gleichen sich in diesem Fall nicht mehr aus.

Wäre zusätzlicher Zentralbankkredit nicht verfügbar gewesen, wären die von der Kapitalflucht betroffenen

Länder zu einer rapiden und sofortigen Anpassung gezwungen worden. Dies hätte nur über eine realwirtschaftliche Anpassung und einen plötzlichen Anstieg des Leistungsbilanzsaldos oder eine Repatriierung der von Inländern gehaltenen ausländischen Vermögenswerte erfolgen können (Kasten 2).

Die realwirtschaftliche Anpassung ist mit einem Rückgang heimischer Ausgaben verbunden und induziert folglich ein Überschussangebot im Inland. Während überschüssige handelbare (transportierbare) Güter grundsätzlich exportiert werden können (wodurch das Leistungsbilanzdefizit reduziert und die Anpassung an die Kapitalflucht erreicht werden könnte), trifft dies nicht auf Überschüsse bei nicht handelbaren Gütern zu. Dieser Teil des Überschussangebotes kann im Inland

durch sinkende Preise abgebaut werden, was allerdings voraussetzt, dass Preise auch nach unten hinreichend flexibel sind. Ist dies nicht der Fall, müssen Mengenanpassungen – insbesondere ein Abbau von Arbeitskräften und ein niedrigeres Produktionsniveau – die fehlende Preisanpassung kompensieren. Aber auch wenn Preise nach unten flexibel sind, führt der Preisverfall für nicht handelbare Güter, zum Beispiel Immobilien, zu einer höheren realen Verschuldung, was wiederum zu einer höheren Zahl notleidender Kredite, Abschreibungen der Finanzinstitute und damit zu Konkursen führen kann. Auch dies wird sehr wahrscheinlich in der Konsequenz zu höherer Arbeitslosigkeit und einem Rückgang des Produktionsniveaus führen.¹⁹

Damit stellt sich die Frage, wie ein Land auf die geschilderten realwirtschaftlichen Konsequenzen eines massiven Kapitalabflusses reagieren kann, wenn es schnell steigende Arbeitslosigkeit und Kosten verursachende Konkurse von Unternehmen und Finanzinstituten vermeiden oder eindämmen möchte.

Für ein Land mit einer eigenständigen Geld- und Währungspolitik bietet sich in diesem Fall die Möglichkeit einer Abwertung der Währung, um dadurch die preisliche Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern und die Anpassung der Leistungsbilanz voranzutreiben. Als Mitglied einer Währungsunion, ohne die Möglichkeit, die Währung abwerten zu können, bleiben einem Land nur noch die folgenden Optionen, die der Krise zugrundeliegenden Ungleichgewichte zu korrigieren:²⁰

- fiskalische Konsolidierung;
- strukturelle Maßnahmen, um Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit zu steigern;
- interne Abwertung durch Reduktion der Lohnstückkosten.

Jede dieser Maßnahmen benötigt Zeit, um durch die Legislative verabschiedet und durch die Exekutive implementiert zu werden; ferner treten selbst bei rascher Implementierung die Wirkungen solcher Maßnahmen erst mit Verzögerung ein.

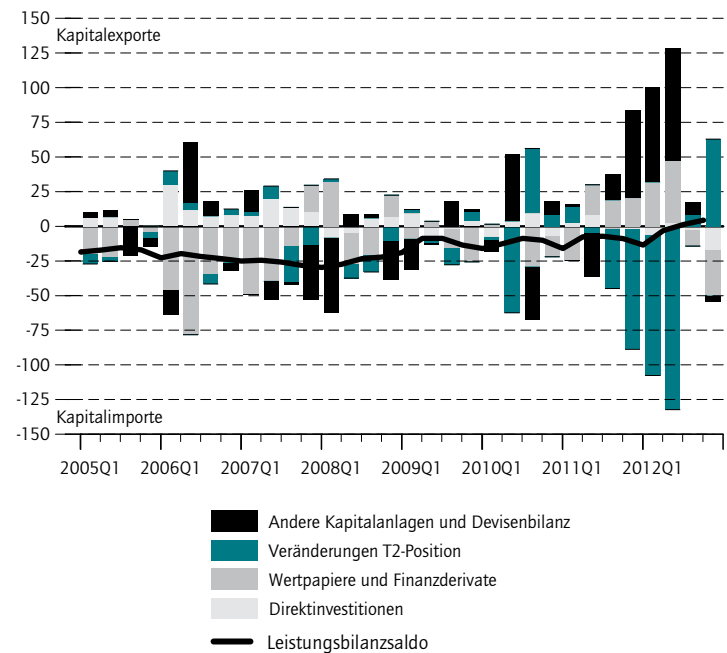
Die Liquiditätsmaßnahmen des Eurosystems und die Möglichkeit, damit Zahlungen über das T2-System abzuwickeln und so den Abfluss ausländischer Kapitalströme zu akkommodieren, dämpfen die Geschwindigkeit der realwirtschaftlichen Anpassung und die damit ver-

¹⁹ Siehe auch Calvo, G., Reinhart, C. (2000): When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options. MPRA Working Paper, Nr. 6982; und Calvo, G. (1988): Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops. Journal of Applied Economics 1 (1), 35-54.

²⁰ Siehe unter anderem Jaumotte, F., Sodsriwiboon, P. (2010): Current Account Imbalances in the Southern Euro Area. Working Paper, WP/10/39, International Monetary Fund.

Abbildung 8

Spanische Kapitalbilanz und Leistungsbilanzsaldo
In Milliarden Euro



Quellen: IWF, International Financial Statistics; nationale Zentralbanken; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2013

Die Kapitalflucht aus Spanien führte 2012 zu stark steigenden Target-Verbindlichkeiten.

bundenen Konsequenzen. So dienen die Maßnahmen des Eurosystems dazu, den Zeitraum zwischen Verabschiedung und Wirkung der Reformmaßnahmen zu überbrücken (Abbildungen 8 bis 11).

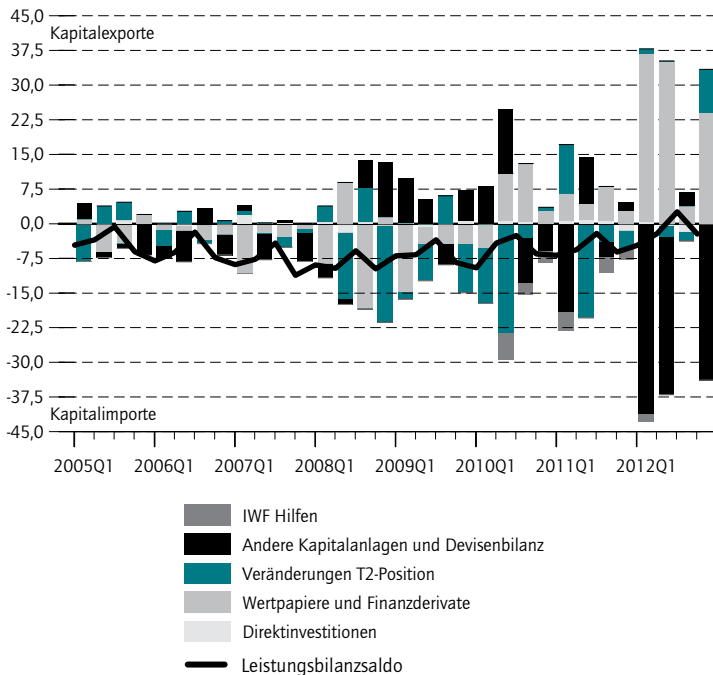
Durch diese Pufferfunktion des Targetsystems konnten in der derzeitigen Krise jedoch keineswegs alle Konsequenzen der Kapitalflucht verhindert werden: Nicht jeder von der Kapitalflucht betroffene Kreditnehmer in den Krisenländern hat die Möglichkeit, sich beim Eurosystem zu refinanzieren oder seine abfließenden Mittel durch heimische Bankdarlehen zu ersetzen – vor allem, weil heimische Banken ihre Risikokontrollstandards erhöhen, dadurch den Zugang zu Krediten erschweren und beginnen, ihren eigenen Leverage abzubauen. Dieses Vorgehen erzeugt ebenfalls einen Rückgang der heimischen Nachfrage und Abwärtsdruck auf die Preise nicht handelbarer Güter.

In den Krisenländern hat eine realwirtschaftliche Anpassung stattgefunden, die im Prinzip – wenn auch nicht unbedingt im Tempo – der Anpassung entspricht,

Abbildung 9

Griechische Kapitalbilanz und Leistungsbilanzsaldo

In Milliarden Euro



Quellen: IWF, International Financial Statistics; nationale Zentralbanken; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2013

Griechenland wies schon zu Beginn der Krise höhere Target-Verbindlichkeiten aus. Im Zuge der Anpassung der Leistungsbilanz steigen die Target-Verbindlichkeiten nicht mehr.

die sehr wahrscheinlich eingetreten wäre, wenn das Eurosystem keine Liquidität zur Verfügung gestellt hätte.²¹ Die Maßnahmen des Eurosystems haben damit den realen Anpassungsprozess offensichtlich nicht vereitelt; sie haben ihn lediglich abgefedert und geholfen, ihn über einen längeren Zeitraum zu strecken.

Risiken aus Target-Forderungen

T2-Positionen reflektieren grenzüberschreitende Zahlungsflüsse und sind somit Konsequenz der Nutzung von zuvor von der Zentralbank geliehener Liquidität. Daraus folgt, dass die T2-Positionen, insbesondere die T2-Forderungen, zunächst nicht mit einem zusätzlichen Risiko behaftet sind, das über die allgemeinen

²¹ Siehe Fichtner, F. et al. (2012): Herbstgrundlinien 2012. DIW Wochenbericht Nr. 40/2012, Kasten 4.

Risiken der Kreditgewährung durch die EZB hinausgeht.²²

Allerdings ist das Eurosystem dem Risiko ausgesetzt, dass einzelne seiner Mitgliedsländer die Währungsunion verlassen. Beim Austritt eines Landes mit T2-Verbindlichkeiten hätten die verbleibenden Mitglieder des Eurosystems mit positiven T2-Positionen nach wie vor Forderungen auf Bereitstellung von Zentralbankliquidität gegenüber der EZB, während diese wiederum eine Forderung gegenüber der nationalen Zentralbank des austretenden Landes hätte. Ein Austritt würde die T2-Verrechnungspositionen im Prinzip in einen T2-Fremdwährungskredit transformieren.

Dieses Risiko wird auch nicht durch die im Rahmen der Kreditgewährung an die Geschäftsbank bei der nationalen Zentralbank hinterlegten Sicherheiten gemindert. Zugriff auf diese Sicherheiten haben ausschließlich die nationalen Zentralbanken. Das Eurosystem oder die EZB können im Fall eines Austritts nicht darüber verfügen.

Inwieweit sich das Eurosystem gegen das Risiko eines Ausfalls der T2-Forderungen aufgrund des Austritts eines Mitgliedslandes mit T2-Verbindlichkeiten versichern kann, wird im zweiten Artikel in diesem Wochenbericht diskutiert. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob die T2-Positionen bei einem Ende der Krise wieder verschwinden oder ob *Hysterese-Positionen*²³ bestehen bleiben, sodass das Eurosystem dauerhaft ein erhöhtes Risiko aus direkten Verlusten bei einem Austritt hinnehmen müsste. Da es sich bei den T2-Positionen um Bestandsgrößen, bei den Kapitalflüssen aber um Stromgrößen handelt, ist in der Tat nicht sofort offensichtlich, wieso es zu einem automatischen Abbau der akkumulierten T2-Positionen kommen sollte. Es wird daher befürchtet, dass *irreguläre T2-Positionen* aufgrund der in der Krise durchgeführten Leistungsbilanztransaktionen bestehen bleiben.²⁴

Dabei wird jedoch implizit unterstellt, dass die Banken in den Krisenländern ihre Zentralbankkredite einfach dauerhaft prolongieren können. Tatsächlich ist aber davon auszugehen, dass das Eurosystem im Zuge der Normalisierung der Situation an den Finanzmärkten das Vollzuteilungsverfahren wieder außer Kraft set-

²² Siehe unter anderem Cour-Thimann, P. (2013): Target Balances and the Crisis in the Euro Area. Cesifo Forum, Nr. 14; oder Bindseil, U., König, P. (2012), a.a.O.

²³ Fahrholz, C., Freytag, A. (2012): Will Target 2-Balances be Reduced Again After an End Of The Crisis? Global Financial Markets Working Paper Series, Nr. 30-2012, Friedrich-Schiller-Universität Jena.

²⁴ Fahrholz, C., Freytag, A. (2012), a.a.O., 17: „the irregular T2-balances stemming from current account transactions during crisis times remain untouched“ und „(...) some portion of irregular T2-claims or -liabilities will remain at exceptional levels.“

zen und zu dem neutralen Liquiditätsmanagement von vor der Krise zurückkehren wird – allein schon, um die Geldmarktzinsen wieder präziser und effizienter zu steuern.

Unter diesem Modus wird nur die im Aggregat benötigte Liquidität bereitgestellt. Außerdem handelt es sich bei den Kreditgeschäften des Eurosystems um befristete Kreditkontrakte, die bei einer Rückkehr zum normalen Liquiditätsmanagement nicht mehr beliebig, auf Initiative der Banken, verlängert werden können, sondern bei Fälligkeit zurückgezahlt werden müssen. Sämtliche während der Krise im Rahmen von Offenmarktgeschäften geschaffene Überschussliquidität muss damit notwendigerweise peu à peu verschwinden.

Die gegenwärtigen Kreditnehmer des Eurosystems sind überwiegend in den Krisenländern ansässig, während die Überschussliquidität in den Nicht-Krisenländern gehalten wird. Banken in den Krisenländern könnten ihre bisherigen Zentralbankkredite dann maximal in Höhe des gesamten aggregierten Liquiditätsbedarfs des Euroraums prolongieren. Die zusätzliche, zur Tilgung der Zentralbankkredite benötigte Liquidität müssten sie sich durch Kreditaufnahme auf dem Interbankenmarkt beschaffen. Diese Kreditaufnahme ist dann mit Zahlungsflüssen von Überschussbanken an Defizitbanken verbunden und führt damit zu einem Aufbau von T2-Verbindlichkeiten für die jetzigen Nicht-Krisenländer, womit sich die T2-Positionen verringern.

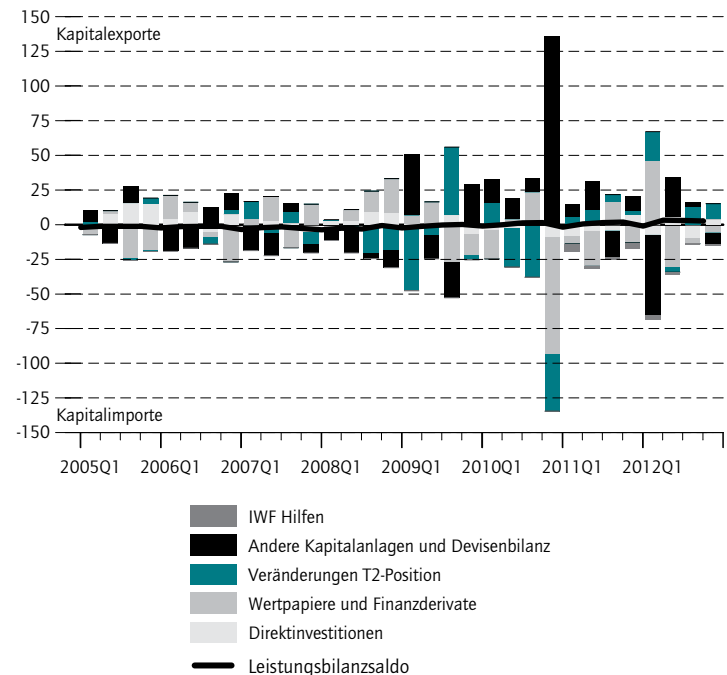
Da sich im Verlauf der Krise aber auch der aggregierte Liquiditätsbedarf in den Nicht-Krisenländern verändert hat, ist es möglich, dass zunächst ein Teil der T2-Forderungen dieser Länder bestehen bleiben wird.

Zum besseren Verständnis dieser Überlegung sei zunächst betont, dass sich die *aggregierte Überschussliquidität* bei einer nationalen Zentralbank nur dann verringert, wenn sie entweder im Rahmen eines Interbankenkredites an Banken im Ausland verliehen wird oder wenn der Liquiditätsbedarf der Banken des Landes ansteigt. Letzteres könnte durch einen erhöhten Banknotenumlauf, höhere Mindestreserveanforderungen oder den Verkauf von Vermögenswerten (zum Beispiel Gold) durch die nationale Zentralbank an ihren Bankensektor entstehen.

Wenn nun während der Krise beispielsweise der Banknotenumlauf in einem Nicht-Krisenland, dessen Banken Überschussliquidität auf ihren Reservekonten halten, steigt, dann sinkt dadurch die Überschussliquidität, ohne dass es zu einem Effekt auf die T2-Position dieses Landes kommt. Bei Wiedereinführung des neutralen Liquiditätsmanagements stehen dann weniger Überschussreserven zur Verfügung, sodass die T2-Positionen weniger stark sinken können.

Abbildung 10

Irische Kapitalbilanz und Leistungsbilanzsaldo
In Milliarden Euro



Quellen: IWF, International Financial Statistics; nationale Zentralbanken; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2013

Trotz der ausgeglichenen Leistungsbilanz wies Irland im Jahr 2010 hohe Target-Verbindlichkeiten auf, die eine Folge der irischen Bankenkrise sind.

sitionen weniger stark sinken können. Gleichzeitig wird das Eurosystem in seinen Refinanzierungsoperationen eine, verglichen mit dem Vorkrisenniveau, größere Menge an Liquidität zur Verfügung stellen, da der erhöhte Banknotenumlauf zu einem größeren aggregierten Liquiditätsdefizit im Euroraum geführt hat.

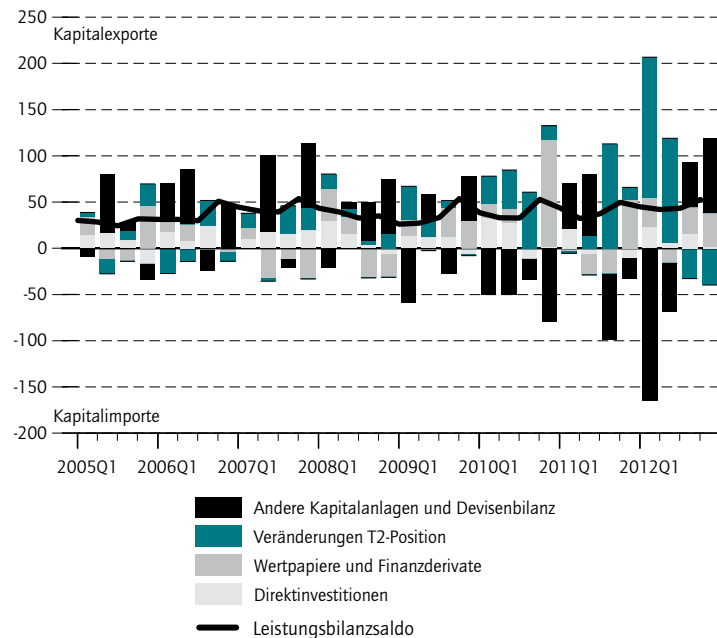
Dieser Fall kann am Beispiel der Bundesbank illustriert werden (Abbildung 12). Die dort gehaltene Liquidität ist deutlich stärker gesunken als die T2-Forderungen der Bundesbank. Eine wesentliche Ursache dieses Phänomens ist die relativ hohe Banknotennachfrage in Deutschland. So emittierte die Bundesbank zwischen Oktober 2008 und August 2013 rund 127 Milliarden Euro zusätzlicher Banknoten.²⁵ Dies wiederum senkte die von deutschen Banken bei der Bundesbank ge-

²⁵ Diese Summe setzt sich aus den Veränderungen in den beiden Passivposten der Bundesbankbilanz *Banknotenumlauf* und *Intra-Eurosystem Verbindlichkeit aus der Begebung von Banknoten* zusammen.

Abbildung 11

Deutsche Kapitalbilanz und Leistungsbilanzsaldo

In Milliarden Euro



Quellen: IWF, International Financial Statistics; nationale Zentralbanken; Berechnungen des DIW Berlin.

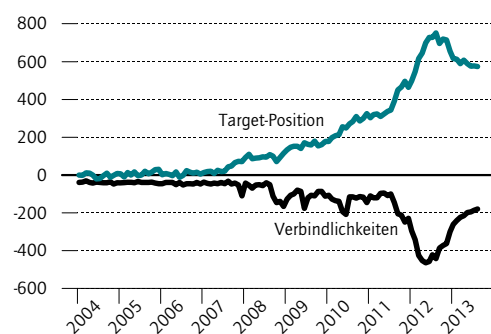
© DIW Berlin 2013

Die deutschen Target-Forderungen sind zuletzt gesunken.

Abbildung 12

Bundesbank: Target-Position und Einlagen der Geschäftsbanken

In Milliarden Euro



Quelle: Bundesbank.

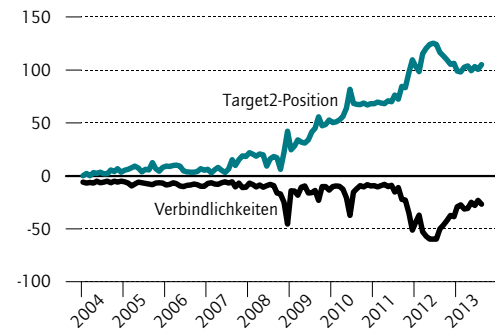
© DIW Berlin 2013

Die Target-Forderungen der Bundesbank sind langsamer gesunken als die Einlagen deutscher Geschäftsbanken bei der Bundesbank.

Abbildung 13

Banque Centrale du Luxembourg: Target-Position und Einlagen der Geschäftsbanken

In Milliarden Euro



Quelle: Banque Central du Luxembourg.

© DIW Berlin 2013

Auch die Target-Forderungen der Luxemburgischen Nationalbank sind langsamer gesunken als die Einlagen.

haltene Überschussliquidität. In normalen Zeiten wäre diese zusätzliche Banknotennachfrage wahrscheinlich durch eine zusätzliche Inanspruchnahme der Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems durch deutsche Banken gedeckt worden. Ähnliches gilt auch für die Banque Centrale du Luxembourg, die im Vergleich zum Rückgang ihrer T2-Forderungen ebenfalls einen deutlich stärkeren Rückgang der bei ihr gehaltenen Liquiditätsreserven verzeichnet (Abbildung 13).

Sobald die Funktionsfähigkeit des Interbankenmarktes wieder hergestellt ist, wird die Rückkehr des Eurosystems zum neutralen Liquiditätsmanagement automatisch dazu führen, dass die T2-Positionen sinken. Der Mechanismus ist grundsätzlich derselbe, der bereits in Vorkrisenzeiten einen ausgleichenden Einfluss auf die T2-Positionen ausübte. Verbleibende T2-Positionen sind nicht etwaigen *irregulären Leistungsbilanztransaktionen* der Krisenländer geschuldet, sondern Ausdruck der strukturellen Änderungen des Liquiditätsbedarfs innerhalb des Euroraums.²⁶ Würde das Eurosystem zu

²⁶ Ferner werden auch institutionelle, das heißt, durch das Eurosystem gesetzte, Anreize hinsichtlich der Bonitätsanforderungen an zentralbankfähige Sicherheiten einen Einfluss darauf haben, welche Banken aus welchen Ländern an den Refinanzierungsoperationen des Eurosystems teilnehmen. Beispielsweise nahmen Deutsche Banken vor der Krise aufgrund von Refinanzierungsarbitrage einen erheblichen Teil der Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems in Anspruch; ein großer Teil der von ihnen genutzten Sicherheiten (zum Beispiel Pfandbriefe) war zu günstigeren Bedingungen bei der Zentralbank zu refinanzieren als im Markt. Da sich während der Krise die Anforderungen an Sicherheiten verändert haben, kann es nun zu einem neuen Verhaltensmuster hinsichtlich der Inanspruchnahme der Fazilitäten der Zentralbank aufgrund von Refinanzierungsarbitrage kommen, vgl. Chailloux, A. et al. (2008), a. a. O., 39.

früh zu seinem Vorkrisenmodus zurückkehren und das Vollzuteilungsverfahren außer Kraft setzen, bevor die Funktionsfähigkeit des Interbankenmarktes wieder hergestellt ist und die Banken der Krisenländer wieder das Vertrauen der Marktteilnehmer besitzen,

würden die oben beschriebenen Probleme – Notverkäufe und verstärktes Schrumpfen der Bankbilanzen – die unausweichliche Folge sein. In diesem Fall wäre ein Eingreifen des Eurosystems erst recht wieder erforderlich.

Marcel Fratzscher ist Präsident des DIW Berlin | mfratzscher@diw.de

Philipp König ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | pkoenig@diw.de

Claudia Lambert ist Wissenschaftliche Mitarbeiterin der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | clambert@diw.de

THE EUROSISTEM'S LIQUIDITY MANAGEMENT IN THE FACE OF THE CRISIS

Abstract: Since the beginning of the crisis, large Target 2 positions developed on the balance sheets of the national central banks in the euro area. At the height of this development in the middle of 2012, the German Bundesbank disclosed Target-claims vis-à-vis the ECB amounting to around 750 billion euro. Since then, the balances decreased and currently amount to 570 billion Euro, which is still considerably higher than before the crisis.

Should the monetary union break apart or should individual members exit the currency union, the remaining creditor countries would face substantial losses; in this regard the Target-bal-

ances represent a risk for the stable countries within the monetary union. However, it is essentially the liquidity injections of the Eurosystem and the use of liquidity via the Target payment system that aim to prevent such a situation. The support of banks in the crisis countries through the liquidity provisions of the European Central Bank, the assistance being also reflected in the large Target imbalances, constitutes a cushion against adverse developments in capital and financial markets. The support in turn provides the time necessary to implement structural reforms as well as fiscal and bankregulatory measures. These political implications are further discussed in the second report of this DIW Wochenbericht.

JEL: E44, E58, F34, G01, G15

Keywords: Target 2, Central Bank Liquidity, Euro Area Crisis, Capital Flight



Dr. Claudia Lambert, Wissenschaftliche Mitarbeiterin der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin



Dr. Philipp König, Wissenschaftlicher Mitarbeiter der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin

SIEBEN FRAGEN AN CLAUDIA LAMBERT UND PHILIPP KÖNIG

»Ausgleich der Target-Salden erst nach Ende der Euro-Krise«

1. Target 2 ist das elektronische Zahlungssystem des Eurosystems. Was ist das grundlegende Prinzip von Target 2? Philipp König: Über Target 2 wickelt der Verbund der nationalen Zentralbanken und der EZB den Zahlungsverkehr innerhalb der Währungsunion ab. Dabei entsteht einer nationalen Zentralbank eine Target-Forderung, wenn den Banken in ihrem Land über das Zahlungssystem mehr Liquidität zufließt, als sie an das Ausland überweisen. Umgekehrt entsteht der nationalen Zentralbank eine Target-Verbindlichkeit, wenn den Banken in ihrem Land weniger Zentralbankliquidität zufließt, als sie an das Ausland überweisen.
2. Wie hoch sind die Target-Forderungen der Bundesbank gegen die Europäische Zentralbank? Philipp König: Aktuell betragen diese Forderungen rund 570 Milliarden Euro. Vor der Krise waren sie sehr moderat und schwankten häufig um null herum. Seit 2008 haben diese Forderungen im Verlauf der Krise stetig zugenommen und im Juli 2012 ihren Höhepunkt bei knapp 800 Milliarden Euro erreicht. Seitdem sind sie wieder gesunken.
3. Wie wirkt sich die Höhe dieser Target-Forderungen auf die deutschen Geschäftsbanken und deren Liquidität aus? Claudia Lambert: Wir schätzen, dass die deutschen Geschäftsbanken aktuell Überschussreserven von ungefähr 78 Milliarden Euro halten. Im Rahmen von Basel III wurden neue Regularien verabschiedet, die Banken dazu anhalten sollen, die kurz- und langfristige Liquidität sicherzustellen. Diese Überschussreserven helfen dabei.
4. Welche Risiken sind damit verbunden? Philipp König: Zunächst bestehen keine direkten Risiken aus der Haltung von Überschussreserven. Da jedoch Überschussreserven praktisch nicht verzinst werden, ist es für die Banken nicht profitabel, sie zu halten. Die Banken werden versuchen, diese Überschussreserven besser anzulegen, was dann dazu führen kann, dass es zu Preisauftrieben für Vermögenswerte kommt. Das könnte zu einer Vermögenspreis-inflation führen. Aktuell sehen wir das aber nicht.

5. Wie hoch sind die aktuellen Target-Verbindlichkeiten der europäischen Krisenländer? Philipp König: Die aktuellen Target-Verbindlichkeiten der europäischen Krisenländer betragen für Italien rund 220 Milliarden Euro, für Griechenland rund 58 Milliarden, für Irland rund 56 Milliarden, für Portugal um die 60 Milliarden und für Spanien rund 280 Milliarden Euro.

6. Wie groß sind die Chancen, dass diese Target-Salden wieder ausgeglichen werden?
Philipp König: In dem Moment, in dem die Krise durch strukturelle Maßnahmen in den Krisenländern überwunden wird und die EZB wieder zurückkehrt zu dem Modus der Liquiditätsbereitstellung, den sie vor der Krise angewendet hat, werden sich auch die Target-Salden wieder reduzieren. Es kann aber durchaus sein, dass weiterhin Target-Salden bestehen bleiben. Ursächlich ist dafür insbesondere eine strukturelle Veränderung innerhalb der Liquiditätsnachfrage und des Liquiditätsdefizits im Euroraum.

Claudia Lambert: Ausschlaggebend für die Rückführung der Target-Salden ist auch, dass Banken sich wieder wechselseitig vertrauen und der Interbankenmarkt wieder aktiv ist. Das würde helfen, diese Salden auszugleichen.

7. Was passiert, wenn ein Krisenland aus der EWU ausscheidet? Claudia Lambert: Die Target-Salden beziehungsweise die Forderungen würden zu Fremdwährungskrediten werden, sodass eine Verbindlichkeit in einer anderen Währung abgewickelt werden müsste. Zum heutigen Zeitpunkt ist es aber nicht vollständig abzuschätzen, welche institutionellen Prozesse in Aktion treten würden. Es ist zu vermuten, dass ein Teil der Forderungen, die beispielsweise Deutschland jetzt hat, auch dann noch zu recovern wären. Es wäre also nicht so, dass alles ausfallen würde. Noch kann man nicht einschätzen, wie hoch der Wiederbeschaffungswert dieser Forderungen ist, aber sie würden in einer anderen Währung bestehen bleiben.

Das Gespräch führte Erich Wittenberg.



Das vollständige Interview zum Anhören finden Sie auf www.diw.de/interview

Target-Salden – ein Anker der Stabilität

Von Marcel Fratzscher, Philipp König und Claudia Lambert

Die Debatte über Target 2 – das Zahlungsverkehrssystem des Europäischen Systems der Zentralbanken – hat in den vergangenen Jahren zu kontroversen Diskussionen in Deutschland geführt. Die vorliegende Studie des DIW Berlin kommt zu dem Ergebnis, dass die in diesem Zusammenhang vielfach geäußerten Ängste vor den Risiken für Deutschland größtenteils unbegründet sind. Demzufolge ist Deutschland nicht – wie vielfach behauptet – Geschädigter des Target-Systems, sondern einer seiner Nutznießer. Vor allem die Tatsache, dass im Zuge der Krise im Euroraum mittels Target 2 finanzielle Risiken problemlos reduziert werden konnten, kam sowohl dem deutschen Staat als auch Privatanlegern zu Gute. Seit Ausbruch der Krise haben deutsche Investoren knapp 400 Milliarden Euro aus den Krisenländern abgezogen; weiterhin halten sie dort noch rund 740 Milliarden Euro an Vermögenswerten.

Target 2 (T2) ist das Zahlungsverkehrssystem des Eurosystems, der Europäischen Zentralbank (EZB) und der nationalen Zentralbanken der Euroländer. Zahlungen über T2 werden in Zentralbankgeld (synonym Zentralbankliquidität) abgewickelt. Die Konten der am Zahlungsverkehr teilnehmenden Finanzinstitute werden bei der jeweiligen nationalen Zentralbank des Landes gehalten, in dem diese Banken zugelassen sind.¹ Diese verbucht eine T2-Forderung in ihrer Bilanz, wenn eine Geschäftsbank in Euro denominierte Zahlungen aus dem europäischen Ausland empfängt. Der Zentralbank des Heimatlandes jener Geschäftsbank, die eine Überweisung in das Ausland tätigt, entsteht umgekehrt eine T2-Verbindlichkeit. Am Tagesende werden sämtliche derart entstandenen Forderungen und Verbindlichkeiten zu einer einzigen Position gegenüber der EZB saldiert, die somit als zentrale Abwicklungsstelle fungiert.

Handelt es sich bei der schließlich verbuchten T2-Position um eine Forderung gegenüber der EZB, so ist den Banken eines Landes mehr Zentralbankgeld aus dem Ausland zugeflossen, als sie dorthin überwiesen haben. Im Falle einer Verbindlichkeit gegenüber der EZB haben die Banken mehr Zentralbankgeld an das Ausland überwiesen, als sie von dort empfangen haben.

Was passiert, wenn ein Land die Währungsunion verlässt?

T2-Positionen sind ein Spiegelbild der grenzüberschreitenden Nutzung von zuvor bei der Zentralbank geliegener Liquidität; sie sind daher zunächst nicht mit einem zusätzlichen Risiko behaftet, das über jenes der Bereitstellung von Zentralbankliquidität hinausgeht.²

Im Fall des Austritts eines Mitgliedslandes, dessen nationale Zentralbank per Saldo T2-Verbindlichkeiten auf-

¹ Der Einfachheit halber werden die Finanzinstitute, die am Target-Zahlungsverkehr teilnehmen, im folgenden Text als Banken bezeichnet.

² Siehe auch den ersten Artikel in diesem Wochenbericht.

weist, besteht allerdings die Möglichkeit eines Verlusts der entsprechenden T2-Forderungen aufseiten aller übrigen Mitglieder des Eurosystems.

Im austretenden Land erlischt das Recht der entsprechenden nationalen Notenbank, Euro-Zentralbankgeld zu emittieren. Allerdings erlöschen nicht die zuvor von ihr eingegangenen, in Euro denominierten, Verbindlichkeiten gegenüber der EZB. Damit werden die T2-Verbindlichkeiten im Falle eines Austritts zu Fremdwährungsschulden des betreffenden Staates gegenüber dem verbleibenden Teil des Eurosystems, die unter Umständen nicht mehr vollständig bedient werden können.

Die entstehenden Verluste würde das Eurosystem entsprechend des (dann neu zu berechnenden) Kapitalschlüssels³ der EZB auf die verbleibenden nationalen Zentralbanken aufteilen.

Die Bundesbank beziehungsweise die Bundesrepublik Deutschland müssten im Fall eines Austritts und einer vollständigen Abschreibung sämtlicher Forderungen also mindestens 27 Prozent (aktueller Kapitalanteil) der entsprechenden Verluste tragen. In Bezug auf Griechenland wären das nach derzeitigem Stand 14,5 Milliarden Euro (nur T2-Position).⁴

Bis zum heutigen Zeitpunkt ist völlig ungeklärt, wie der Austritt eines Mitgliedslandes zu gestalten und wie hoch der Wiederbeschaffungswert einzelner Forderungen im Ernstfall wäre. Die Kosten eines Austritts sind deswegen schwer abzuschätzen. Allerdings ist die häufig gemachte Annahme eines Totalausfalls etwaiger Forderungen – angesichts der historischen Erfahrungen bei der Abwicklung von Staatsschuldenkrisen – wenig plausibel.⁵

Das Zahlungsverkehrssystem Target 2 ...

Im Rahmen der Krise im Euroraum erlangte die Debatte um die Target-Positionen unerwartete Prominenz und wurde in den vergangenen Jahren ein Thema, das nicht nur die Fachwelt, sondern auch eine breitere Öffentlichkeit beschäftigte. Dabei sind vor allem vermeintliche Risiken diskutiert, wichtige Aspekte aber außer Acht gelassen worden.

³ Der Kapitalschlüssel beziffert den Anteil des Eigenkapitals, der von den jeweiligen Mitgliedsländern bei Gründung der EZB eingezahlt wurde.

⁴ Würde es sogar zu einem Zusammenbruch der gesamten Währungsunion kommen, dann hätte die Bundesbank weiterhin in Euro denominierte Forderungen gegenüber der EZB, die allerdings als Institution nicht mehr bestehen würde. In der Folge würden sich dann die Länder mit Nettoforderungen gegenüber der EZB wohl deren Liquidationswert teilen, der allerdings zur Deckung sämtlicher Nettoforderungen nicht ausreichen würde.

⁵ Siehe Sturzenegger, F., Zettelmeyer, J. (2006): Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises. Cambridge Massachusetts.

... hat es deutschen Anlegern erleichtert, Risiken gegenüber den Krisenländern abzubauen

Deutsche Banken und Anleger haben ihre Forderungen gegenüber Griechenland, Italien, Irland, Portugal, Spanien und Zypern seit dem Jahr 2007 um rund 400 Milliarden Euro reduziert (Tabellen 1 bis 3).⁶ Seit 2007 haben deutsche Banken rund 360 Milliarden Euro, insbesondere Bankdarlehen, aus dem gesamten Euroraum abgezogen, darunter allein 312 Milliarden Euro aus den Krisenländern. Deutsche Anleger reduzierten ferner ihre Wertpapierhaltung gegenüber den sechs Krisenländern um rund 90 Milliarden Euro. Die verbliebenen deutschen Auslandsinvestitionen liegen jedoch um ein Vielfaches höher – diese entsprechen rund 2,4 Billionen Euro im Euroraum, außerdem zusätzlich rund 2,4 Billionen Euro im Rest der Welt. In der Summe beläuft sich das gesamte deutsche Auslandsvermögen auf fast das Doppelte der jährlichen Wirtschaftsleistung Deutschlands im Jahr 2012.

Aus den vorliegenden Daten lassen sich vier wichtige Schlussfolgerungen ableiten:

- Deutsche Anleger haben in praktisch allen Regionen der Welt ihre Investitionen reduziert; insbesondere waren davon Bankkredite betroffen, während Portfolioinvestitionen vor allem in den Krisenländern zurückgingen. Ein wesentlicher Teil des vor der Krise in diese Länder geflossenen Kapitals wurde von dort wieder zurückgeholt.
- Nicht nur haben deutsche Anleger Kapital nach Deutschland zurückgebracht, gleichzeitig haben auch ausländische Anleger ihre Investitionen in Deutschland deutlich reduziert. Dies ist das Spiegelbild einer zunehmenden Fragmentierung der Finanz- und Kapitalmärkte im Euroraum.
- Das Volumen dieser Kapitalflüsse ist beachtlich. Die Kapitalrückflüsse in Höhe von rund 400 Milliarden Euro aus dem übrigen Euroraum nach Deutschland entsprechen immerhin rund 15 Prozent der deutschen Wirtschaftsleistung des Jahres 2012. Eine noch schwerwiegendere Krise im Euroraum wäre daher mit potenziell hohen Kosten für deutsche Anleger verbunden, sollte es in diesem Fall zu Konkursen der Kreditnehmer kommen, oder die Möglichkeit des Zugriffs auf die Vermögenswerte beschränkt werden.
- Deutschland würde nicht nur diese Verluste zu schultern haben, sondern auch seine Exporte wären von einer Verschlimmerung der Krise stark betroffen. Zwischen 2009 und 2012 exportierte Deutschland

⁶ Zu diesem Schluß kommen auch Sinn, H.-W., Wollmershäuser, T. (2012): Target-Salden und die deutsche Kapitalbilanz im Zeichen der europäischen Schuldenkrise. Kredit und Kapital, 45 (4), 465-487.

Tabelle 1

Andere Kapitalanlagen aus und in Deutschland

In Milliarden Euro

	Forderungen			Verbindlichkeiten			Netto-Forderungen		
	2008	2013	Veränderung	2008	2013	Veränderung	2008	2013	Veränderung
Euroraum	1 125,76	764,96	-360,79	788,86	572,06	-216,79	336,90	192,90	-144,00
GIIPSZ	590,48	277,84	-312,64	346,75	226,65	-120,10	243,73	51,19	-192,53
Nicht-GIIPSZ	535,28	487,12	-48,16	442,11	345,42	-96,69	93,17	141,71	48,53
EU	1 759,14	1 189,73	-569,41	970,46	787,38	-183,08	788,68	402,36	-386,32
Nicht-Euroraum	633,38	424,77	-208,61	181,60	215,31	33,71	451,78	209,46	-242,32
Welt	2 823,90	2 008,69	-815,21	1 281,20	1 153,12	-128,08	1 542,70	855,57	-687,13

Quellen: BIS Consolidated Banking Statistics; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2013

Deutsche Anleger haben ihre Forderungen gegenüber den Krisenländern deutlich reduziert.

Tabelle 2

Wertpapiieranlagen aus und in Deutschland

In Milliarden Euro

	Forderungen			Verbindlichkeiten			Netto-Forderungen		
	2007	2011	Veränderung	2007	2011	Veränderung	2007	2011	Veränderung
Euroraum	1 207	1 222	15	1 052	973	-79	156	249	94
GIIPSZ	474	385	-89	261	221	-40	213	164	-48
Nicht-GIIPSZ	734	837	103	791	752	-39	-57	85	142
EU	1 407	1 459	52	1 239	1 167	-73	168	292	124
Nicht-Euroraum	200	237	37	188	194	6	12	43	30
Welt	1 783	1 840	57	2 193	2 179	-14	-410	-339	71

Quellen: IWF; CPIS; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2013

Deutsche Investoren reduzierten ihre Wertpapiieranlagen in den Krisenländern; gleichzeitig senkten auch Anleger aus den Krisenländern ihre Investitionen in Deutschland.

Tabelle 3

Direktinvestitionen aus und in Deutschland

In Milliarden Euro

	Forderungen			Verbindlichkeiten			Netto-Forderungen		
	2009	2011	Veränderung	2009	2011	Veränderung	2009	2011	Veränderung
Euroraum	327	385	59	402	437	35	-75	-51	24
GIIPSC	70	72	2	54	54	0	16	18	2
Nicht-GIIPSC	257	314	57	348	383	35	-91	-69	22
EU	483	556	73	471	522	52	12	33	21
Nicht-Euroraum	156	171	15	69	86	17	87	85	-2
Welt	778	932	154	638	707	70	140	225	84

Quellen: IWF; CDIS; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2013

Deutsche Direktinvestitionen in den Krisenländern blieben moderat und änderten sich wenig; Direktinvestitionen aus den Krisenländern blieben konstant.

Tabelle 4

Kumulierte Handelsströme Deutschlands zwischen 2009 und 2012

In Milliarden Euro

	Exporte	Importe	Handelsüberschuss
Euroraum	1 560	1 462	97
GIIPSZ	428	314	114
Nicht-GIIPSZ	1 132	1 149	-16
EU	2 320	2 076	244
Nicht-Euroraum	760	613	147
Welt	3 728	3 231	498

Quellen: IWF, Direction of Trade Statistics; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2013

Deutschland exportiert mehr Waren in die Krisenländer als es von dort importiert.

alleine in die Krisenländer des Euroraums Güter im Wert von rund 428 Milliarden Euro (Tabelle 4).

Dass deutsche Anleger ihre Investitionen in großem Umfang ohne noch gravierendere Verwerfungen an den Finanzmärkten aus diesen Ländern abziehen konnten, ist vor allem begründet in der Bereitstellung unbeschränkter Liquidität im Rahmen des Vollzuteilungsverfahrens des Eurosystems und im reibungslos funktionierenden Zahlungssystem Target2. So wurden umfangreiche Notverkäufe von Vermögenswerten unterhalb ihres Fundamentalwerts in den Krisenländern verhindert. Gleichzeitig stärkten die Liquiditätshilfen die Finanzstabilität in Deutschland: Ohne sie und das T2-Zahlungssystem wäre ein Teil der Forderungen unmittelbar ausgefallen. Deutsche Anleger hätten im Fall eines Konkurses ausländischer Kreditnehmer massive Abschreibungen vornehmen müssen; dies wiederum hätte unter anderem die Eigenkapitaldecke⁷ deutscher Banken reduziert und etwaige staatliche Rettungsmaßnahmen notwendig gemacht.

... beeinträchtigt nicht die Kreditvergabe an Privathaushalte und Unternehmen in Deutschland

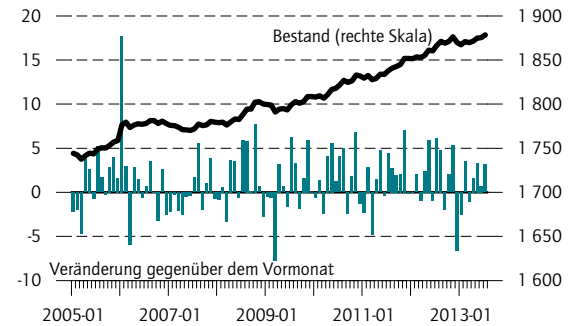
Durch die Zahlungsflüsse aus dem Ausland konnten deutsche Banken im Zuge der Krise ihre Nutzung geld-

⁷ Gemessen am – für die Bankenregulierung unter anderem relevanten – Tier1 Capital betrug die Eigenkapitalquote deutscher Banken im Jahr 2012 11,9 Prozent, gemessen am Verhältnis von *tangible equity* zu *tangible assets* dagegen nur 2,2 Prozent, siehe IMF (2012): Global Financial Stability Report. Oktober 2012, International Monetary Fund.

Abbildung 1

Langfristige Kredite deutscher Geschäftsbanken an deutsche Unternehmen und private Haushalte

In Milliarden Euro



Quelle: Bundesbank.

© DIW Berlin 2013

Die langfristige Kreditvergabe an den privaten Sektor in Deutschland stieg auch während der Krise weiter an.

politischer Refinanzierungsgeschäfte reduzieren. Die Bundesbank verzeichnete daher eine Abnahme ihrer Forderungen gegenüber deutschen Banken aus geldpolitischen Geschäften. Gleichzeitig verbuchte sie zusätzliche T2-Forderungen gegenüber der EZB, die aus den Zahlungszuflüssen nach Deutschland resultierten. Dieser Umstand hat die Befürchtung ausgelöst, der deutschen Wirtschaft könnten Kredite entzogen werden. Denn: T2-Forderungen gegenüber der EZB wurden als Kredit an das Ausland interpretiert, der in Deutschland nicht mehr zur Verfügung steht.⁸

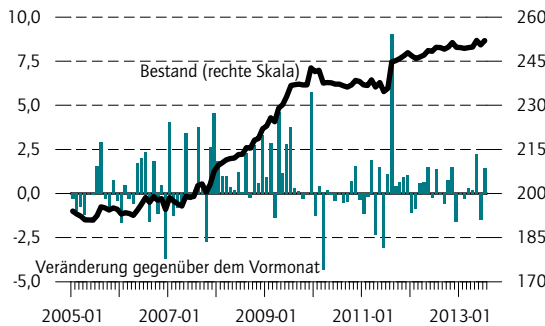
Die Befürchtung lässt sich auf Basis der vorhandenen Daten jedoch nicht belegen, da das Volumen entgegenger beziehungsweise nicht vergebener Kredite nicht beobachtbar ist; ein entsprechender empirisch überprüf-

⁸ So zum Beispiel Sinn, H.-W., Wollmershäuser, T. (2011): Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB. ifo Working Paper, Nr. 105, 24. Juni 2011: „Indem die Bundesbank den Kredit nicht über eine deutsche Geschäftsbank an ein deutsches Transportunternehmen vergibt, sondern über das europäische Zentralbanksystem und eine griechische Geschäftsbank an ein griechisches Unternehmen, wird der Lkw an das griechische statt an das deutsche Transportunternehmen geliefert. Für die Beschäftigung beim Lkw-Produzenten kommt beides auf dasselbe hinaus, und auch die Menge des Geldes, die nach dem Geschäft in Deutschland zirkuliert, ist dieselbe. Der Unterschied ist nur, dass der Lkw nun in Griechenland, statt in Deutschland seine Runden dreht.“ 29. Hier muss angemerkt werden, dass Sinn und Wollmershäuser diesen Punkt in späteren Versionen dieses Artikels ohne Angabe von Gründen nicht wieder aufgreifen, sondern den Ausdruck *crowding out of refinancing credit* dort nur noch im Zusammenhang mit der oben bereits geschilderten Tatsache verwenden, nach der die Liquiditätszuflüsse über das T2-System an Banken in Nicht-Krisenländern dazu führen, dass diese auch ohne Inanspruchnahme der Zentralbankfazilitäten ihren Liquiditätsbedarf decken können. Eine ausführliche Darstellung dieses Sachverhalts und der zugrundeliegenden Bilanzmechanik findet sich bereits in Bindseil, U., König, P. (2011).

Abbildung 2

Mittelfristige Kredite deutscher Geschäftsbanken an deutsche Unternehmen und private Haushalte

In Milliarden Euro



Quelle: Bundesbank.

© DIW Berlin 2013

Die mittelfristige Kreditvergabe an den privaten Sektor in Deutschland stieg auch während der Krise weiter an.

barer Zusammenhang ist aktuell also weder nachzuweisen noch zu widerlegen.⁹

Die Bundesbankstatistik zur Entwicklung der Kreditvergabe an Unternehmen und Haushalte durch deutsche Banken verzeichnet allerdings keinen generellen Rückgang (Abbildungen 1 bis 3). Danach ist der Kreditbestand im deutschen Privatsektor nach Ausbruch der Krise bis zum gegenwärtigen Zeitpunkt sogar gestiegen. Lediglich die kurzfristige Kreditvergabe ging in den Jahren 2009 bis 2011 zurück, hat seitdem aber wieder zugenommen und bewegt sich seit Ende 2011 seitwärts.

Darüber hinaus besteht auch aus ökonomischen Gründen kein Anlass zur Sorge, dass höhere T2-Forderungen die Kreditvergabe in Deutschland reduzieren könnten, da die Kreditvergabe einer Geschäftsbank nicht durch die Zentralbank, sondern in erster Linie durch die Geschäftsbank selbst gesteuert wird. Entscheidende Parameter sind hierbei unter anderem die Bonität des jeweiligen Kreditnehmers, das interne Risikomanagement der Geschäftsbank, regulatorische Rahmenbedingungen und die gesamtwirtschaftliche Lage.¹⁰

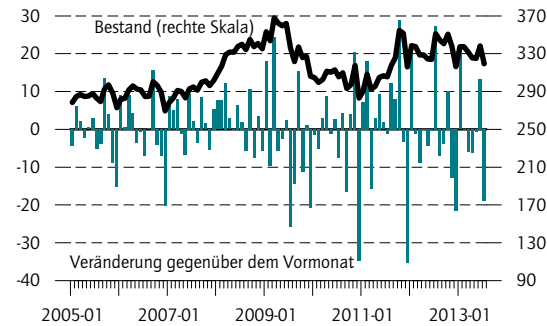
⁹ Siehe auch Bindseil, U., König, P., Cour-Thimann, P. (2012): Target2 and Cross-border Interbank Payments during the Financial Crisis. In: Sinn, H.-W. (Hrsg.) (2012): The European Balance of Payments Crisis. CESifo Forum, Volume 13.

¹⁰ Siehe zum Beispiel Freixas, X., Rochet, J.C. (2008): The Microeconomics of Banking. Cambridge Massachusetts; Tobin, J. (1963): Commercial Banks as Creators of Money. In: Carson, D. (Hrsg.) (1963): Banking and Monetary Studies. Homewood, Illinois, 408-419; Goodhart, C.A.E. (2010): Money, Credit, and Bank Behavior: Need For A New Approach. National Institute Economic Review, 214, F73 - F82.

Abbildung 3

Kurzfristige Kredite deutscher Geschäftsbanken an deutsche Unternehmen und private Haushalte

In Milliarden Euro



Quelle: Bundesbank.

© DIW Berlin 2013

Kurzfristige Kredite nahmen zwischen 2009 und 2010 ab, stiegen danach jedoch wieder und bewegen sich nun weitgehend seitwärts.

Zwar müssen Geschäftsbanken ein Mindestmaß an Liquidität bei der Zentralbank halten; zum einen, um geschäftsfähig zu sein, finanzielle Transaktionen abwickeln und ihre Liquidität managen zu können; zum anderen, um Mindestreserveanforderungen zu erfüllen. Liquiditätszuflüsse aus dem Ausland beeinflussen diesen Mechanismus jedoch nicht negativ. Ein Zufluss an Liquidität aus den Krisenländern nach Deutschland erhöht unter unveränderten Bedingungen vielmehr die Fähigkeit deutscher Banken, auch ohne zusätzliche Zentralbankkredite geschäftsfähig zu bleiben.

... und die Bereitstellung von Liquidität durch das Eurosystem wirken stabilisierend

Nach Ansicht einiger Kritiker des T2-Systems verhindert dieses notwendige wirtschaftliche Anpassungen wie die Reduzierung von Leistungsbilanzdefiziten.

Für eine Volkswirtschaft mit einer eigenständigen Geld- und Währungspolitik ist eine schnell wirksame Möglichkeit zur teilweisen Anpassung an eine Kapitalflucht die Abwertung der eigenen Währung, wodurch sich die internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit verbessern und das Leistungsbilanzdefizit reduzieren würde.

Innerhalb einer Währungsunion ist der Wechselkursmechanismus allerdings ausgeschaltet, so dass die entsprechende Anpassung auf anderem Wege, insbesondere durch wirtschaftspolitische Reformen und eine Senkung der Preise handelbarer (transportierbarer) Güter und Dienstleistungen erfolgen muss. Allerdings benötigen die notwendigen Reformmaßnahmen von der Beschlussfassung über die Implementierung bis hin zur Entfaltung viel Zeit.

Die Liquiditätshilfen der EZB und die Möglichkeit, diese Liquidität über das T2-System problemlos innerhalb des Euroraums zu nutzen, haben geholfen, die Kapitalflucht aus den Krisenländern zu bewältigen und erleichterten so die Anpassung der Leistungsbilanzen in den Krisenländern. Zwar konnten Konsequenzen wie Überschuldungen im Unternehmens- und Bankensektor, Arbeitslosigkeit und ein massiver Einbruch der Produktionstätigkeit nicht verhindert, aber immerhin abgefedert werden. Die Anpassung konnte insgesamt nach und nach durchgeführt werden und musste nicht abrupt erfolgen.

Die Konsequenzen der alternativen Vorgehensweise – keine Liquiditätsbereitstellung mit der Folge einer schlagartig erzwungenen Anpassung – wären hingegen fatal gewesen, sowohl für die Krisenländer selbst als auch für die Eurozone als Ganzes. Das Resultat wäre ein ungleich stärkerer Einbruch der Importe in den Krisenländern gewesen, der Deutschland als Exportnation stark getroffen hätte (Tabelle 4). Die Vermögen in den Krisenländern wären massiv entwertet worden, mit der Folge hoher privater und unternehmerischer Überschuldung. Dies hätte zu Konkursen und Kreditausfällen geführt, die sich in letzter Konsequenz auch auf die anderen Euroländer und Deutschland ausgewirkt hätten. Das Risiko, dass sich die Krise auf andere, gesunde Länder des Euroraums übertragen hätte, wäre beträchtlich gewesen. Ohne die Bereitstellung zusätzlicher Liquidität wären vermutlich viele Banken und damit auch Volkswirtschaften ins Schlingern gekommen und letztlich wahrscheinlich auf eine Insolvenz zugesteuert – nicht deshalb, weil Volkswirtschaften tatsächlich insolvent gewesen wären, sondern schlicht, weil Marktteilnehmer mangels Liquidität handlungsunfähig geworden wären.

In diesem Zusammenhang ist die Frage zu klären, wie das Risiko eines Zahlungsausfalls von Staaten und Banken mit den jeweiligen T2-Positionen zusammenhängt. Zum einen ließe sich argumentieren, dass die Märkte aus der Tatsache einer hohen T2-Position den fehlenden Willen eines maroden Staates oder einer Bank ableiten könnten, sich zu reformieren. In diesem Fall würde eine Verschlechterung der T2-Position zu einem höheren Ausfallrisiko führen. Zum anderen ist es möglich, dass die Kausalität anders herum verläuft. Dann würde ein höheres Ausfallrisiko zu verstärkter Kapitalflucht in das Ausland und damit höheren T2-Verbindlichkeiten führen.

Tatsächlich besteht nur für Spanien, Italien und Irland eine signifikante Korrelation zwischen Änderungen der CDS-Prämien (Credit Default Swaps), als Maß für das Ausfallrisiko für Staaten und Banken, und Änderungen der T2-Positionen (Tabelle 5). Dies sagt jedoch noch nichts über die tatsächliche kausale Richtung die-

Tabelle 5

Korrelation zwischen Änderungen der Target-Position und dem Ausfallrisiko¹

	Target
Deutschland	
CDS Staat	0,0053
CDS Bank	0,2115
Spanien	
CDS Staat	-0,2824*
CDS Bank	-0,3827***
Italien	
CDS Staat	-0,3556**
CDS Bank	-0,4142***
Griechenland	
CDS Staat	-0,0440
CDS Bank	-0,2675*
Irland	
CDS Staat	-0,3775**
CDS Bank	-0,3131**
Portugal	
CDS Staat	0,2254
CDS Bank	0,0887

¹ Berechnung für den Zeitraum nach 2009 aus monatlichen Daten; positive Target-Position = Forderung, negative Target-Position = Verbindlichkeit; Signifikanzniveaus: *** 1 Prozent, ** 5 Prozent, * 10 Prozent.

Quellen: Reuters; Credit Market Analysis (CMA); Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2013

Für viele Länder besteht ein Zusammenhang zwischen Änderungen der Target-Positionen und der CDS-Prämien.

ses Zusammenhangs aus. Ein gängiger Kausalitätstest (Granger-Kausalität) zeigt für Irland und Spanien, dass eine höhere Ausfallwahrscheinlichkeit des Staates zu höheren T2-Positionen führt; umgekehrt hat eine höhere T2-Position allerdings kein höheres Ausfallrisiko zur Folge. Dagegen liegt für die verbleibenden Krisenländer und Deutschland kein signifikanter kausaler Zusammenhang vor (Tabelle 6).

Dieses Ergebnis zeigt, dass eine erhöhte Insolvenzwahrscheinlichkeit zu Kapitalabflüssen ins Ausland führte und somit die Liquiditätssituation dieser Länder verschärfte. Dabei ist nicht gesagt, dass diese Länder tatsächlich insolvent waren. Vielmehr zeigt dies, dass der Aufbau der T2-Positionen eine Folge der düsteren wirtschaftlichen Lage in diesen Ländern war, diese aber nicht weiter verschärfte.

... ist kein fiskalisches Bailout-Programm

Im Zuge der T2-Debatte kam die Frage auf, ob es sich bei den Target-Positionen um Refinanzierungskredit an Staaten und damit um monetäre Staatsfinanzie-

Tabelle 6

Zusammenhang zwischen Target-Positionen und Ausfallwahrscheinlichkeiten

Granger-Kausalitätstest

	CDS Staat	CDS Bank	Target
Deutschland			
CDS Staat Granger-kausal für			-
CDS Bank Granger-kausal für			-
Target Granger-kausal für	-	-	
Spanien			
CDS Staat Granger-kausal für			+
CDS Bank Granger-kausal für			-
Target Granger-kausal für	-	-	
Italien			
CDS Staat Granger-kausal für			-
CDS Bank Granger-kausal für			-
Target Granger-kausal für	-	-	
Griechenland			
CDS Staat Granger-kausal für			-
CDS Bank Granger-kausal für			-
Target Granger-kausal für	-	-	
Irland			
CDS Staat Granger-kausal für			+
CDS Bank Granger-kausal für			-
Target Granger-kausal für	-	-	
Portugal			
CDS Staat Granger-kausal für			-
CDS Bank Granger-kausal für			-
Target Granger-kausal für	-	-	

Quellen: Reuters; Credit Market Analysis (CMA); Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2013

Für die meisten Länder besteht kein Granger-kausaler Zusammenhang zwischen Änderungen der Target-Positionen und denen der CDS-Prämien.

Handelt.¹¹ Richtig ist, dass durch die stabilisierenden Wirkungen des Target-Mechanismus Regierungen eine notwendige fiskalische Konsolidierung verzögern können. Dies mag einerseits zu einem geringen Vertrauen der Finanzmärkte beitragen, andererseits wird durch die mittels des Target-Systems bereitgestellte Liquidität eine noch tiefere Rezession und letztlich der Kollaps einheimischer Märkte verhindert.

Übersehen werden darf dabei auch nicht, dass der Aufbau von T2-Positionen (bei gleichzeitiger Nutzung des Vollzuteilungsverfahrens) zunächst rein mechanischer Natur ist. Vermehren sich beispielsweise in Krisenzeiten die Kapitalflüsse von Krisenländern in stabilere Staaten der Währungsunion, kommt es per Definition zu einem Aufbau von T2-Verbindlichkeiten in den Krisen-

ländern und von T2-Forderungen in stabileren Ländern. Das Eurosystem erfüllt durch die Bereitstellung eines funktionierenden Zahlungssystems schlicht seine Aufgabe, wie sie im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) festgehalten ist.

Reduzierung der Risiken aus Target-Positionen ...

Ein Vorschlag zur Deckelung der Risiken im Target-System ist die Einführung einer expliziten Obergrenze für T2-Positionen.¹² Problematisch dabei ist, dass eine solche Grenze die Währungsunion destabilisieren und das Risiko eines Austritts erhöhen würde: Zum einen würden kostspielige Umgehungsmaßnahmen ausgelöst werden, indem bisher unbar abgewickelte grenzüberschreitende Transaktionen fortan teilweise in bar getätigt würden. Zum anderen drohten spekulative Attacken und die Rückkehr von Krisen durch selbsterfüllende Prophezeiungen, die – man denke nur an die Krise des Europäischen Wechselkursmechanismus in den 90er Jahren – das Risiko eines Austritts aus der Währungsunion und somit den Umstand, Verluste aus T2-Forderungen zu erleiden, erst herbeiführen würden.

... durch die amerikanische Lösung?

In der jüngeren Vergangenheit wurde vorgeschlagen, das sogenannte amerikanische System auf die Währungsunion anzuwenden.¹³ Auch innerhalb dieses Notenbanksystems existieren den T2-Positionen ähnliche Verrechnungspositionen (sogenannte ISA-Positionen) auf den Bilanzen der einzelnen Distrikt-Reservebanken, die aus der Abwicklung des unbaren Zahlungsverkehrs zwischen den Reserve-Distrikten entstehen. Diese Positionen werden jährlich teilweise ausgeglichen, wobei Distrikt-Notenbanken mit ISA-Forderungen einen zusätzlichen Anteil am Wertpapierportfolio des Notenbanksystems erhalten, während der Anteil von Distrikt-Notenbanken mit Verbindlichkeiten reduziert wird. Diese Abwicklung wird zuweilen als eine harte Budgetbeschränkung der jeweiligen Distrikte interpretiert, so dass ihre Einführung im Euroraum den Weg zu einem System „fairen, freien Austauschs“ mit „Budgetbeschränkungen, die die wirkliche Knappheit der Ressourcen widerspiegeln“, ebnet könnten.¹⁴

¹² Sinn, H.-W. (2011): The ECB's Secret Bailout, Blogbeitrag auf Project Syndicate, 29.4.2011.

¹³ Siehe Sinn, H.-W. (2012): Die Target-Falle: Gefahren für unser Geld und unsere Kinder. München.

¹⁴ Sinn, H.-W. (2013): Die Target-Verluste im Fall des Auseinanderbrechens des Euro – Eine Replik auf DeGrauwe und Ji. ifo Schnelldienst 66 (01), 23.

¹¹ Sinn, H.-W., Wollmershäuser, T. (2011), a.a.O., 33.

Die Auffassung, das jährliche Ausgleichsverfahren in den USA würde einer Budgetbeschränkung gleichkommen, ist jedoch zweifelhaft: Der jährliche Ausgleich stammt historisch aus der Zeit des Goldstandards und findet statt, um das Verhältnis von Banknoten zu Goldzertifikaten auf den Bilanzen der Distrikt-Notenbanken anzugleichen. Dabei wird die durchschnittliche ISA-Position des Vorjahres ausgeglichen, indem Anteile der Distrikt-Notenbanken am Wertpapierportfolio des Notenbanksystems angepasst werden. Es handelt sich dabei um einen reinen Buchungsvorgang.¹⁵ Die Distrikt-Notenbank erhält keinen Vermögenswert, den sie nach eigenem Belieben veräußern kann. Das Wertpapierportfolio wird zentral durch einen von der New Yorker Distrikt-Notenbank gestellten Manager verwaltet, nicht dezentral bei den einzelnen Distrikt-Notenbanken.¹⁶

Die Umschichtung des Portfolios im Rahmen des Ausgleichs führt lediglich zu einer Umschichtung der Gewinne aus dem Portfolio. Dies hat in den USA keinerlei Auswirkungen, da der größte Teil der Notenbankgewinne ohnehin an das US-Finanzministerium abgeführt wird.¹⁷

Ferner ist zu beachten, dass es keine expliziten Regeln der Federal Reserve gibt, wie mit dem Fall, dass eine Distrikt-Notenbank nicht mehr über hinreichend Anteile am Portfolio verfügt, um ihre durchschnittliche Position auszugleichen, zu verfahren wäre.¹⁸ Würde das amerikanische Ausgleichsverfahren eine bindende Restriktion induzieren, dann müsste es ebenfalls eine Konsequenz spezifizieren, die bei einem Nichtausgleich eintreten würde. Es ist jedoch nicht plausibel anzunehmen, dass in einem solchen Fall die Zahlungsunfähigkeit eines Reserve-Distrikts festgestellt werden würde und keine weiteren Zahlungen aus diesem Distrikt abgewickelt werden könnten.

Die Einführung des amerikanischen Systems im Euroraum ist auch aufgrund des fehlenden Portfolios nicht einfach möglich. Das Federal Reserve System als Ganzes verfügt immer über ein hinreichend großes Portfolio an Sicherheiten für den Ausgleich, da die US-Notenbank ihre Geldpolitik durch endgültige Käufe von Wertpapieren implementiert. Im Gegensatz dazu führt das Eurosystem Kreditgeschäfte durch, so dass ein entsprechendes Portfolio gar nicht erst entstehen kann.

¹⁵ Klose, J., Weigert, B. (2012): Das Verrechnungssystem der Federal Reserve und seine Übertragbarkeit auf den Euroraum. Wirtschaftsdienst, 92 (4), 243-250.

¹⁶ Cour-Thimann, P. (2013): Target Balances and the Crisis in the Euro Area. Cesifo Forum, Nr. 14.

¹⁷ Der verbleibende Teil der Gewinne der Distrikt-Notenbanken wird an die sogenannten *Member Banks* abgeführt.

¹⁸ Siehe Financial Accounting Manual for Federal Reserve Banks, verfügbar unter www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/BSTfinaccountingmanual.pdf.

Zwar wird diesem Argument mit dem Vorschlag begegnet, ein neues nationales Wertpapier im Euroraum einzuführen, das zum Ausgleich der T2-Positionen verwendet werden kann.¹⁹ Unklar ist jedoch, wie die nationalen Zentralbanken die zum Ausgleich benötigten Papiere erhalten könnten. Ein Ankauf auf dem Primärmarkt von den jeweiligen Heimatregierungen könnte als monetäre Staatsfinanzierung interpretiert werden, die im Euroraum untersagt ist.²⁰ Darüber hinaus stellt dieses Ausgleichsverfahren eine direkte Abhängigkeit zwischen Banken- und Staatsschulden her. Ein Ansturm auf die Banken eines Landes würde unmittelbar auch die Staatsverschuldung erhöhen. Dies läuft aktuellen Bestrebungen zuwider, die ohnehin schon enge Verknüpfung zwischen Banken- und Staatsrisiken im Euroraum zu entkoppeln. Schließlich bleibt völlig offen, warum dieses neue Papier werthaltiger und mit geringerem Risiko verbunden sein sollte als andere Anleihen der jeweiligen Staaten.²¹

Die Einführung des amerikanischen Systems im Euroraum wäre also insgesamt problematisch und mit vielen Schwierigkeiten behaftet. Zudem induziert es, zumindest in den USA, keine harten Budgetbeschränkungen. Zwar mag die Einführung solcher Beschränkungen in der Eurozone unter Umständen sinnvoll sein. Sie jedoch über den Umweg jenes Zahlungssystems einzuführen, das die Währungsunion zusammenhält, würde nur zu ihrer Destabilisierung beitragen.

... durch die europäische Lösung!

Etwaige Verluste aus den Target-Positionen im Fall eines Austritts könnten gesenkt werden, indem die Geldpolitik zentral und nicht mehr von den jeweiligen nationalen Notenbanken implementiert wird.

Damit Zahlungen mittels T2 überhaupt durchgeführt werden können, muss eine Zentralbank dem Bankensektor im Rahmen ihrer geldpolitischen Geschäfte entsprechende Liquidität zur Verfügung stellen. Dabei schließt sie entsprechende Kreditverträge mit den Banken ihres Landes, die immer mit Sicherheiten hinterlegt sind; im Fall eines Zahlungsausfalls einer Bank kann die nationale Notenbank auf diese Sicherheiten zugreifen, um etwaige Verluste zu decken.

¹⁹ Siehe Sinn, H.-W. (2013), a. a. O.

²⁰ Siehe Art. 123 (1) des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union. Für eine detailliertere Diskussion, insbesondere der Problematik von Ankäufen auf dem Sekundärmarkt, siehe Burgold, S., Voll, P. (2012): Begrenzung von Target2 Risiken – ein kritischer Überblick. Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Sonderheft, 2012, Nr. 13, 103-121.

²¹ Klose, J., Weigert, B. (2012), a. a. O.

Was passiert im Fall eines Austritts, wenn das austretende Land T2-Verbindlichkeiten aufweist? Die bilanzielle Gegenposition zu den T2-Verbindlichkeiten sind auf der Aktivseite ausgewiesene Vermögenswerte (entweder Forderungen gegenüber Banken des Landes oder Wertpapiere, die von der nationalen Zentralbank erworben wurden). Diese Aktiva decken im Prinzip die T2-Positionen, nur hat das verbleibende Eurosystem nach dem Austritt eines Landes keinen Zugriff darauf, sondern besitzt nur die T2-Forderung gegenüber der nationalen Zentralbank. Würde die Geldpolitik vollständig zentralisiert werden, beispielsweise bei der EZB in Frankfurt, könnte diese stellvertretend für das gesamte Eurosystem in die Kreditverträge eintreten und die Zugriffsrechte auf die hinterlegten Sicherheiten erhalten.²² Im Austrittsfall bestünde dann eine Forderung des verbleibenden Eurosystems gegenüber den Banken (und nicht gegenüber einer nationalen Zentralbank, beziehungsweise einem Staat). Werden diese Banken zahlungsunfähig, könnte das verbleibende Eurosystem auf die hinterlegten Sicherheiten zugreifen, um etwaige Verluste zu decken.

Bei Einführung dieses Verfahrens würden gleichzeitig die T2-Positionen aus den Bilanzen verschwinden, da Zahlungen nur noch über eine Bilanz abgewickelt würden. Die Kapitalflüsse würden weiterbestehen und auch die Möglichkeit einer Kapitalflucht bliebe bestehen. Potentielle Verluste durch einen Austritt wären jedoch – zumindest teilweise – gedeckt.

Allerdings ist es möglich, dass die Sicherheiten im Austrittsfall und bei Einführung einer neuen Landeswährung ebenfalls redenominiert werden würden, so dass gegebenenfalls Forderungen nicht mehr vollständig gedeckt werden könnten.

Darüber hinaus müsste sichergestellt werden, dass sich ein Land bei seinem Austritt nicht die Verfügungsrechte über die Sicherheiten aneignen beziehungsweise das Eurosystem durch Erlass eines Gesetzes enteignen kann. Die genaue Ausgestaltung der europäischen Lösung bleibt daher eine Frage internationalen Rechts und kann an dieser Stelle nicht weiter diskutiert werden.

Diese beiden Einwände gelten allerdings gleichermaßen für die neu einzuführenden Ausgleichssicherheiten der oben diskutierten amerikanischen Lösung.

Fazit und Ausblick

Die aktuelle Ausgestaltung des Zahlungsverkehrs im Euroraum über das Target-System ist für die Stabilität

der Währungsunion in ihrer gegenwärtigen Situation alternativlos. Um das Eurosystem gegen Risiken aus dem Austritt einzelner Mitglieder in der Zukunft zu wappnen, bietet sich die „europäische Lösung“ einer stärkeren Zentralisierung der Geldpolitik an; sofern die vertragliche Ausgestaltung dieses Vorschlags etwaige Rechtsunsicherheiten minimieren kann. Die Einführung des „amerikanischen Systems“ und damit eines Ausgleichs über Vermögenswerte scheint dagegen, insbesondere aufgrund der dabei entstehenden engen Verknüpfung zwischen Banken- und Staatsrisiken, kein gangbarer Weg zu einer stabilen Währungsunion zu sein.

Zunehmende Ungleichgewichte in den T2-Positionen zwischen den Ländern sind zuletzt durch drei Mechanismen entstanden: die Kapitalflucht aus den Krisenländern – maßgeblich durch deutsche Investoren – die Inaktivität im Interbankenmarkt, über den sich Geschäftsbanken gegenseitig kaum noch Geld leihen, sowie die daraus resultierenden Liquiditätshilfen der EZB.

Der Aufbau von Überschussliquidität, die T2-Ungleichgewichte und die steigende Liquiditätsnachfrage von Banken aus den Krisenländern bei der Zentralbank sind Ausdruck der Krise und des veränderten Verhaltens der Marktteilnehmer. In dieser Situation ersetzt das Eurosystem den Interbankenmarkt, um liquiditätsinduzierte Konkurse zu verhindern und den Krisenländern Zeit für eine realwirtschaftliche Anpassung durch wirtschaftspolitische Reformen zu verschaffen.

Zwar ist der Euroraum bei der Bewältigung seiner Krise einige Schritte vorangekommen; die Bereitschaft der Banken, sich gegenseitig Geld zu leihen, ist jedoch nach wie vor nicht wieder hergestellt. Es fehlt an Vertrauen; mit ausreichend Liquidität ausgestattete Banken aus den Nicht-Krisenländern deponieren ihr Geld eher bei ihrer nationalen Zentralbank, als es anderen Instituten zu leihen.

Erst wenn das Vertrauen wieder hergestellt ist, wird die Europäische Zentralbank in der Lage sein, die Bereitstellung unbeschränkter Liquidität zu drosseln. Dann werden sich auch die Target-Salden wieder reduzieren. Bis zu diesem Zeitpunkt wäre es fatal, wenn sie ihre Maßnahmen stoppen würde.

Die Wiederkehr eines quasi generellen Vertrauens ist aber auch an eine grundsätzliche Entscheidung für Europa geknüpft. Die Target-Debatte ist damit eine Diskussion des Pro und Kontra des europäischen Einheitsgedankens. Es sollte klar sein, dass bestimmte Entscheidungen den Zusammenbruch des europäischen Währungsraums mit all seinen negativen Konsequenzen zur Folge haben könnten.

²² Das würde gleichzeitig auch bedeuten, dass die jeweiligen nationalen Zentralbanken weder zu geldpolitischen Zwecken noch aus Investitions- oder Risikosteuerungsgründen endgültige Käufe von Vermögenswerten tätigen dürfen.

Marcel Fratzscher ist Präsident des DIW Berlin | mfratzscher@diw.de

Philipp König ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | pkoenig@diw.de

Claudia Lambert ist Wissenschaftliche Mitarbeiterin der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | clambert@diw.de

TARGET-BALANCES – ANCHOR OF STABILITY

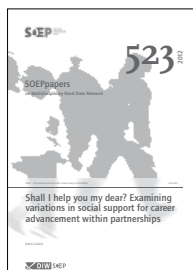
Abstract: Target 2 – the payment system of the Eurosystem – caused a controversial debate in Germany during the recent past. This report reaches the conclusion, that any fear expressed with respect to potentially too large risks for Germany is to a large extent unfounded. Rather, Germany should be regarded as a beneficiary of the Target system.

JEL: E44, E58, F34, G01, G15

Keywords: Target 2, Central Bank Liquidity, Euro Area Crisis, Capital Flight

In the course of the crisis, financial risk in the Euro area was, in fact, reduced through Target 2. This was particularly advantageous to both, the German government and German private investors and banks. Since 2007, German investors reduced their exposure in the crisis countries by almost 400 billion Euros, and they still hold assets in these countries worth around 740 billion Euro.

SOEP Papers Nr. 523
2012 | Katrin Golsch



Shall I Help You My Dear? Examining Variations in Social Support for Career Advancement within Partnerships

Strong gender inequalities persist in the career advancement of men and women. Vertical and horizontal dimensions of segregation, gender role beliefs, and the public provision of welfare services all provide explanations for gender inequalities. Much less is known about the social mechanisms at work within couples, however. Following the notion of linked lives, the present study investigates the provision of social support for career advancement within partnerships. Using data from wave 23 (2006) of the German Socio-Economic Panel Study (SOEP) and considering couples as units of analysis, this study focuses on individual resources and aspirations, intra-couple bargaining as well as on educational and occupational homogamy between spouses. The empirical analysis controls for individual qualifications, characteristics of career development and current job of both partners. Family-specific variables and regional differences are also taken into account. The results of the analysis, although cross-sectional, give some initial insights into patterns of social support within couples.

www.diw.de/publikationen/soepapers

SOEP Papers Nr. 525
2012 | Olivier Bargain, Kristian Orsini and Andreas Peichl



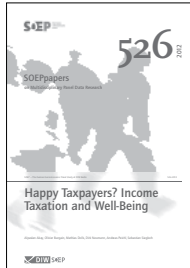
Comparing Labor Supply Elasticities in Europe and the US: New Results

We suggest the first large-scale international comparison of labor supply elasticities for 17 European countries and the US, separately by gender and marital status. Measurement differences are netted out by using a harmonized empirical approach and comparable data sources. We find that own-wage elasticities are relatively small and much more uniform across countries than previously thought. Differences exist nonetheless and are found not to arise from different tax-benefit systems or demographic compositions across countries. Thus, we cannot reject that countries have genuinely different preferences. Three other results, important for welfare analysis, are consistent over all countries: the extensive (participation) margin dominates the intensive (hours) margin; for singles, this leads to larger labor supply responses in low-income groups; income elasticities are extremely small everywhere. Finally, the results for cross-wage elasticities in couples are opposed between regions, consistent with complementarity in spouses' leisure in the US versus substitution in spouses' household production in Europe.

www.diw.de/publikationen/soepapers

SOEP Papers Nr. 526

2012 | Alpaslan Akay, Olivier Bargain, Mathias Dolls, Dirk Neumann, Andreas Peichl and Sebastian Sieglöckh



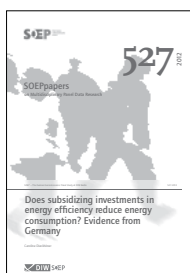
Happy Taxpayers? Income Taxation and Well-Being

This paper offers a first empirical investigation of how labor taxation (income and payroll taxes) affects individuals' well-being. For identification, we exploit exogenous variation in tax rules over time and across demographic groups using 26 years of German panel data. We find that the tax effect on subjective well-being is significant and positive when controlling for income net of taxes. This interesting result is robust to numerous specification checks. It is consistent with several possible channels through which taxes affect welfare including public goods, insurance, redistributive taste and tax morale.

www.diw.de/publikationen/soeppapers

SOEP Papers Nr. 527

2012 | Caroline Dieckhöner



Does Subsidizing Investments in Energy Efficiency Reduce Energy Consumption? Evidence from Germany

Improving energy efficiency is one of the three pillars of the European energy and climate targets for 2020 and has led to the introduction of several policy measures to promote energy efficiency. The paper analyzes the effectiveness of subsidies in increasing energy efficiency in residential dwellings. An empirical analysis is conducted in which the effectiveness of subsidies on the number of dwelling modernizations is investigated. Next, the impact of renovations on energy consumption is analyzed using a differences-in-differences-in-differences approach for modernizations made in given subsidy program periods, as well as for ownership status

and household types for more than 5 000 German households between 1992 and 2010. By controlling for socio-economic status, dwelling characteristics and macro-indicators, it becomes apparent that homeowners invest significantly more and have significantly lower heating expenditures than their tenant counterparts. Thus, the landlord-tenant problem tends to broaden the energy efficiency gap. It is also found that the number of modernizations made by landlords does not increase with higher subsidies. However, the renovations made during the subsidy periods decrease the heating consumption of tenants. Given the conditions that homeowners already invest more in energy efficiency, they increase modernizations only slightly with increasing subsidies. However, these modernizations during subsidy periods do not further decrease homeowners' energy consumption. Thus, the large part of the overall subsidies received by homeowners can be identified as windfall profits.

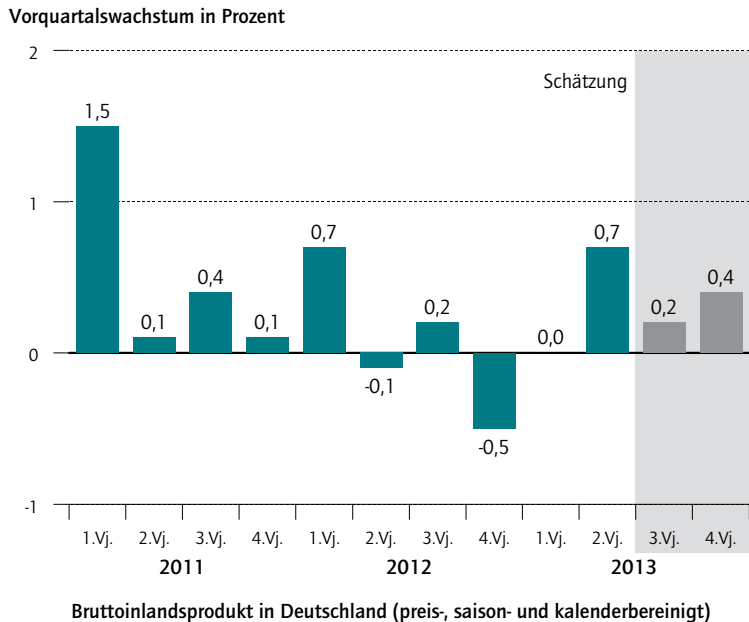
www.diw.de/publikationen/soeppapers

Deutsche Wirtschaft setzt zögerliche Erholung fort

Das Konjunkturbarometer des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW Berlin) zeigt für das dritte Quartal ein Wachstum von gut 0,2 Prozent gegenüber dem zweiten Quartal an und bestätigt damit die Schätzung vom September. Für das laufende vierte Quartal erwarten die Konjunkturforscher eine leichte Beschleunigung: Die Produktion dürfte um 0,4 Prozent höher liegen als im dritten Quartal. „Zuletzt hat das verarbeitende Gewerbe etwas Fahrt aufgenommen“, so DIW-Konjunkturchef Ferdinand Fichtner. „Die nach wie vor magere Auftragslage und die etwas gedämpfte Stimmung sprechen aber dafür, dass nur mit bescheidenen Zuwächsen zu rechnen ist und die deutsche Wirtschaft unterausgelastet bleibt.“

Die Konjunktur nimmt weltweit etwas Fahrt auf, insbesondere in den USA, und im Euroraum zeichnet sich das Ende der Rezession ab. Dies verleiht den deutschen Exporten wieder etwas mehr Schwung und dürfte in der Folge die Ausrüstungsinvestitionen anschieben. DIW-Deutschlandexperte Simon Junker dämpft jedoch allzu optimistische Erwartungen: „Die Investitionstätigkeit hat zwar ihr Tief durchschritten, mit kräftigen Zuwächsen ist aber vorerst nicht zu rechnen. Die deutschen Ausrüstungsinvestitionen bleiben, gemessen an der gesamten Wirtschaftsleistung, deutlich niedriger als in den Jahren vor der Rezession 2009.“

„Der Arbeitsmarkt entwickelt sich weiter günstig“, so Fichtner weiter. „Bei einem gemächlichen Expansionstempo der Gesamtwirtschaft verliert der Beschäftigungsaufbau zwar an Schwung, setzt sich aber fort. Das kommt nach wie vor bei den Haushalten in Form spürbarer Einkommenszuwächse an und beflügelt den privaten Verbrauch.“





Dr. Heike Belitz, Wissenschaftliche Mitarbeiterin der Abteilung Innovation, Industrie, Dienstleistung am DIW Berlin

Der Beitrag gibt die Meinung der Autorin wieder.

Steuerliche Forschungsförderung ist ein stumpfes Schwert

Wohlstand und Wachstum werden in Deutschland wesentlich von Forschung, Entwicklung und Innovation getrieben. Unternehmen, die forschen, um neue Produkte und Verfahren zu entwickeln, gehen dabei oft beträchtliche Risiken ein. Auf dem Weg bis zur Markteinführung gibt es zahlreiche Unwägbarkeiten und nicht jedes innovative Unternehmen profitiert am Ende selbst von der aufwendigen Pionierarbeit. Damit der Innovationsprozess in den Unternehmen nicht erlahmt, können sie vom Staat finanzielle Zuschüsse für Forschungsprojekte erhalten, die sie allein oder in Kooperation mit anderen Unternehmen und Forschungseinrichtungen durchführen. Einen generellen Anspruch auf diese Förderung gibt es jedoch in Deutschland im Gegensatz zu vielen anderen Ländern bislang nicht. Dies könnte sich nun ändern. Industrieverbände fordern schon lange eine zusätzliche steuerliche Forschungsförderung für Unternehmen. Auch die Expertenkommission Forschung und Innovation der Bundesregierung hat sich der Forderung angeschlossen. Sowohl die CDU/CSU als auch die SPD haben die Einführung einer steuerlichen Forschungsförderung in ihre jeweiligen Regierungsprogramme 2013–2017 aufgenommen, die SPD will sie allerdings auf kleine und mittlere Unternehmen (KMU) beschränken.

Geht man von internationalen Erfahrungen aus, so müsste eine Förderung, die auch den zusätzlichen Aufwand in der Steuerverwaltung rechtfertigt, wohl bei einem Steuernachlass in Höhe von etwa zehn Prozent der jährlichen Ausgaben für Forschung und Entwicklung (FuE) der Unternehmen angesetzt werden. Dies würde derzeit in Deutschland zu steuerlichen Mindereinnahmen von mindestens fünf Milliarden Euro führen, und auch im Fall der Förderung nur von KMU noch über eine halbe Milliarde Euro im Jahr kosten. Ob dieser immense Aufwand volkswirtschaftlich vertretbar ist, muss anhand des Nutzens beurteilt werden, der schwer einzuschätzen ist. Die Befürworter der steuerlichen Forschungsförderung glauben, damit mehr Unternehmenskapital in die Forschung lenken zu können und Deutschland dem Ziel

näher zu bringen, drei Prozent seines Bruttoinlandsprodukts für FuE auszugeben.

Der Blick zu europäischen Nachbarn wie Frankreich, Österreich und Großbritannien, die eine steuerliche Forschungsförderung seit einigen Jahren einsetzen und zum Teil erheblich ausgebaut haben, lässt allerdings Zweifel an ihrer Wirksamkeit aufkommen. Denn im Vergleich zu diesen Ländern sind die FuE-Ausgaben der Unternehmen in Deutschland in den letzten Jahren schneller gestiegen und in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sind sie hier nach wie vor am höchsten. Auch die von manchen beschworene Verlagerung von FuE-Aktivitäten deutscher Unternehmen an die nun nahen kostengünstigeren Standorte im Ausland fand nicht statt.

Von einer steuerlichen Forschungsförderung würden zudem viele innovative KMU nicht profitieren, denn viele haben keine eigene Forschungsabteilung und führen nur gelegentlich Forschungs- und Innovationsprojekte durch. Ihnen dürfte es deshalb schwer fallen, Aktivitäten nachzuweisen, die sie zur Inanspruchnahme einer steuerlichen Förderung berechtigen. Bei einer angedachten zehnpromzentigen Förderung sind die Steuerersparnisse zudem für kleine Unternehmen so gering, dass davon kaum Impulse für neue FuE-Aktivitäten ausgehen können. Gerade für diese Unternehmen hat sich in Deutschland das „Zentrale Innovationsprogramm für den Mittelstand“ des Bundes als unbürokratische Projektförderung bewährt. Die hohen Bewilligungsquoten und die Zuschüsse zu den Aufwendungen in Höhe von 35 bis 50 Prozent setzen spürbare Anreize für mittelständische Unternehmen, auch risikobehaftete Projekte anzugehen.

Die Förderung von Forschung, Entwicklung und Innovation in den Unternehmen bleibt eine zentrale wirtschaftspolitische Aufgabe. Deutschland sollte dabei die Instrumente der Projektförderung evaluieren und weiterentwickeln und angesichts der internationalen Erfahrungen auf die teure steuerliche Förderung mit hohen Mitnahmeeffekten verzichten.