

Jens Klose, Benjamin Weigert\*

# Das Verrechnungssystem der Federal Reserve und seine Übertragbarkeit auf den Euroraum

**In der aktuellen Debatte über die Target2-Salden im Eurosystem wurde zu deren Abbau das Ausgleichsverfahren der Federal Reserve in den USA vorgeschlagen. Der dortige Ausgleichsmechanismus ist jedoch rein bilanzieller Natur und führt lediglich zu einer Neuaufteilung der Aktivseite des konsolidierten Notenbanksystems auf die Teilnotenbanken. Insbesondere bietet dieses Verfahren keine Möglichkeit, den Aufbau der Verrechnungssalden bereits im Vorfeld zu verhindern. Der diskutierte Ausgleich der Target2-Salden beseitigt bestenfalls die Symptome der Krise, er trägt für sich genommen nicht zu deren Lösung bei.**

Eine Diskussion über die starke Ausweitung der Target2-Salden zwischen den nationalen Zentralbanken des Eurosystems wurde von Hans-Werner Sinn angestoßen. Er hat dabei unter anderem einen Vorschlag gemacht, wie diese Salden wieder zurückgeführt werden könnten. Dieser bezieht sich auf Regelungen, die in den USA zwischen den zwölf Distriktbanken im Federal-Reserve-System (Fed-System) angewendet werden. Dort gibt es mit den sogenannten „Interdistrict Settlement Accounts“ (ISA) zwischen den Distriktbanken entsprechende Verrechnungssalden, die mit denen des Target2-Systems vergleichbar sind. Jedoch sieht das Fed-System für die ISA-Salden im Gegensatz zu seinem europäischen Pendant einmal jährlich (jeden April) einen Ausgleich vor.

Dieser Beitrag stellt zunächst den Anpassungsprozess der ISA-Salden im Fed-System detailliert dar und illustriert diesen beispielhaft für einzelne Distriktbanken. Zweitens wird diskutiert, ob dieser Mechanismus tatsächlich in der Lage ist, im Zentralbanksystem die Anreize so zu setzen, dass es zu keiner großen Divergenz der Salden kommt, wie sie gegenwärtig im Eurosystem zu beobachten ist. Drittens wird erörtert, inwieweit dieser Ausgleichsmechanismus überhaupt auf das Eurosystem übertragen werden kann. Hierfür wird auf die Unterschiede in der Implementierung der Geldpolitik beider Zentralbanken eingegangen, die die Übertragbarkeit in der aktuellen Situation doch erheblich einschränkt.

## Die Target2-Diskussion

Das Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System, kurz Target2-System, bildet den Kapitalverkehr zwischen Ländern des Euroraums über die je-

weiligen nationalen Zentralbanken ab. Auf Anweisung eines Kreditinstitutes wird Liquidität von der Notenbank im Geberland über das Zentralbanksystem zu der Notenbank im Empfängerland weitergereicht, die das so entstandene Guthaben dem heimischen Kreditinstitut gutschreibt. Im Normalfall sind die Target2-Salden in etwa ausgeglichen, da Target2-Kredite in Konkurrenz zu einer privaten Finanzierung am Kapitalmarkt stehen, die bei einem funktionierenden Interbankenmarkt aufgrund der günstigeren Konditionen bevorzugt wird. Ausgelöst durch das gestiegene Misstrauen der Kreditinstitute untereinander und dem damit verbundenen Zusammenbruch des Interbankenmarktes kam es seit Beginn der Finanzkrise im Target2-System der EZB allerdings zu einer deutlichen Divergenz der Salden zwischen verschiedenen nationalen Notenbanken. So hat die Deutsche Bundesbank seit dem Ausbruch der Finanzkrise beträchtliche Target2-Forderungen gegenüber dem EZB-System aufgebaut; Ende Februar 2012 lagen diese jenseits von 500 Mrd. Euro. Die Gründe für diese Entwicklung sind von einigen Autoren bereits eingehend diskutiert worden.<sup>1</sup> So betrifft der Zusammenbruch des Interbankenmarktes insbesondere die Banken in den europäischen Peripherieländern, die sich nicht mehr ausreichend Mittel am privaten Kapitalmarkt leihen können und somit ver-

1 W. H. Buiters, E. Rahbari, J. Michels: The implications of intra-euro area imbalances in credit flows, CEPR Policy Insight, Nr. 57, 2011; U. Bindseil, P. König: The economics of Target2 balances, SFB 649 Discussion Paper, Humboldt Universität, Berlin 2011.

\* Dieser Beitrag spiegelt die persönliche Meinung der Autoren wider. Diese entspricht nicht notwendigerweise der Auffassung des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Wir danken Wolfgang Glöckler, Malte Hübner und Christoph Hesse für Kommentare und inhaltliche Unterstützung.

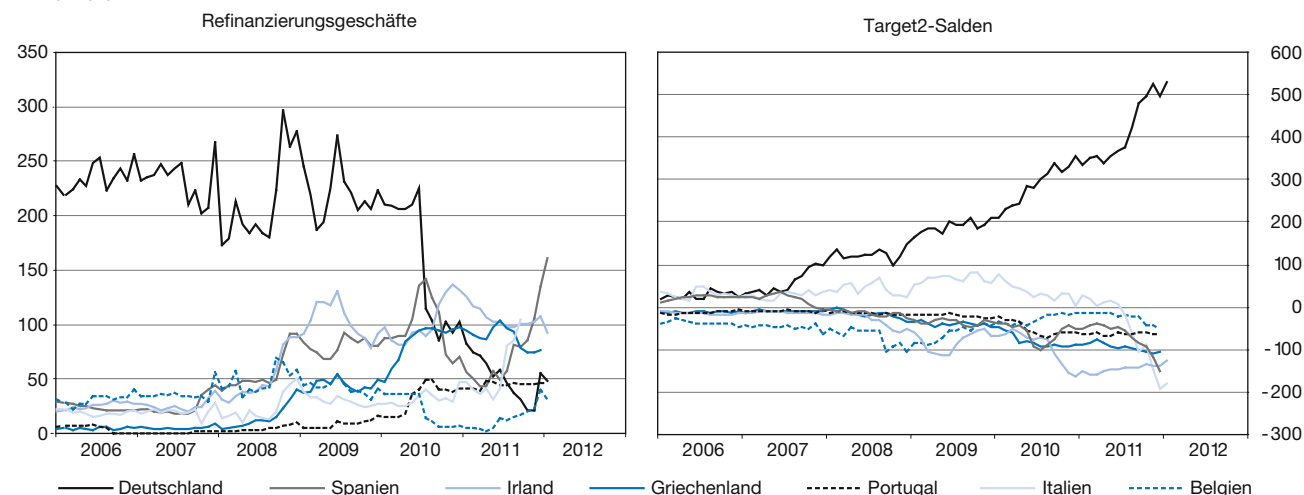
**Dr. Benjamin Weigert** ist Generalsekretär beim Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Wiesbaden.

**Jens Klose, M.A.**, ist dort Referent für Geldpolitik.

Abbildung 1

**Refinanzierungsgeschäfte<sup>1</sup> und Target2<sup>2</sup>-Salden ausgewählter Zentralbanken im Euroraum**

in Mrd. Euro



<sup>1</sup> Forderungen aus geldpolitischen Operationen an Kreditinstitute im Euroraum. <sup>2</sup> Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System.

Quellen: Nationale Zentralbanken.

stärkt auf die Refinanzierung über die EZB angewiesen sind. Private Kapitalströme in die Peripherieländer werden jetzt durch Kreditflüsse der nationalen Notenbanken ersetzt. Diese Entwicklung zeigt sich deutlich an der starken Ausweitung der Refinanzierungsgeschäfte der nationalen Notenbanken, die sich spiegelbildlich zu den Target2-Salden entwickeln (vgl. Abbildung 1).

Für das Eurosystem insgesamt und damit auch für die Deutsche Bundesbank ist die krisenbedingte Ausweitung der Refinanzierungsgeschäfte nicht ohne Risiko. Entscheidend ist allerdings, dass nicht die Höhe der Target2-Salden das Risiko widerspiegelt, sondern vielmehr die von den nationalen Notenbanken bereitgestellte Refinanzierung der Geschäftsbanken im nationalen Bankensystem und die dabei entgegengenommenen Sicherheiten. Vor allem die im Zuge der qualitativen Lockerung immer weiter abgesenkten Anforderungen an diese Sicherheiten für Notenbankgeschäfte erhöhen trotz der angesetzten Risikoabschläge die Risiken für das Eurosystem. Denn sollte eine Schuldnerbank und damit das Refinanzierungsgeschäft ausfallen, muss auf die hinterlegten Sicherheiten zugegriffen werden. Wären in einem solchen Fall die Sicherheiten nicht ausreichend werthaltig, so käme es für das Eurosystem als Ganzes zu einem Verlust; nur im Falle von Ausleihungen im Rahmen von Emergency Liquidity Assistance (ELA) tragen die nationalen Notenbanken oder der dafür garantierende Nationalstaat die entstehenden Verluste selbst.

Käme es durch die Refinanzierungsgeschäfte im Eurosystem zu einem Verlust, dann würde dieser auf alle nationalen Zentralbanken des Eurosystems umgelegt, jeweils gemäß ihrer

Kapitalanteile. Die absolute Höhe der Target2-Forderungen einer nationalen Notenbank gegenüber dem Eurosystem repräsentieren daher nicht deren tatsächliches Verlust- und damit Haftungsrisiko.<sup>2</sup>

Hans-Werner Sinn hat nun vorgeschlagen, das Target2-System in ähnlicher Weise jährlich auszugleichen, wie dies im ISA-System der Fed umgesetzt wird. Dort werden Forderungen innerhalb des Settlement-Systems durch einen Austausch von Aktiva der Distriktbanken, die in diesem System Verbindlichkeiten eingegangen sind, ausgeglichen. Offenbar liegt dem Vorschlag zur Übernahme des ISA-Systems im Euroraum die Hoffnung zugrunde, dass die deutschen Target2-Forderungen dann gegen „werthaltigere“ Aktiva, wie Gold oder Goldzertifikate, getauscht werden können. Denn bei Sinn und Wollmershäuser<sup>3</sup> heißt es dazu: „Nach den offiziellen Verlautbarungen der Federal Reserve werden die Schulden mit Goldzertifikaten bezahlt und dann gelöscht.“ Wie nachfolgend gezeigt wird, sind Goldzertifikate zwar Bestandteil der Ermittlung des Ausgleichsbedarfs, allerdings wird der Ausgleich selbst durch die Übertragung von Aktiva herbeigeführt, die bei Offenmarktgeschäften erworben werden. Der Tausch von Goldzertifikaten orientiert sich historisch bedingt lediglich am Bargeldumlauf in den einzelnen Distrikten und nicht an der Höhe der ISA-Konten und dem vorhandenen Ausgleichsbedarf.

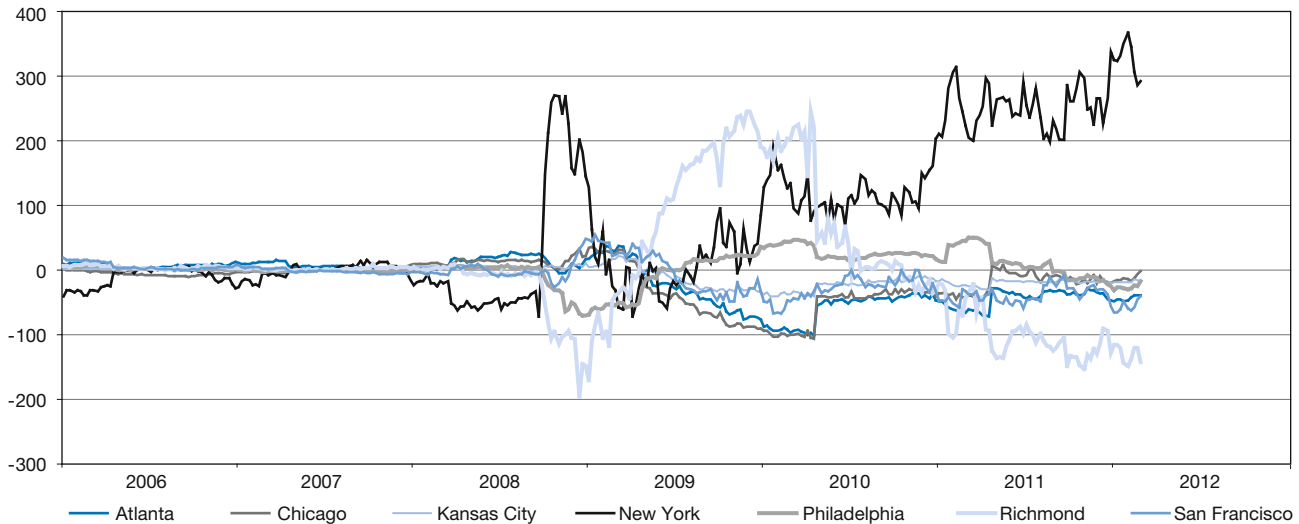
2 J. Ulbrich, A. Lipponer: Salden im Zahlungsverkehrssystem Target2 – ein Problem?, in: ifo Schnelldienst, 64. Jg. (2011), H. 16.

3 H.-W. Sinn, T. Wollmershäuser: Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB, Ifo Working Paper, München 2011, S. 49.

Abbildung 2

ISA<sup>1</sup>-Salden ausgewählter regionaler Federal-Reserve-Banken

in Mrd. US-\$

<sup>1</sup> Interdistrict Settlement Accounts des US Federal Reserve Systems.

Quelle: Fed of St. Louis.

## ISA-Salden der Fed

Im ISA-System werden Forderungen und Verbindlichkeiten, die aus der Abwicklung des Zahlungsverkehrs zwischen den zwölf Distrikten der Fed entstehen, untereinander gebucht. Ebenso wie im europäischen Target2-System ergeben sich daraus ISA-Salden für einzelne Distriktbanken. Auffällig ist, dass die Salden nicht nur im europäischen, sondern auch im US-amerikanischen System seit dem Ausbruch der Finanzkrise stark zugenommen haben. Somit scheint der Ausgleich nicht grundsätzlich dazu geeignet ISA-Salden ex ante zu begrenzen, indem die Nutzung von ISA-Krediten unattraktiv gemacht wurde, wie von Sinn dargestellt („Deshalb hat das amerikanische Zentralbanksystem diesen Krediten die Attraktivität genommen.“<sup>4</sup>). Vielmehr zeigen sich in den USA ebenfalls Verfestigungstendenzen der Überschuss- und Defizitdistrikte (vgl. Abbildung 2).

Die jährlich im April stattfindende Anpassung der ISA-Salden im Fed-System besteht aus zwei Schritten:

1. Mit dem Stichtag im April müssen in einem ersten buchhalterischen Schritt die jährlichen Salden durch entsprechende Goldzertifikate ausgeglichen werden. Für die Höhe des Ausgleichs ist der jährliche Durchschnitt der täglichen ISA-Salden und nicht der exakte Bestand zum Stichtag maßgebend. Somit kommt es nicht notwendigerweise zu einem vollständigen Saldenausgleich, es sei denn, dass zufällig der jährliche Durchschnitt der täglichen Salden

dem Saldo am Stichtag entspricht. Ausgangspunkt für die Ausgleichsprozedur ist also die Differenz (Summe) aus dem jeweiligen Bestand an Goldzertifikaten einer Distriktbank und ihren ISA-Verbindlichkeiten (ISA-Forderungen).

2. Da eine alleinige Anpassung über Goldzertifikate aufgrund des niedrigen Bestands im Fed-System nicht möglich ist, wird in einem zweiten Schritt die Aufteilung des Goldzertifikate-Kontos neu vorgenommen. Dieser Schritt hat zum Ziel, das Verhältnis von Goldzertifikaten und Geldbasis, den Federal Reserve Notes, in jeder Distriktbank zum Stichtag dem des konsolidierten Fed-Systems anzupassen. Die Prozedur stammt noch aus der Zeit des Goldstandards und sollte dafür sorgen, dass die Golddeckung des Bargeldumlaufs in allen Distriktbanken gleich ist. Je nach der Höhe der Geldbasis in einem Distrikt, müssen entweder Goldzertifikate dorthin transferiert oder an Distrikte abgegeben werden, denen noch Goldzertifikate fehlen, damit das erforderliche Deckungsverhältnis erreicht wird. Der Unterschiedsbetrag zwischen den benötigten und dem nach ISA-Anpassung der ersten Stufe bestehenden Goldbestand wird durch die Neuaufteilung der Wertpapiere im „System Open Market Account“ (SOMA) zwischen den einzelnen Fed-Banken ausgeglichen.<sup>5</sup> Der SOMA enthält derzeit fünf Klassen von Wertpapieren: 1. US Treasury Bills, 2. US Treasury Notes and Bonds, 3. US Treasury Inflation-Protected Securities, 4. Federal Agency Securities und 5. Mortgage-Backed Securities. Somit wird

4 Ebenda, S. 4.

5 Board of Governors of the Federal Reserve System: Financial Accounting Manual for Federal Reserve Banks, Revision Set 51, 2011.

lediglich die Aktivseite im SOMA auf die einzelnen Distriktbanken aufgeteilt. Die Zusammensetzung des SOMA wird durch die Zentralbankpolitik bestimmt. Da es sich bei den SOMA-Aktiva im Gegensatz zu den ISA-Forderungen um zinstragende Forderungen handelt, fließen den Distrikten mit einem ISA-Überschuss nach der Anpassung entsprechende Zinserträge zu. Letztendlich entsteht im System der Distriktbanken zum Stichtag eine Anpassung bei jeweils drei Bilanzpositionen: ISA, Goldzertifikate-Konto und SOMA.

Die zweite Stufe des Ausgleichsmechanismus existiert seit den 1970er Jahren, als der Gesamtbestand an Goldzertifikaten im Fed-System nicht mehr ausreichte, um die notwendige ISA-Anpassung vorzunehmen. Meltzer beschreibt die historische Entwicklung wie folgt: „The diminished stock of gold and gold certificates and rising levels of reserves and deposits required a change in interbank settlement. In 1972, the Board adopted monthly reallocation to maintain a common ratio of gold certificates to Federal Reserve notes outstanding. Officials could approve interim adjustments, if they appeared desirable. In 1975, the operations staff recommended that monthly gold transfers cease. Reserve banks other than New York would change once a year. New York would pay for withdrawals and receive deposits from the Treasury. Once a year, the Interdistrict Settlement Fund would reallocate securities in the System Open Market Account to balance accounts. Gold would remain as collateral for the note issue, but securities would be the principal collateral.<sup>6</sup> Step by step, gold lost its monetary role and main provisions of the 1913 Federal Reserve Act disappeared.“<sup>7</sup>

### Stilisiertes Beispiel für den jährlichen ISA-Saldenausgleich

Der Anpassungsprozess der ISA-Salden soll an einem stilisierten Beispiel illustriert werden (vgl. Abbildung 3). Dafür wird unterstellt, dass das Fed-System lediglich aus zwei Distriktbanken (Federal A und Federal B) besteht. Ebenso stilisiert sind deren jeweilige Bilanzen, die auf der Aktivseite lediglich Goldzertifikate und Wertpapiere ausweisen und auf der Passivseite Bargeld und Depositen der Banken, die im Distrikt ansässig sind. In der Ausgangssituation weisen beide Distriktbanken die gleiche Bilanzsumme auf und eine identische Struktur der Passivseite; der einzige Unterschied besteht darin, dass Federal A einen kleineren (größeren) Bestand an Goldzertifikaten (Wertpapieren) auf der Aktivseite aufweist als Federal B; insbesondere gibt es keine ISA-Forderungen oder -Verbindlichkeiten.

In einem ersten Schritt kauft nun Federal A im Zuge von Offenmarktgeschäften am Markt Wertpapiere auf und weitet dadurch ihre Bilanz aus, es entsteht neues Zentralbankgeld auf der Passivseite, hier symbolisiert durch eine Zunahme der Depositen. Bezogen auf den Euroraum wäre dieses Beispiel vergleichbar mit der Ausweitung der Refinanzierungsgeschäfte der nationalen Notenbanken in den Peripheriestaaten, die aus einer erhöhten Liquiditätsnachfrage der heimischen Kreditinstitute resultiert.

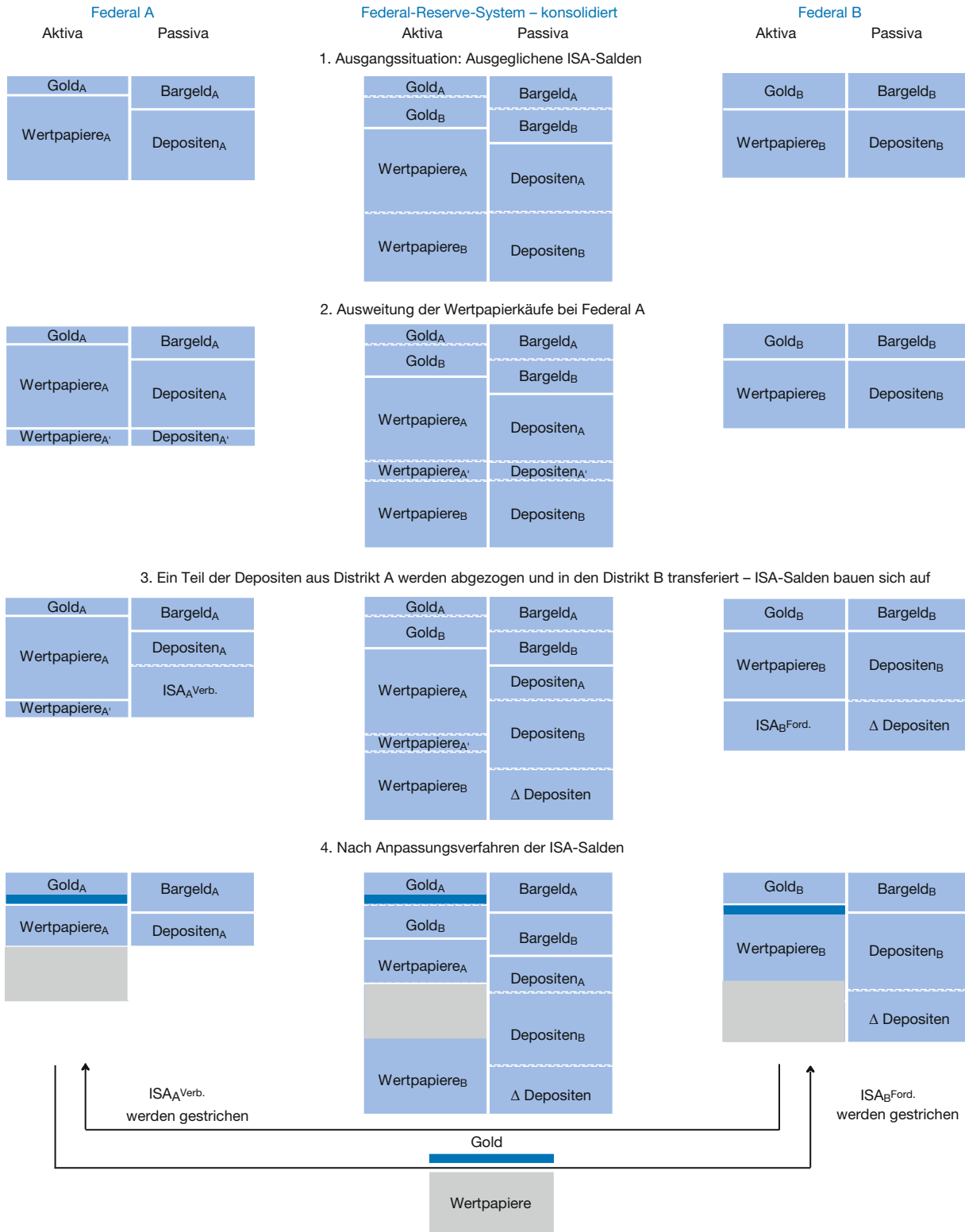
Im zweiten Schritt wird ein Großteil der Depositen der Federal A vom Distrikt A über das Zentralbanksystem in den Distrikt B transferiert. Dies geschieht entweder, weil die Bürger des Distrikts A ihre Guthaben zu einer Bank im Distrikt B überweisen oder weil Kredite von Distrikt B nach A nach ihrer Fälligkeit nicht mehr verlängert werden. In diesem Beispiel abstrahieren wir von einer gleichzeitigen Verkürzung der Bilanz der Federal B, wie dies derzeit bei der Deutschen Bundesbank zu beobachten ist. Damit die Bilanzen der Federal A und B jeweils ausgeglichen sind, werden für die abfließenden Depositen nunmehr ISA-Verbindlichkeiten gebucht. So stehen jetzt in der Bilanz der Federal B den zugeflossenen Depositen ISA-Forderungen in gleicher Höhe gegenüber. Durch den Mittelabfluss von der Federal A hin zur Federal B ändert sich die gesamte Menge an Zentralbankgeld im System nicht, lediglich deren regionale Verteilung hat sich verändert. Dies wird deutlich, wenn man die konsolidierte Zentralbankbilanz betrachtet.

Die entstandenen ISA-Salden müssen am Ende der Erfüllungsperiode ausgeglichen werden. Vereinfachend wird für den Ausgleich davon ausgegangen, dass die ISA-Salden bereits am ersten Tag der Ausgleichsperiode entstanden und im Folgenden konstant geblieben sind. Da dadurch der Jahresdurchschnitt mit dem Anfangsbestand übereinstimmt, müssen die ISA-Salden komplett abgebaut werden. Dies erfolgt durch die oben beschriebenen zwei Schritte, die allerdings zeitgleich ablaufen. Zum einen wird in der Federal A und B jeweils das Verhältnis von Goldzertifikaten zu Bargeld dem des konsolidierten Fed-Systems angeglichen. In unserem Beispiel führt dies zu einer Übertragung von Goldzertifikaten von der Federal B zu A. Zum anderen werden die ISA-Salden gestrichen und die entstehende Lücke auf der Aktivseite der Federal B durch die Übertragung von nunmehr bilanziell „überschüssigen“ Wertpapieren der Federal A geschlossen. In der Realität wird jedoch nicht ein Wertpapier transferiert, sondern der Anspruch auf einen prozentualen Anteil des gesamten Wertpapierbestands, den SOMA. Deshalb würde der Anteil der Federal A am SOMA zurückgehen, während der Anspruch der Federal B ausgeweitet wird. Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass durch den Saldenausgleich die Aktivseite der konsolidierten Bilanz des Federal Reserve Systems neu auf die einzelnen Distriktbanken aufgeteilt wird, entsprechend dem in jedem Distrikt vorhandenen Zentralbankgeld.

6 Memo, Maurice McWhirter and Alan Holmes to FOMe, Board Records, 2.4.1975.

7 A. H. Meltzer: A History of the Federal Reserve, Vol. 2, Book 2, 1970-1986, Chicago 2010, S. 1001.

Abbildung 3  
**Stilisiertes Beispiel des Anpassungsverfahrens der ISA<sup>1</sup>-Salden im Federal-Reserve-System**



<sup>1</sup> Interdistrict Settlement Accounts.

Quelle: Eigene Darstellung: Anpassungsverfahren analog zur Darstellung in: Financial Accounting Manual for Federal Reserve Banks, Revision Set 51, Paragraph 40-40.

Tabelle 1

**Anpassungsverfahren der ISA<sup>1</sup>-Salden ausgewählter Federal-Reserve-Banken in den USA**

in Mrd. US-\$

	Atlanta			Fed – konsolidiert			Philadelphia		
	ISA <sup>1</sup>	Gold	SOMA <sup>2</sup>	Bargeld	Gold	SOMA <sup>2</sup>	ISA <sup>1</sup>	Gold	SOMA <sup>2</sup>
Ausgangswerte <sup>3</sup>	-72,35	1,385	231,15	969,78	11,037	2 442,74	40,83	0,404	57,05
Durchschnitt 2010/2011 <sup>4</sup>	-49,71	x	x	x	x	x	26,85	x	x
Nach Anpassung der ISA-Salden	-27,96	-48,330	231,15	x	x	x	11,03	27,250	57,05
Nach Umverteilung Gold/SOMA <sup>5</sup>	-27,96	1,394	183,38	970,58	11,037	2 464,18	11,03	0,432	84,41

<sup>1</sup> Interdistrict Settlement Accounts. <sup>2</sup> System Open Market Account. <sup>3</sup> Erster vollständiger Wert des Fiskaljahres 2010/2011. <sup>4</sup> Eigene Berechnungen aus Wochenwerten für das Fiskaljahr 2010/2011 (1.4.2010 bis 31.3.2011). <sup>5</sup> Der Bestand an umlaufendem Bargeld in US-Dollar beträgt in Philadelphia 41,37 Mrd. US-\$ und in Atlanta 78,13 Mrd. US-\$.

Quelle: Fed of St. Louis.

**Rechenbeispiele für zwei ausgewählte Distriktbanken**

Wie bereits erwähnt liegt der Stichtag für die Neuordnung der Bilanzen immer im April. Die folgenden Rechnungen beziehen sich deshalb auf die aktuell letzte abgeschlossene Periode und zwar von April 2010 bis April 2011. Hierfür wurden die wöchentlichen Veröffentlichungen der jeweiligen Distriktbanken herangezogen, da tagesaktuelle Werte, mit denen die ISA-Salden von der Fed berechnet werden, nicht verfügbar sind. Die Anpassungen werden exemplarisch für eine Defizitbank (Atlanta) und eine Überschussbank (Philadelphia) dargestellt (vgl. Tabelle 1). Das für den Ausgleich maßgebliche Verhältnis von Goldzertifikaten zum gesamten Bargeldumlauf betrug im konsolidierten Notenbanksystem rund 1,14%.

Die Anpassungen im Fall einer Defizitbank lassen sich anhand der Fed Atlanta illustrieren. Während das ISA-Defizit der Fed Atlanta im Jahresdurchschnitt bei nur 50 Mrd. US-\$ lag, stieg es bis zum Ende der Erfüllungsperiode auf 72,35 Mrd. US-\$. Deshalb sinkt das Defizit zum Stichtag nur auf 27,96 Mrd. US-\$. Die Differenz zum rechnerischen Ergebnis resultiert aus der Nichtverfügbarkeit von Tagesdaten und aus neu aufgebauten Salden in der Zuteilungswoche. Da die Verbindlichkeiten mit Goldzertifikaten abgelöst werden müssen, ergibt sich ein Defizit in der Goldzertifikate-Bilanz von 48,33 Mrd. US-\$. Die Kopplung an den Bargeldumlauf bewirkt aber einen im Vergleich zur Ausgangssituation gestiegenen Goldzertifikate-Bestand von 1,394 Mrd. US-\$. Dies wird durch einen entsprechenden Abfluss von SOMA-Aktiva finanziert, die auf 183,38 Mrd. US-\$ sinken.

Im Gegensatz dazu wies die Fed Philadelphia über die gesamte Berechnungsperiode ISA-Überschüsse aus, die allerdings gegen Ende zunahm. So lag der ISA-Jahresdurchschnitt bei 26,85 Mrd. US-\$, während der Überschuss zum Ende der Periode 40,83 Mrd. US-\$ betrug. Deshalb sinkt der

ISA-Saldo auf 11,03 Mrd. US-\$ bei Anpassung. Im Gegenzug müsste das Goldzertifikate-Konto der Fed Philadelphia auf 27,25 Mrd. US-\$ steigen. Da aber Gold in diesem Umfang im gesamten Fed-System nicht verfügbar ist, wird die Anpassung über das Verhältnis der Goldzertifikate zu dem im Distrikt Philadelphia vorhandenen Bargeld vorgenommen. Demnach stehen der Fed Philadelphia lediglich Goldzertifikate im Wert von 0,43 Mrd. US-\$ zu. Dafür steigt der SOMA Bestand um 27,36 Mrd. US-\$ auf 84,41 Mrd. US-\$. Folglich kommt es durch die Neuordnung der Bilanzen also faktisch nur zu einem Abbau der ISA-Überschüsse durch eine verstärkte Zuteilung von SOMA-Aktiva.

**Übertragung des ISA-Systems auf den Euroraum**

Die scheinbare Attraktivität des ISA-Systems für den Euroraum ergibt sich aus der jährlichen Anpassung der ISA-Salden. Selbst wenn der Ausgleich nicht vollständig perfekt ist, wird dadurch dennoch für langfristige Überschüsse und Defizite eine partielle Korrektur erreicht, die allerdings nicht ex ante begrenzend wirkt, sondern lediglich im Nachhinein die Aktivseite der Notenbankbilanz des Eurosystems auf die nationalen Notenbanken neu aufteilt.

Anhand der aktuellen Datenlage lässt sich quantifizieren, wie sich eine Übertragung des ISA-Systems auf die drei Bilanzen der Länder im Euroraum ausgewirkt hätte. Es wird von einem Stichtag Anfang November 2011 ausgegangen, sodass die betrachtete Periode für die Durchschnittsbildung von Anfang November 2010 bis Ende Oktober 2011 reicht (vgl. Tabelle 2).

Zunächst stellt sich die Frage, ob das Eurosystem lediglich die erste Stufe des Anpassungsprozesses also die Umverteilung der Goldbestände übernehmen müsste, um die Target2-Salden abzubauen. Der Goldbestand umfasste zum Stichtag im gesamten Eurosystem etwa 420 Mrd. Eu-

Tabelle 2

**Hypothetisches Anpassungsverfahren der Target2<sup>1</sup>-Salden im Euroraum<sup>2</sup>**

in Mrd. Euro

	Deutschland			Irland		
	Target2 <sup>1</sup>	Gold	Δ Wertpapiere <sup>3</sup>	Target2 <sup>1</sup>	Gold	Δ Wertpapiere <sup>3</sup>
Ausgangswerte <sup>4</sup>	496,09	131,70	x	-135,03	0,23	x
Durchschnitt 2010/2011 <sup>5</sup>	379,47	x	x	-148,66	x	x
Nach Anpassung der Target2-Salden	116,62	511,17	x	13,87	-148,89	x
Nach Umverteilung Gold/Wertpapiere	116,62	104,67	406,50	13,87	6,20	-154,86

<sup>1</sup> Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System. <sup>2</sup> Analog zum tatsächlichen Anpassungsverfahren der ISA-Salden im Federal-Reserve-System der USA. <sup>3</sup> Sicherheiten aus Offenmarktgeschäften. <sup>4</sup> Stand: Oktober 2011. <sup>5</sup> Eigene Berechnungen aus den Monatswerten von November 2010 bis Oktober 2011.

Quellen: Nationale Zentralbanken.

ro und ist somit bereits kleiner als die Target2-Forderungen der Deutschen Bundesbank gegenüber dem Eurosystem, die zum gleichen Zeitpunkt rund 496 Mrd. Euro betragen (vgl. Tabelle 2). Zudem befinden sich mit etwa 130 Mrd. Euro bereits ein signifikanter Teil der Goldbestände des Eurosystems im Besitz der Bundesbank. Defizitländer im Target2-System wie z.B. Irland weisen dagegen weitaus kleinere Goldbestände auf, die nicht ausreichen, um die Target2-Forderungen zu begleichen. Eine Ausnahme wäre Italien, das aufgrund seines hohen Bestands an Goldreserven sehr wohl in der Lage wäre, seine durchschnittlichen Target2-Verbindlichkeiten vollständig durch Gold zu bedienen. Allerdings dürften die Reserven bei anhaltend starken Target2-Defiziten vor der nächsten Anpassung ebenso aufgebraucht sein.

Demnach müsste auch im Eurosystem auf die zweite Stufe zurückgegriffen werden. Hier ergibt sich allerdings ein konzeptionelles Problem bei der Übertragung auf den Euroraum. Wie in den USA zu beobachten ist, findet die Anpassung letztendlich über den SOMA statt, also über Wertpapiere, die die Fed durch ihre Offenmarktoperationen in die Bilanz genommen hat. Es besteht aber ein großer Unterschied zwischen den Offenmarktgeschäften der Fed und der EZB. Während die Fed die Papiere tatsächlich erwirbt, verwendet die EZB vergleichbare Papiere lediglich als Sicherheiten. In den EZB-Auktionen wird bereits zu Beginn die Laufzeit der Ausleihung festgeschrieben. Demnach verfügen die nationalen Zentralbanken im Euroraum über keine vergleichbare Bilanzposition wie die SOMA.

Zur Schaffung einer Alternative könnte über eine zentrale Erfassung aller Sicherheiten für Refinanzierungsgeschäfte im Eurosystem nachgedacht werden. Die Einzahlung jeder Notenbank ergibt sich aus dem Wert der Sicherheiten der Haupt- und längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte, während der Anteil jeder nationalen Notenbank an diesem Pool zusätzlich die jeweiligen Target2-Forderungen und -Verbindlichkeiten mit einbezieht. Mit dieser Aufteilung

könnte dem Sachverhalt aus steigender Teilnahme an den Refinanzierungsgeschäften in den Peripherieländern des Euroraums und gleichzeitig steigenden Target2-Forderungen in Deutschland Rechnung getragen werden. Der Anteil Deutschlands an diesem Pool würde, wenn ein analoges Verfahren zu dem Ausgleich der ISA-Salden verfolgt wird, zum Stichtag um 406,50 Mrd. Euro steigen, während der Anteil Irlands um 154,86 Mrd. Euro sinken würde. Dabei beträgt die gesamte Aktivseite der Bilanz der irischen Notenbank lediglich 172 Mrd. Euro zum Stichtag. Demnach müsste Irland nicht nur alle Aktiva aus den Refinanzierungsgeschäften an das Eurosystem übertragen, sondern auch Aktiva aus der Gewährung von ELA-Krediten, die eine nicht ausreichende Bonität für Refinanzierungsgeschäfte mit der EZB aufweisen und deshalb in nationaler Haftung begeben werden müssen. Ob das Risiko solcher Aktiva geringer ist, als das aus einer Forderung gegenüber dem Eurosystem, wie es die Target2-Salden darstellen, muss bezweifelt werden.

Wenn dies keine Option ist, müssen Übergangspfade für Defizitländer implementiert werden, die die entsprechenden Sicherheiten nicht aufbringen können. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob die Bonität der Sicherheiten im Pool der Refinanzierungsgeschäfte hoch genug ist, da die Anforderungen an die Sicherheiten für Refinanzierungsgeschäfte im Zuge der Finanzkrise massiv gelockert wurden. An diesem Punkt setzt der Vorschlag der European Economic Advisory Group (EEAG) an, die den Saldenausgleich verpflichtend machen wollen, allerdings nur eine spezifische, erst noch zu schaffende Anlageklasse dafür zulassen, die sogenannten „Euro Standard Bills“.<sup>8</sup> Dieser Vorschlag ist allerdings nicht zielführend, da unklar ist, warum für den Saldenausgleich höhere Anforderungen an die Sicherheiten gestellt werden sollen als an die Refinanzierungsgeschäfte der EZB.

<sup>8</sup> EEAG: EEAG Report on the European Economy 2012, CESifo München 2012.

Aus den Berechnungen ergibt sich zudem, dass der Transfer der sicheren Aktiva Gold oder Goldforderungen nicht von den Defizitländern zu den Überschussländern geht. Würde der Ausgleichsmechanismus der Fed verwendet werden, dann würde Deutschland durch den Ausgleich der Target2-Salden sofort Gold entzogen, statt, wie von Hans-Werner Sinn vermutlich erhofft, an Deutschland übertragen. Im Gegenzug erhielte Irland mehr Gold als vor der Anpassung.

### Zinszahlungen auf Target2-Forderungen

Wenn also ein vollständiger Ausgleich der Target2-Forderungen durch sichere Aktiva nicht möglich ist, besteht die Möglichkeit erstere höher zu verzinsen, um den für die Gläubigerländer entstehenden Zinsnachteil aus der Substitution von privaten durch öffentliche Kredite zu begegnen. Gegenwärtig findet dieser Ausgleich nicht statt. Zwar werden Target2-Forderungen zum jeweils geltenden Satz des Hauptrefinanzierungsgeschäfts verzinst, diese fließen aber nicht als Zentralbankgewinn in die nationalen Haushalte, sondern werden zur Ermittlung der Monetären Einkünfte herangezogen, die im Eurosystem zusammengefasst und gemäß dem Kapitalschlüssel an die einzelnen Mitgliedstaaten ausgezahlt werden. Somit heben sich Zinserträge und -aufwendungen aus Target2-Salden bei der Bemessung des Zentralbankgewinns auf.<sup>9</sup>

Zum Vergleich lohnt auch hier ein Blick in die USA. Durch den partiellen Abbau der ISA-Salden zum Stichtag und dem damit verbundenen Zu- oder Abfluss von zinstragenden Wertpapieren, erfolgt eine Neuverteilung der Zinsgewinne über die einzelnen Distriktbanken. So kommt es dazu, dass die Zentralbankgewinne verstärkt in den Distrikten anfallen, die vor dem Stichtag entsprechende ISA-Überschüsse aufgewiesen haben. Allerdings spielt diese Aufteilung in den USA nur eine untergeordnete Rolle. Denn dort wird der Zentralbankgewinn eines Distrikts, nachdem den Eigentümern der Distriktbank eine Dividende in Höhe von 6% gezahlt wurde, an die US-amerikanische Treasury überwiesen. Für die Höhe der Zentralbankgewinne und damit die Abführung an den Staatshaushalt ist es also unerheblich, in welchem Distrikt die Gewinne angefallen sind.

Anders könnte dies im Euroraum aussehen. Da das System aufgrund der nicht vorhandenen zinstragenden Aktiva nicht eins zu eins übertragen werden kann, ist es möglich, durch eine Anpassung des Kapitalschlüssels dafür zu sorgen, dass Mitgliedsländer mit Target2-Forderungen stärker partizipieren als Länder mit Verbindlichkeiten. Konkret müssten

neben der Wirtschaftskraft und der Bevölkerung, wie es aktuell der Fall ist, auch die Target2-Salden in die Berechnung des Kapitalschlüssels und damit die Zuteilung der Zentralbankgewinne eingehen. Allerdings müssten für einen neuen Kapitalschlüssel die Zentralbankstatuten geändert werden. Ob dies derzeit durchsetzbar ist, darf indes bezweifelt werden.

### Zusammenfassung

In der aktuellen Debatte über die Target2-Salden im Eurosystem wurde das Ausgleichsverfahren des US-amerikanischen Federal-Reserve-Systems als mögliche Lösung zu deren Abbau vorgeschlagen. Bisher wurde weder von den Befürwortern detaillierte Darstellungen und Illustrationen dieses Verfahrens vorgelegt, noch die konkrete Übertragbarkeit auf den Euroraum geprüft. Dieser Beitrag zeigt, dass der Ausgleichsmechanismus in den USA rein bilanzieller Natur ist und lediglich zu einer Neuaufteilung der Aktivseite des konsolidierten Notenbanksystems auf die einzelnen Mitglieds- oder Teilnotenbanken führt. Insbesondere werden kein Gold oder keine Goldzertifikate für den Ausgleich von negativen Salden herangezogen, sondern stattdessen Anteile am gemeinsamen Wertpapierbestand des gesamten Zentralbanksystems. Ebenso ist dieses Ausgleichsverfahren nicht dazu geeignet, dem Aufbau der Verrechnungssalden bereits im Vorfeld zu begegnen, es bietet nur die Möglichkeit eines nachträglichen Ausgleichs.

Eines machen diese Ausführungen ebenso deutlich: Nicht die Target2-Salden sind das Problem, sondern die sie auslösenden Prozesse. Würde im Eurosystem wie in den USA die Aktivseite der Bilanz neu aufgeteilt und jede nationale Notenbank einen Anteil am aktuellen Refinanzierungsgeschäft in die Bilanz nehmen, dann sind es vielmehr die Risiken dieser Wertpapiere, die Anlass zur Besorgnis geben, nicht jedoch die Target2-Salden selbst. Sollte der Euro auseinanderbrechen, dann würden die Verluste für Deutschland nicht deswegen kleiner, weil die Target2-Salden im Zuge des Ausgleichsverfahrens durch die Sicherheiten aus den Refinanzierungsgeschäften ausgeglichen werden. Vermutlich ist es dann immer noch besser, Forderungen gegen das Eurosystem zu haben.

Der Euroraum braucht eine umfassende Lösung, die einerseits die Rekapitalisierung der Banken in der Peripherie umfasst, damit sich diese wieder am Interbankenmarkt mit Liquidität versorgen können. Andererseits müssen die Liquiditätsprobleme der Problemländer gelöst werden. Beides geschieht derzeit über die EZB und wird durch den Aufbau der Target2-Salden reflektiert. Ein bloßer bilanzieller Ausgleich der Target2-Salden, wie dies in den USA geschieht, ist sicherlich nicht Teil der Lösung.

9 G. Rösl: Seigniorage in der EWU: Eine Analyse der Notenbankgewinnentstehung und -verwendung des Eurosystems: Bd. 25, 1. Aufl., Frankfurt 2002.