

Sven Steinkamp

## Target2-Salden: Datenquellen und Informationsgehalt als Krisenindikator

Wirtschaftspolitische Entscheidungsträger haben die Target2-Salden in den vergangenen Monaten zunehmend als wichtigen Gradmesser der Eurokrise zu schätzen gelernt und ihren Abwärtstrend als positives Zeichen interpretiert. Umso erstaunlicher ist es, dass die Daten noch immer in keiner offiziellen Datenbank zugänglich gemacht werden. Die Salden sollten von einer zentralen Quelle zur Verfügung gestellt werden. Der Autor warnt vor einer undifferenzierten und allzu optimistischen Interpretation der fallenden Salden: Nahezu ein Viertel ihres bisherigen Rückgangs ist auf offizielle Rettungshilfen zurückzuführen. Insbesondere in Griechenland und Portugal werden weiterhin private Kapitalflüsse durch offizielle ersetzt. Die interne Zahlungsbilanzkrise des Euroraums scheint deshalb noch nicht vollständig überwunden.

Die Diskussionen um die Bedeutung der Target2-Salden im Euroraum haben sich beruhigt. Wenngleich noch immer keine Einigkeit über die Wohlfahrtseffekte der Target2-Salden besteht, so ist mittlerweile sicher: Sie sind keine irrelevanten Verrechnungsposten. EZB-Präsident Mario Draghi nahm seit der öffentlich gewordenen Kritik des Bundesbank-Vorsitzenden Jens Weidmann in fast allen Pressekonferenzen Stellung zur aktuellen Entwicklung und Bedeutung der Salden. Er sieht die seit August 2012 fallenden Target2-Salden als „dear to our eyes“<sup>1</sup>. Sie seien der beste Indikator für die Rückkehr des Vertrauens und ihr Abwärtstrend sei ein großer Vorteil für die Gläubigerländer.<sup>2</sup>

Nichtsdestotrotz existiert bis heute keine offizielle, zentralisierte Datenquelle für die Target2-Salden des Euroraumes. Dies steht im Widerspruch zur Wertschätzung des Informationsgehaltes, die Wissenschaftler,

Praktiker – aber mittlerweile eben auch politische Entscheidungsträger – diesen Daten entgegenbringen. Daher werden hier zunächst die wichtigen Datenquellen und Kalkulationen zur Ermittlung der Target2-Salden vorgestellt. Dabei wird auch ein Augenmerk auf die Differenzierung zwischen Verbindlichkeiten und Forderungen innerhalb des Eurosystems im Allgemeinen und Salden aus Target2 und korrespondierenden Konten im Speziellen gelegt. Die Dokumentation der Datenquellen bleibt jedoch nur die zweitbeste Lösung und möge nicht von der Aufforderung ablenken, die Target2-Daten der Öffentlichkeit zentral durch das Eurosystem zu Verfügung zu stellen – in transparenter und praktikabler Weise.

Außerdem wird der Informationsgehalt der Target2-Salden hinterfragt. Die fallenden Salden im Aggregat sowie in den einzelnen Krisenländern sind nicht nur auf eine Rückkehr des Vertrauens und privater Kapitalflüsse zurückzuführen. Vielmehr sind sie Ausdruck der bereits früh von Hans-Werner Sinn angemahnten Pfadabhängigkeit der Rettungspolitik. Insbesondere in Griechenland und Portugal lösen offizielle Hilfskredite die Target2-Salden ab. Eine Besserung der Zahlungsbilanzungleichgewichte lässt sich dort – zumindest anhand der Target2-Daten – nicht feststellen.

1 Vgl. EZB-Pressekonferenz vom Oktober 2012, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is121004.en.html> (4.9.2014). Ähnlich äußerte sich auch der Internationale Währungsfonds: IMF Country Report, Nr. 13/231, Juli 2013.

2 Vgl. EZB-Pressekonferenzen vom Mai 2013 und August 2013, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/index.en.html> (4.9.2014).

**Sven Steinkamp**, Dipl.-Volkswirt und Dipl.-Kaufmann, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung der Universität Osnabrück.

### Forderungen und Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems

Nicht für jedes Land finden sich Datenquellen, die die Target2-Salden explizit benennen. Auch variieren die Quellen nicht nur in der Darstellungsweise der Daten,

**Tabelle 1**  
**Schematische Bilanzdarstellung**

Forderungen innerhalb des Eurosystems	Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems
Forderungen aus Target2 und korrespondierenden Konten	Verbindlichkeiten aus Target2 und korrespondierenden Konten
Forderungen aus der Verteilung des Euro-Banknotenumlaufs	Verbindlichkeiten aus der Verteilung des Euro-Banknotenumlaufs
Beteiligung an der EZB	Verbindlichkeiten aus der Ausgabe von EZB-Schuldverschreibungen
Forderungen aus der Übertragung von Währungsreserven an die EZB	Sonstige Verbindlichkeiten
Sonstige Forderungen	

Quelle: eigene Darstellung.

sondern auch in der Frequenz, dem Erfassungstichtag sowie dem Publikationsdatum. Um zu zeigen, wie sich dennoch ein weitestgehend konsistenter Datensatz als Krisenindikator zusammenstellen lässt, beginnen die Erläuterungen eine Ebene höher in den Notenbank-Bilanzen. Salden aus Target2- (und korrespondierenden Konten) stellen eine Verbindlichkeit bzw. Forderung der jeweiligen Notenbank gegenüber dem Rest des Eurosystems dar. Diese Forderungen und Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems resultieren jedoch nicht nur aus Überweisungen im Target2-System, sondern auch aus einer Reihe weiterer Anspruchsgründe.

Tabelle 1 zeigt die typischen Unterpositionen der Forderungen/Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems. Enthalten ist sowohl der Saldo aus den Target2-Konten als auch der Saldo aus der über- bzw. unterproportionalen Ausgabe von Banknoten. Abhängig von ihrem Kapitalschlüssel wird jeder Notenbank eine Menge an Banknoten zugeteilt, deren Ausgabe ihr zusteht. Ist in dem entsprechenden Land die tatsächliche Ausgabe von Banknoten aufgrund der Bargeldnachfrage höher, so wird dieses in einer Verbindlichkeit gegenüber den anderen Notenbanken und der EZB berücksichtigt. Ist sie niedriger, ergibt sich entsprechend eine Forderung der Notenbank.<sup>3</sup> Auf der Aktivseite werden weiterhin Ansprüche direkt gegenüber der EZB verbucht. Diese entstehen z.B. aus der Beteiligung an der EZB, deren Kapital nach § 28 der ESZB-Satzung von den nationalen Notenbanken gezeichnet wird. Die Anfangsausstattung der EZB mit Währungsreserven wurde ebenfalls durch die einzelnen Notenbanken gestellt und begründet eine entsprechende Forderung. Änderungen dieser Position ergeben sich etwa bei Änderungen des Kapi-

<sup>3</sup> Vgl. auch J. Whittaker: Eurosystem debts, Greece, and the role of banknotes, Lancaster University, Working Paper, 2011.

talschlüssels oder aber durch die Verzinsung der Goldreserven (in Höhe von 85% des Hauptrefinanzierungssatzes). Auf der Passivseite besteht die Möglichkeit, Verbindlichkeiten der Notenbanken durch die Ausgabe von Schuldverschreibungen der EZB zu verbuchen. Bisher hat die EZB von diesem Instrument keinen Gebrauch gemacht.<sup>4</sup>

Die Ermittlung der Target2-Salden aus diesen Daten wird dadurch erschwert, dass in Monatsdaten oft nur der gesamte Saldo innerhalb des Eurosystems berichtet wird. Grundsätzlich ist ein Herausrechnen der anderen Unterposten möglich. Der Saldo innerhalb des Eurosystems setzt sich jedoch aus verschiedenen Unterposten zusammen je nachdem ob, erstens, die Notenbank gegenüber dem Eurosystem im Ganzen ein Netto-Gläubiger oder ein Netto-Schuldner ist und, zweitens, ob die Notenbank Forderungen oder Verbindlichkeiten aus der Ausgabe der Banknoten und der Überweisungen im Target2-System hat. Erleichtert wird die Schätzung des Target-Saldos hingegen dadurch, dass – bis auf die Forderungen/Verbindlichkeiten aus der Verteilung des Banknotenumlaufs – die anderen Unterpositionen meist relativ klein (im Vergleich zu Target2) und in der Regel auch konstant sind.

### Datenquellen

Die Target2-Salden, oder zumindest gute Schätzungen, lassen sich im Wesentlichen aus drei Quellen gewinnen:

1. dem Central Bank Survey des Internationalen Währungsfonds,
2. der Zahlungsbilanzstatistik der Euroländer und
3. den einzelnen Bilanzen der Notenbanken des Eurosystems.

Jede dieser Quellen hat ihre Fallstricke:<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Es gibt weitere Ansprüche, die zu Forderungen/Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems führen und unter Sonstiges verbucht werden. Diese umfassen z.B. Salden aus Swap-Geschäften, aus der Verteilung der monetären Einkünfte der nationalen sowie Vorabgewinn-ausschüttung der EZB.

<sup>5</sup> Vgl. auch die Datenanhänge von H.-W. Sinn, T. Wollmershäuser: Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility, CESifo Working Paper Series, Nr. 3500, 2011; sowie S. Steinkamp, F. Westermann: The role of creditor seniority in Europe's sovereign debt crisis, in: Economic Policy, 29. Jg. (2014), H. 79, S. 495-552; außerdem F. Westermann: Discussion of 'Target2 and Central Bank Balance Sheets', Universität Osnabrück, Working Paper Series, Nr. 99, 2014.

- Zu 1.: Es ist der Verdienst von Hans-Werner Sinn und Timo Wollmershäuser, dass die Problematik hoher Target2-Salden als Ausdruck einer internen Zahlungsbilanz-Krise innerhalb des Europäischen Währungsraumes erkannt wurde und diskutiert wird. Auch haben sie den ersten konsolidierten Target2-Datensatz für den Euroraum erstellt.<sup>6</sup> Die von Ihnen für die meisten Länder genutzte Proxy-Variable für den Target2-Saldo ist als Differenz zwischen den Netto-Forderungen bzw. Verbindlichkeiten gegenüber dem Eurosystem abzüglich der über- bzw. unterproportionalen Ausgabe von Banknoten definiert. Letzteres wird als Differenz zwischen der Bargeldausgabe gemäß Kapitalschlüssel und der tatsächlichen Bargeldausgabe berechnet.<sup>7</sup> Diese Proxy-Variable hat den Vorteil, dass alle Daten aus einer zentralen Quelle zur Verfügung gestellt werden<sup>8</sup> und damit eine hohe Querschnittsvergleichbarkeit gegeben ist. So stimmen bei dieser Berechnung z.B. die Berichtsstichtage überein. Die Schätzwerte sind in den meisten Fällen sehr genau, da die anderen, hier vernachlässigten Bilanzunterposten in der Regel oft klein oder zumindest relativ konstant sind. Daneben ist ein Nachteil dieser Berechnung, dass die Daten nur mit einer zeitlichen Verzögerung von ca. zwei Monaten (je nach Land) durch den IWF publiziert werden.
- Zu 2.: Als grenzüberschreitende Zahlungsströme spiegeln sich Änderungen der Target2-Salden auch in der Kapitalbilanz der Zahlungsbilanzstatistik wider.<sup>9</sup> In der Methodik des fünften Regelwerkes zur Erstellung von Zahlungsbilanzstatistiken des IWF werden diese unter der Position „Other Investment, Liabilities, Monetary Authorities (Excludes Exceptio-

nal Financing and use of Fund resources, Total, Net (BPM5)“<sup>10</sup> verbucht. Die Zeitreihen der Zahlungsbilanz messen erneut nur Änderungen der Forderungen und Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems und nicht den Target2-Saldo im engeren Sinne. Nichtsdestotrotz sind ihre kumulierten Werte in der Dynamik mit dem Target2-Saldo vergleichbar. Grund dafür ist wieder die relative Konstanz anderer Unterpositionen. Da im Zahlungsbilanz-Kontext grundsätzlich dem Prinzip periodengerechter Abgrenzung gefolgt wird, gibt es zudem kleinere Abweichungen gegenüber dem „echten“ Target2-Saldo. Weitere Nachteile der Zahlungsbilanz-Daten sind die Quartalsfrequenz der Veröffentlichung und eine mit dem Central Bank Survey vergleichbar lange Publikationsverzögerung.

- Zu 3.: Als weitere Quelle stehen die Bilanzen der einzelnen Notenbanken zur Verfügung. Dabei publizieren die meisten Notenbanken ihren Target-Saldo in monatlicher Frequenz. Die einzelnen Notenbanken variieren jedoch in ihrer Darstellungsweise und die gesuchte Position findet sich nicht immer explizit unter der Bezeichnung Forderungen bzw. Verbindlichkeiten aus Target2. Eine praktische Strategie zur Identifikation der relevanten Positionen in monatlicher Frequenz ist der Vergleich mit den korrespondierenden Positionen der jährlichen Geschäftsberichte. Diese sind im Gegensatz zu anderen Publikationen und Zeitreihen der nationalen Notenbanken weitestgehend standardisiert und ausführlich kommentiert. Als häufige Bezeichnung für den Target2-Saldo lässt sich so beispielsweise „Other claims/liabilities within the Eurosystem (net)“ festmachen. In anderen Fällen findet man zumindest die gesamten Forderungen bzw. Verbindlichkeiten gegenüber dem Eurosystem. Die Asymmetrie der möglichen Unterpositionen macht dann eine Einzelfallbetrachtung nötig, ob Anpassungsrechnungen vorgenommen werden müssen. Hat die entsprechende Notenbank z.B. Nettoverbindlichkeiten aus Target2, aber ansonsten nur Nettoforderungen gegenüber den anderen Banken des Eurosystems, so entsprechen bereits die Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems dem Target2-Saldo. Dieser Fall lässt sich beispielsweise im Geschäftsbericht 2013 der Banco de España finden. Die Asymmetrie der Bilanzposten ist ebenfalls eine der Ursachen für häufig wechselnde

6 Vgl. H.-W. Sinn: Neue Abgründe, in: Wirtschaftswoche vom 21.2.2011; vgl. H.-W. Sinn, T. Wollmershäuser, a.a.O.; vgl. H.-W. Sinn: Die Target-Falle, München 2012; vgl. H.-W. Sinn, T. Wollmershäuser: Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility, in: International Tax and Public Finance, 19. Jg. (2012), H. 4, S. 468-508; vgl. H.-W. Sinn: The Euro Trap. On Bursting Bubbles, Budgets and Beliefs, Oxford 2014. Für den technischen Vorgänger, Target, wies auch Peter Garber auf potenzielle Probleme hin, die im schlimmsten Szenario in einer spekulativen Attacke enden könnten, vgl. P. Garber: The target mechanism: Will it propagate or stifle a stage III crisis?, in: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 51. Jg. (1999), H. 1, S. 195-220.

7 Die entsprechenden Zeitreihen-Codes in der International Financial Statistics Datenbank des IWF sind: Netto-Forderungen bzw. Verbindlichkeiten gegenüber dem Eurosystem (12E.SZK), zugeleitete Bargeldausgabe (14M..ZK), ausgegebene Bargeld-Menge (14A..ZK). Diese Zeitreihen sind seit Mitte 2011 leider nicht mehr online verfügbar, werden jedoch auf Nachfrage durch den IWF bereitgestellt.

8 Seit einiger Zeit stellt das CESifo diesen Datensatz auch online bereit unter <http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/policy/Spezialthemen/Policy-Issues-Archive/Target.html>.

9 Vgl. A. Tornell, F. Westermann: Greece: The sudden stop that wasn't, auf VoxEU.org 29.9.2011, <http://www.voxeu.org/article/greece-sudden-stop-wasn-t> (4.9.2014).

10 Die entsprechenden Zeitreihen-Codes in der International Financial Statistics Datenbank der IWF sind: „Other Investment, Liabilities, Monetary Authorities (Excludes Exceptional Financing and use of Fund resources, Total, Net“ (78BSDZF)). Diese Zeitreihe existiert bis Ende 2011, die Daten nach Ende 2008 sind jedoch ebenfalls seit Mitte 2011 nicht mehr online verfügbar.

Quellen und Kalkulationen der Target2-Salden. Ein Wechsel des Target-Saldos (oder des Ausgleichspostens aus der Banknotenausgabe) von der Aktiv- auf die Passivseite kann im monatlichen Wechsel Anpassungsrechnungen nötig, oder eben überfällig, machen.

Verbindlichkeiten innerhalb des Eurosystems werden stellenweise auch als Einlagen von Monetären Finanzinstituten anderer Euroländer<sup>11</sup> bezeichnet (so bei der Banque de France). Um diese Bezeichnung verstehen zu können, sind zwei Informationen nötig: Der Begriff Monetäre Finanzinstitute umfasst nicht nur Geschäftsbanken, sondern auch Notenbanken. Geschäftsbanken können jedoch nur im Land ihres Geschäftssitzes Forderungen bzw. Verbindlichkeiten gegenüber der dort heimischen Notenbank aufbauen.

Auch die EZB ist direkt an das Target-System angeschlossen, publiziert ihre eigenen Bilanzdaten jedoch nur jährlich. Grundsätzlich summieren sich die Target2-Salden aller Notenbanken zu Null, so dass sich der Saldo der EZB als Residuum der Salden der anderen Länder ermitteln ließe. Dies ist jedoch nicht möglich, da die sogenannten Out-NCB ihre Salden nicht monatlich bekannt geben. Out-NCB sind Notenbanken, die an das Target-System angeschlossen, aber nicht Teil des Euroraums sind.<sup>12</sup>

Das Institut für Empirische Wirtschaftsforschung der Universität Osnabrück hat die Bilanzdaten der einzelnen Notenbanken ausgewertet. Das Ergebnis steht seit Ende 2011 als erster frei-verfügbarer Target2-Datensatz der Öffentlichkeit zur Verfügung.<sup>13</sup> Gegenüber den ersten beiden Datenquellen – dem Central Bank Survey und der Zahlungsbilanz – haben die Bilanzdaten zwei wesentliche Vorteile: Zum einen ist die Publikationsverzögerung wesentlich kürzer. Zum anderen lassen sich so meist die Target2-Salden im engeren Sinne finden, was ihre Schätzung (und die damit verbundenen potenziellen Fehler) unnötig macht.<sup>14</sup> Nachteil gegenüber anderen Quellen ist die Tatsache, dass die Notenbanken zum Teil zu unterschiedlichen Bilanzstichtagen monatlich berichten. Dies erschwert die Querschnittsvergleichbarkeit, da Target2-Salden hohe tägliche Ände-

rungen aufweisen können. Grob geschätzt weist etwa der Target2-Saldo von Frankreich – durch die hohe Bedeutung von Paris als Finanzplatz im Euroraum – tägliche Schwankungen von durchschnittlich 15 Mrd. Euro auf. Die maximalen täglichen Änderungen liegen sogar bei ungefähr 40 Mrd. Euro.<sup>15</sup>

### Sinkende Target2-Salden – ein Ende der internen Zahlungsbilanzkrise?

Zunächst abseits öffentlicher Wahrnehmung setzte mit dem Beginn der US-Finanzkrise 2007 auch eine interne Zahlungsbilanzkrise im Euroraum ein. Erkennbar ist dies an dem Anstieg der Target2-Salden einiger Euroländer. Die fundamentale Erkenntnis, dass der Target2-Saldo dem Zahlungsbilanzsaldo eines Eurolandes gegenüber dem Rest des Euroraumes entspricht, geht ebenfalls auf Hans-Werner Sinn und Timo Wollmershäuser zurück.

Abbildung 1a zeigt den Verlauf des aggregierten Target-Saldos der Krisenländer Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien (GIIPS) und stellt ihm den Verlauf der Länder Deutschland, Niederlande, Luxemburg und Finnland gegenüber (DNLf). Seit 2007 bauten sich immer größere Zahlungsbilanzungleichgewichte im Euroraum auf. Die Dynamik gewann ab Juli 2011 zunehmend an Fahrt und die Target-Salden stiegen teilweise mit explosivem Trend.<sup>16</sup> Mit der Ankündigung eines ex ante unlimitierten Staatsanleihe-Ankaufprogramms im August 2012 durch die EZB und dem gleichzeitigen Verzicht auf eine bevorzugte Gläubigerstellung haben sich die Finanzmärkte weitgehend beruhigt.<sup>17</sup> Auch die Target-Salden fallen seither – sowohl im Aggregat der Krisenländer als auch für jedes einzelne Land. Seit ihrem Maximum von rund 1000 Mrd. Euro im August 2012 sind die Salden bis Juni 2014 auf weniger als die Hälfte, etwa 477 Mrd. Euro, gefallen. Ist dies als Zeichen für ein Abklingen der Zahlungsbilanzkrise zu werten? Spiegeln sich in den fallenden Salden die Rückkehr des privaten Kapitals und ein Zugewinn an Wettbewerbsfähigkeit der Krisenländer wider? Nur bedingt.

Da über das Target-System der Großteil des Zahlungsvolumens im Euroraum abgewickelt wird, entspricht der Target2-Saldo der Zahlungsbilanz eines Landes

11 Im Englischen: „Deposits of other euro area MFIs“, „Other Euro area countries – Deposits“, oder auch „Liabilities to other euro area MFIs“.

12 Polen, Dänemark, Bulgarien, Rumänien nehmen auf Guthabenbasis am Target2-System teil.

13 Vgl. <http://www.eurocrisismonitor.com>. Die häufigen Besucheranfragen waren ebenfalls eine Motivation für diesen Beitrag. Eine nach den einzelnen Ländern des Euroraums aufgeschlüsselte Dokumentation der aktuellen Quellen ist Teil von S. Steinkamp, F. Westermann, a.a.O.

14 Ausnahmen sind Malta und Irland.

15 Vgl. Banque de France: Les soldes Target2, in: Focus, H. 6, 2012.

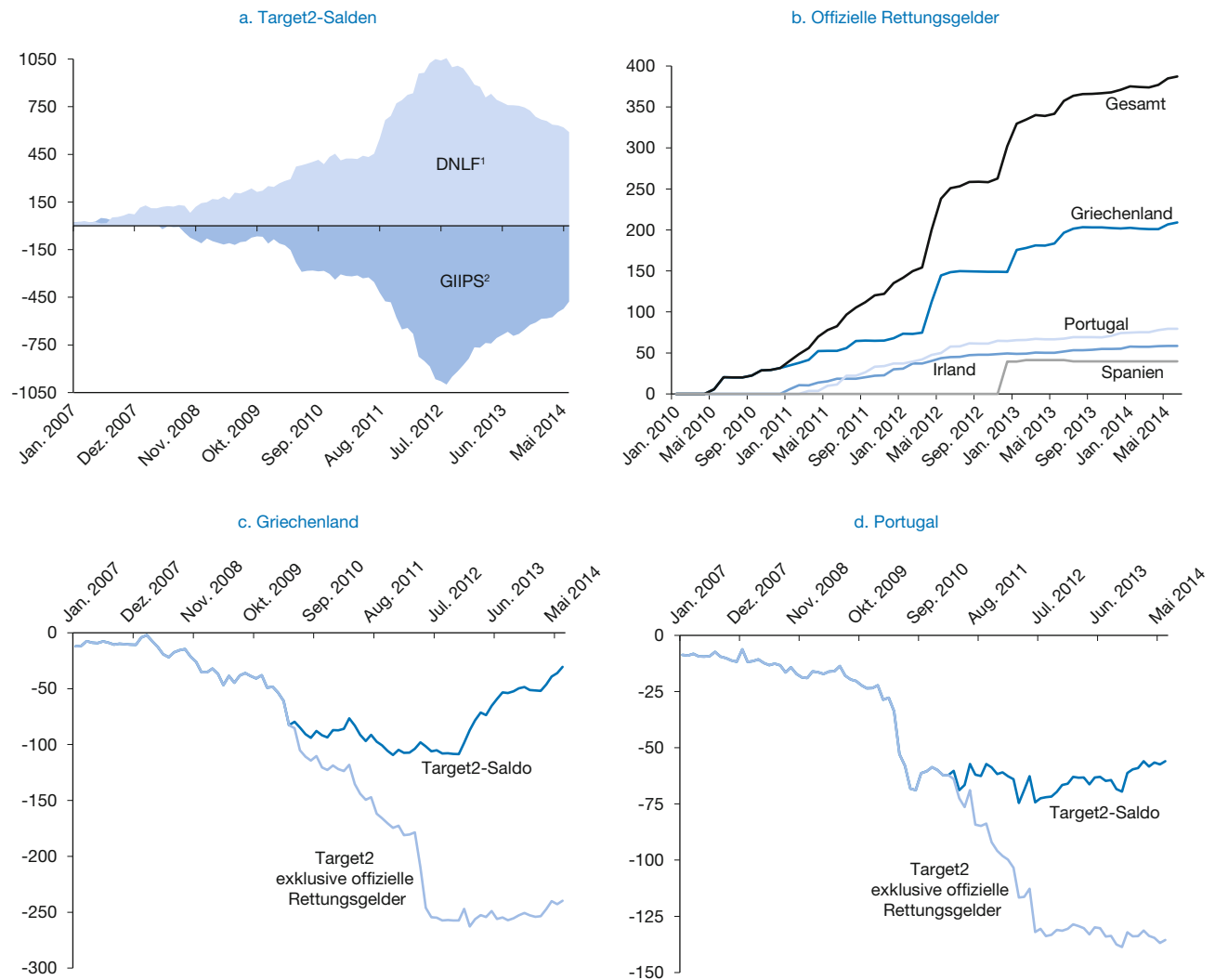
16 Vgl. N. Potrafke, M. Reischmann: Explosive Target balances of the German Bundesbank, in: Economic Modelling, 42. Jg. (2014), S. 439-444.

17 Vgl. S. Steinkamp, F. Westermann, a.a.O.; A. Mody: Europhoria once again, <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1242-europhoria-once-again/> (4.9.2014).

Abbildung 1

**Target2-Salden und offizielle Kapitalflüsse innerhalb des Euro-Währungsgebietes**

in Mrd. Euro



<sup>1</sup> DNLFL: Deutschland, Niederlande, Luxemburg und Finnland. <sup>2</sup> GIIPS: Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien.

Quellen: S. Steinkamp, F. Westermann: The role of creditor seniority in Europe's sovereign debt crisis, in: Economic Policy, 29. Jg. (2014), H. 79, S. 495-552; www.eurocrisismonitor.com.

gegenüber dem Rest des Euroraumes. Zunehmende Target2-Defizite gehen nach dieser Identität rein logisch immer mit einem Leistungsbilanzdefizit, einem Defizit der Kapitalverkehrsbilanz, oder einer Kombination beider einher.<sup>18</sup> Der seit Mitte 2012 beobachtete Rückgang der Salden könnte demnach durch die Rückkehr des privaten Kapitals oder eine Verbesserung des Leistungsbilanzsaldos erklärt werden. Vergessen wird

bei dieser Interpretation jedoch oft das hohe Ausmaß öffentlicher Kapitalflüsse in die Krisenländer.<sup>19</sup>

Abbildung 1b zeigt das Volumen der ausgezahlten Rettungsgelder verschiedener öffentlicher Kapitalgeber im Verlauf der Krise. Bis zum Juni 2014 wurden mehr als 380 Mrd. Euro durch den IWF, durch bilaterale Hilfen

<sup>18</sup> Vgl. auch S. Homburg: Anmerkungen zum Target2-Streit, in: Wirtschaftsdienst, 91. Jg. (2011), H. 8, S. 526-530.

<sup>19</sup> Eine detaillierte Untersuchung der privaten Kapitalflüsse im Euroraum führen auch Silvia Merler und Jean Pisani-Ferry durch, vgl. S. Merler, J. Pisani-Ferry: Sudden Stops in the Euro Area, in: Review of Economics and Institutions, 3. Jg. (2012), H. 3, S. 23.



und insbesondere durch die verschiedenen Rettungsschirme (EFSM, EFSF, ESM) an die Krisenländer ausbezahlt.<sup>20</sup> Die angemahnte Pfadabhängigkeit der europäischen Rettungspolitik wird hier deutlich.<sup>21</sup> Nachdem private Kapitalgeber ihr Geld aus den Krisenländern abgezogen haben und die Target2-Salden an ihre Stelle getreten sind, werden nun die Target-Salden selbst durch offizielle Hilfen abgelöst. Diese Hilfszahlungen senken direkt die Target2-Ungleichgewichte.<sup>22</sup>

Abbildung 1c und 1d zeigen für die Empfänger der größten Rettungspakete, Griechenland und Portugal, den Verlauf der Target2-Salden. Diesen wird ihre kontrafaktische Entwicklung unter der Annahme des Ausbleibens von Rettungsgeldern gegenübergestellt. Es zeigt sich, dass der Target2-Saldo als Indikator in beiden Ländern die Dynamik des Verlaufs der Zahlungsbilanzkrise unterschätzt. Während seit August 2012 für Griechenland ein starker und für Portugal zumindest ein schwacher Abwärtstrend der Target2-Verbindlichkeiten erkennbar ist, so ist scheinbar ein Großteil dieser Trendwende auf offizielle Hilfspakete zurückzuführen – und nicht auf die Rückkehr privaten Kapitals oder erhöhte Wettbewerbsfähigkeit.

In Spanien und Irland weichen die kontrafaktischen Target2-Salden weitestgehend nur im Niveauwert von der Originalzeitreihe ab, eine positive Trendwende hingegen bleibt bestehen. Im Gegensatz zur Lockerung der Zahlungsbilanzprobleme jener Länder, deren Hauptproblem häufig in privater Kapitalflucht gesehen wurde (Irland, Spanien & Italien), ist für die Länder mit geringer Wettbewerbsfähigkeit und Leistungsbilanzdefiziten

bestenfalls eine Stabilisierung zu erkennen. Insgesamt lässt sich der Rückgang der Target2-Verbindlichkeiten der GIIPS um 523 Mrd. Euro seit ihrem Höhepunkt im August 2012 bereits zu fast 1/4 nur durch die seitdem ausgezahlten Rettungsgelder in Höhe von ca. 128 Mrd. Euro erklären.

## Fazit

Während der explosive Anstieg der Target2-Ungleichgewichte von Politikentscheidern oft unkommentiert blieb, werden die fallenden Salden vergangener Monate in zunehmendem Maße als wichtiger Indikator für die Entwicklung der Eurokrise herangezogen. Beispielsweise berichtete Mario Draghi, dass er die Daten wegen ihrer hohen Bedeutung sogar täglich beobachtet.<sup>23</sup> Trotz ihrer hohen Bedeutung gibt es noch immer keine offizielle Datenbank, welche die Target2-Salden für Wissenschaft und Praxis zentral zur Verfügung stellt. Dieser Beitrag liefert daher einen praktischen Leitfaden zur Ermittlung der Daten. Bei der Verwendung der Target2-Salden als Krisenindikator ist jedoch Vorsicht geboten. Offizielle Hilfszahlungen ersetzen in beachtlichem Umfang die Target2-Verbindlichkeiten der Krisenländer. Berücksichtigt man dies, so zeichnet sich ein individuelleres Bild als bei Betrachtung der Target2-Ungleichgewichte im Aggregat. Die dramatische Kapitalflucht aus Irland, Spanien und Italien scheint zumindest vorerst gestoppt und privates Kapital fließt zum Teil wieder in diese Länder. Wesentlich langsamer hingegen lässt sich scheinbar das strukturelle Problem der zu geringen Wettbewerbsfähigkeit von Griechenland und Portugal lösen. Eine Besserung der Zahlungsbilanz gegenüber dem Rest des Euroraums kann man dort – zumindest anhand der Target2-Daten – nicht dokumentieren.

20 Dieser Wert unterschätzt die Gesamtsumme offizieller Kapitalflüsse. Vernachlässigt wurden Staatsanleihekäufe der EZB im Umfang von rund 220 Mrd. Euro (sogenannte Securities Markets Programme). Die EZB publiziert diese Zeitreihe nicht in disaggregierter Form.

21 Vgl. beispielsweise H.-W. Sinn: Die Target-Falle ..., a.a.O.

22 Vgl. auch F. Westermann: Discussion of ‚TARGET2 and Central Bank Balance Sheets‘, in: Economic Policy, 29. Jg. (2014), H. 77, S. 117-125.

23 Vgl. EZB-Presskonferenz vom April 2012, <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120404.en.html>.

### Title: Target2-Balances: Where to Find Them and How to Interpret Their Decline

**Abstract:** In recent months, policymakers have repeatedly referred to the declining Target2 balances as an important indicator of progress toward ending the euro crisis. This data is, however, still not readily available to the public. We therefore provide hands-on advice on where to find the data necessary to calculate the Target2 balances. Furthermore, we point out that the downward trend of Target2 balances should be interpreted with caution. Nearly a quarter of their decline can be attributed to the payments by different financial assistance mechanisms. Taking into account these official capital flows, at least Greece and Portugal seem not to have overcome their balance of payments difficulties yet.

**JEL Classification:** C8, E58, F3