

# REPORT

IMK Report 146, März 2019

Das IMK ist ein Institut  
der Hans-Böckler-Stiftung

## GELDPOLITISCHE HERAUSFORDERUNGEN

### Abwärtsrisiken, Target2 und die internationale Rolle des Euro

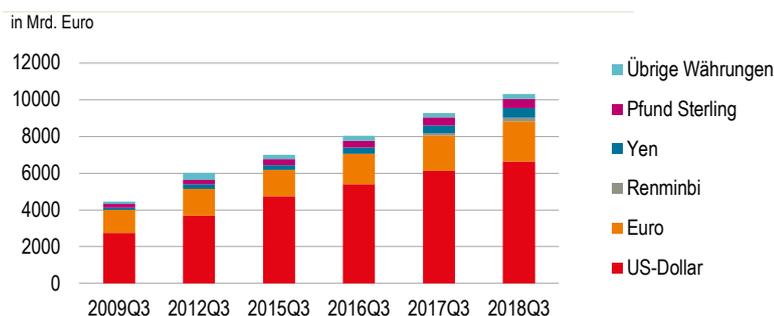
Silke Tober

#### AUF EINEN BLICK

- Die Europäische Zentralbank dürfte auf die wirtschaftliche Abschwächung mit einer merklichen Verschiebung der ersten Zinserhöhung und einer Erneuerung der langfristigen Refinanzierungskredite für Banken reagieren. Ein Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik liegt aus heutiger Sicht in weiter Ferne, da die Inflation immer noch deutlich unter dem Inflationsziel der EZB liegt.
- Die Grenzen der Geldpolitik liegen weniger in einem Mangel an zur Verfügung stehenden Instrumenten als in den unerwünschten Nebeneffekten, insbesondere in Form erhöhter Risiken an den Finanzmärkten, und ihrer fehlenden Zielgenauigkeit.
- Eine expansivere Fiskalpolitik wäre gegenwärtig das Instrument erster Wahl, auch um den erforderlichen Strukturwandel hin zur Klimaneutralität voranzutreiben. Diesen Prozess könnte die Geldpolitik durch die verstärkte Berücksichtigung „grüner“ Kredite unterstützen.
- Eine stärkere internationale Rolle des Euro wäre von Vorteil für die Euroländer; allerdings benötigt eine Reservewährung als Basis einen breiten und liquiden Markt für risikoarme Staatsanleihen. Dem steht die Weigerung der Euro-Regierungen entgegen, staatliche Schulden-schnitte auszuschließen und ein gewisses Maß an Risikoteilung zu übernehmen. Dabei ist der Verzicht auf Risikoteilung eine Illusion, da die Risikoteilung lediglich an anderer Stelle vollzogen wird, beispielsweise durch die TARGET2-Salden.

#### Internationale Rolle des Euro

Internationale Währungsreserven<sup>1</sup> (ausgewählte Jahre)



#### PODCAST

Silke Tober zu den geldpolitischen Herausforderungen  
<http://bit.ly/2tJGg8Z>

<sup>1</sup> Ohne nicht-zugeordnete Währungsreserven.

Quelle: IWF, Currency Composition of Official Currency Reserves (COFER), 8. Januar 2019.

## **INHALT**

<b>Auf einen Blick</b> .....	1
<b>EZB ist handlungsfähig</b> .....	3
Wirtschaftliche Eintrübung bei weiterhin zu niedriger Inflation .....	3
Inflationsdynamik unverändert schwach .....	3
Grünen Strukturwandel geldpolitisch flankieren .....	4
<b>Hohe Target2-Salden: Ausdruck der inhärenten Instabilität des Euroraums</b> .....	6
Risikoteilung durch TARGET2-Salden .....	6
Theoretisches Argument von Fuest und Sinn stichhaltig .....	7
Ironie der gegenwärtigen Risikoteilung .....	8
<b>Die gehemmte internationale Rolle des Euro</b> .....	8
<b>Literatur</b> .....	10

## **AUTORIN**



**Dr. Silke Tober**

Referatsleiterin Geldpolitik  
silke-tober@boeckler.de

## EZB IST HANDLUNGSFÄHIG

### Wirtschaftliche Eintrübung bei weiterhin zu niedriger Inflation

Die Dynamik der Weltwirtschaft hat nachgelassen, die Abwärtsrisiken haben sich in Zusammenhang mit den Handelskonflikten sowie dem Brexit deutlich verschärft und in Deutschland stagnierte die Wirtschaft im zweiten Halbjahr 2018. Anders als die Federal Reserve, die Bank of England und mehrere andere Zentralbanken hat die Europäische Zentralbank (EZB) bisher nicht auf die eingetrübten wirtschaftlichen Aussichten reagiert. Manche meinen sogar, sie könne angesichts des bereits deutlich negativen Leitzinses und des geldpolitisch motivierten Bestands an Wertpapieren in Höhe von mehr als 2,6 Billionen Euro gar nicht stärker expansiv wirken.

Tatsächlich haben sich die monetären Rahmenbedingungen aber auch ohne aktives Handeln der EZB und trotz der Beendigung des Wertpapierkaufprogramms seit September 2018 verbessert. Entscheidend war die zunehmende Erwartung an den Finanzmärkten, dass die EZB ihre ersten Zinserhöhungen, die ohnehin erst für das vierte Quartal 2019 angekündigt waren, weit in das Jahr 2020 verschieben wird. So ist die Rendite deutscher zehnjähriger Staatsanleihen um 0,3 Prozentpunkte gefallen und damit ebenso stark wie die US-amerikanische.<sup>1</sup> Zugleich hat sich der Außenwert des Euro abgeschwächt, was für sich genommen positiv auf die Exporttätigkeit wirkt. Mitte Februar 2019 lag der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar um 3,5% niedriger als im September 2018, gegenüber dem Vorjahresmonat hat der Euro sogar um knapp 8% an Wert verloren (► **Abbildung 1** auf Seite 4). Das Bild bei den Zinsen für Kredite unterschiedlicher Laufzeit ist gemischt, aber weder nach oben noch nach unten sind merkliche Änderungen zu verzeichnen und der aktuelle Bank Lending Survey deutet darauf hin, dass die Kreditstandards und die Kreditkonditionen für Unternehmenskredite nochmals, wenn auch leicht, gelockert wurden. Entsprechend solide ist die Ausweitung der Kredite an Unternehmen und private Haushalte mit rund 3%.

### Inflationsdynamik unverändert schwach

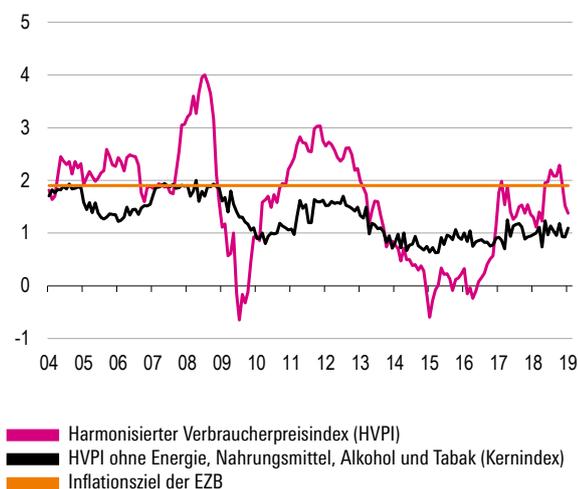
Obwohl der gegenwärtig entscheidende Leitzins – der Zins, zu dem Banken überschüssiges Geld über Nacht bei der Zentralbank parken können – seit Mit-

te 2014 negativ ist und seit März 2016 minus 0,4% beträgt, ist die Inflationsrate im Euroraum gemessen am Inflationsziel der EZB weiterhin merklich zu schwach (**Abbildung 2**). Die Kernrate ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak dümpelt seit Anfang 2017 um die Rate von 1% und ist damit nur halb so hoch wie die von der EZB mittelfristig angestrebte Rate von unter, aber nahe bei 2%.<sup>2</sup> Auch die längerfristigen Inflationserwartungen sind niedrig und zuletzt gesunken, von durchschnittlich 1,7% im Jahr 2018 auf mittlerweile nur 1,5%.<sup>3</sup> Mehrere Faktoren begünstigen eine schwache Inflationsentwicklung, insbesondere der Zuzug von Arbeitnehmern aus osteuropäischen EU-Ländern (Deutsche Bundesbank 2018), die noch hohe Unterbeschäftigung in weiten Teilen des Euroraums, die Zunahme atypischer Beschäftigungsverhältnisse (Horn et al. 2019), der verringerte gewerkschaftliche Organisationsgrad und schließlich die geringe Inflationsentwicklung selbst, da in Lohnverhandlungen häufig die für die kurze Frist erwartete Inflationsrate statt des stabilitätspolitisch sinnvolleren EZB-Inflationsziels Berücksichtigung findet.

Abbildung 2

### Inflation und Kerninflation im Euroraum

Veränderungen der Indizes gegenüber Vorjahresmonat in %



Quelle: Eurostat.

IMK

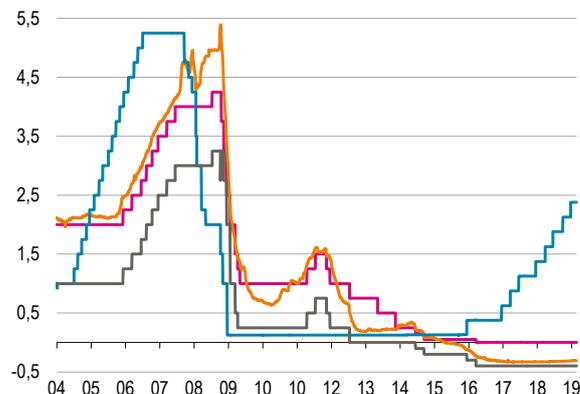
1 Der Dreimonats-Euribor ist seit Oktober 2018 um 0,02 Prozentpunkte gestiegen. Dies dürfte aber auf Änderungen in der Berechnung zurückzuführen sein. Dieser Zins auf dem Interbankenmarkt hat infolge von Skandalen bei der Berechnung ohnehin etwas an Bedeutung eingebüßt.

2 Die Kerninflationsrate spiegelt die zugrundeliegende Dynamik besser wider als die Inflationsrate insgesamt, da sie Warengruppen ausklammert, die häufigen Schwankungen ausgesetzt sind und stark von internationalen Entwicklungen beeinflusst werden.

3 Markterwartungen über die durchschnittliche Inflationsrate in dem Fünfjahreszeitraum, der in fünf Jahren beginnt.

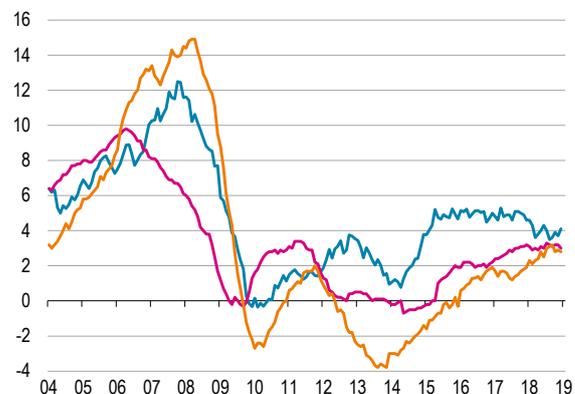
### Wirkung der Geldpolitik auf Zinsen, Wechselkurse und Kredite

Leitzinsen im Euroraum und in den USA  
in %



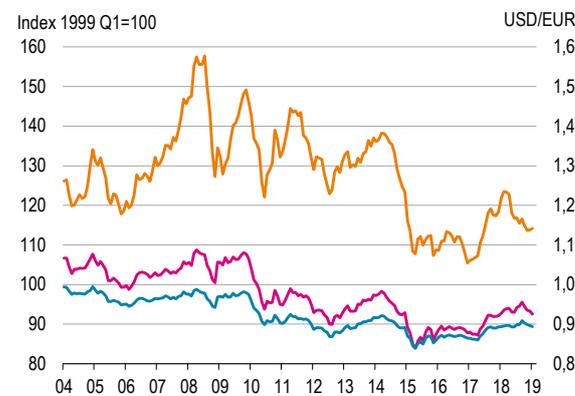
■ Drei-Monats-Euribor  
■ Hauptrefinanzierungssatz der EZB  
■ Federal Funds Rate  
■ Zins der Einlagefazilität der EZB

Geldmenge M3 und Kreditvolumen  
Veränderung gegenüber Vorjahr in %



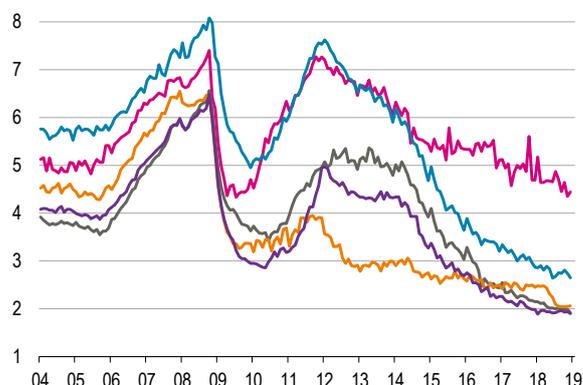
■ Buchkredite an Unternehmen (nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften)  
■ Buchkredite an private Haushalte  
■ Geldmenge M3

Wechselkurse und realer effektiver Außenwert<sup>1</sup>



■ USD/EUR (rechte Skala)  
■ Realer effektiver Außenwert des Euro (linke Skala)  
■ Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft (linke Skala)

Zinsen für Unternehmenskredite - anfängliche Zinsbindung  
bis 1 Jahr (Neugeschäft), bis 1 Mio. Euro, in %



■ Deutschland  
■ Griechenland  
■ Portugal  
■ Spanien  
■ Italien

<sup>1</sup> Auf Basis der Verbraucherpreise, gegenüber 38 Ländern (Euroraum) bzw. 56 Ländern (Deutschland), 1. Quartal 1999=100. Sinkende Werte bedeuten eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit.

Quellen: Deutsche Bundesbank; Europäische Zentralbank; Federal Reserve.



### Grünen Strukturwandel geldpolitisch flankieren

Eine weiterhin stark expansive Geldpolitik ist somit erforderlich, um die geringe Inflation mittels steigender Beschäftigung auf ihr stabilitätspolitisch angestrebtes Niveau zu hieven und zugleich den außenwirtschaftlichen Gegenwinden mit einer stärkeren Binnendynamik der Wirtschaft zu begegnen.

Die offensichtlichsten Optionen der EZB zur Erhöhung des geldpolitischen Expansionsgrads liegen in dem zeitlichen Hinausschieben der ersten Zinserhöhung, einer Erhöhung der durchschnittlich verbleibenden Laufzeit ihres Wertpapierportfolios, indem sie verstärkt längerfristige Papiere erwirbt, und in einer Neuauflage der längerfristigen Refinanzierungskredite (LTRO). Darüber hinaus könnte sie ihr Wertpapierkaufprogramm im

## EXPANSIVE GELDPOLITIK BEGÜNSTIGT EXPANSIVE FISKALPOLITIK: FÜR EINE FÜNFJÄHRIGE KREDITAUFNAHME WÜRDE DER BUND AKTUELL 0,3 % ZINSEN JÄHRLICH ERHALTEN.



Falle einer deutlichen wirtschaftlichen Abschwächung reaktivieren und erweitern.

Die Grenzen der Geldpolitik liegen dabei weniger in einem Mangel an zur Verfügung stehenden Instrumenten als in den unerwünschten Nebeneffekten, insbesondere in Form erhöhter Risiken an den Finanzmärkten (Theobald et al. 2015), und der fehlenden Zielgenauigkeit. Bereits im Jahr 2014 stellte der Ökonom Paul DeGrauwe treffend fest, dass zukünftige Generationen kaum verstehen werden, warum die Regierungen in Zeiten historisch niedriger Zinsen versäumt haben, mithilfe öffentlicher Mittel die Infrastruktur zu erneuern und die Produktionskapazitäten auszubauen.<sup>4</sup> Die deutsche Regierung würde aktuell für einen zehnjährigen Kredit nur 0,1% Zinsen zahlen. Investoren würden der deutschen Regierung sogar einen Zins von 0,3% zahlen, dafür dass sie ihr einen Fünf-Jahreskredit geben dürfen. Eine Modernisierung der Infrastruktur ist damit selbst bei nur geringfügig positiver gesamtwirtschaftlicher Rendite lohnend.



Neu zu investierende Mittel aus fällig werdenden Wertpapieren des Eurosystems 2019:  
**202,7 Mrd. Euro.**

Zwar hat die deutsche Regierung angesichts hoher Budgetüberschüsse auch ohne Kreditaufnahme erhebliche Spielräume für vermehrte Investitionen (Horn et al. 2019), aber auch diese sind zum Teil auf die Zinsersparnisse infolge der Niedrigzinspolitik zurückzuführen und verdeutlichen, dass die aktuell expansive Geldpolitik eine ebenso expansive Fiskalpolitik begünstigt. Da die Fiskalpolitik treffsicherer sein kann als die Liquiditätsstränke der Geldpolitik, ist sie in der aktuellen Situation eigentlich das Instrument erster Wahl. Das gilt ebenso für den Euroraum insgesamt. Die bereits bestehende Praxis der EU-Kommission, öffentliche Investitionen bei der Beurteilung der länderspezifischen Haushaltsdefizite herauszurechnen, eröffnet auch anderen Euroländern Spielräume, um der Wachstumsabschwächung konstruktiv mit vermehrten öffentlichen Investitio-

nen entgegenzuwirken.

Der rasanter als erwartet fortschreitende Klimawandel erfordert zudem einen Strukturwandel und vermehrte Investitionen in klimaneutrale Technologien. Die Dringlichkeit wird von einem Bericht der Weltbank aus dem vergangenen Jahr unterstrichen, der ausgerechnet für die ärmsten Regionen der Welt ein Anschwellen der innerstaatlichen Migration auf über 143 Millionen Menschen bis 2050 und humanitäre Krisen infolge klimabedingter Dürren, Missernten und Sturmfluten prognostiziert (World Bank 2018).

Die EZB ist befugt den Strukturwandel hin zu klimafreundlichen Technologien und Produktionsprozessen zu unterstützen. So sieht der EU-Vertrag vor, dass die Geldpolitik die allgemeine Wirtschaftspolitik unterstützt, sofern dadurch ihr Ziel der Preisniveaustabilität nicht gefährdet ist. Ein wichtiger Bestandteil der aktuellen Ziele der europäischen Wirtschaftspolitik ist das Pariser Abkommen zum Klimaschutz. Die verpflichtenden Ziele, den CO<sub>2</sub>-Ausstoß bis 2030 um 40 % gegenüber dem Niveau von 1990 zu reduzieren und bis 2050 CO<sub>2</sub>-Neutralität zu gewährleisten, erfordern immense Investitionen, wobei der Strukturwandel umso höhere Reibungsverluste bewirkt, je stärker er hinausgezögert wird.

Werden die Investitionen aufgeschoben, ist ein abrupter Strukturwandel gegen Ende des Übergangs erforderlich (Lane 2019), der mit erheblichen Verlusten bei der Produktion und Beschäftigung einhergehen würde. Eine solche etwas längerfristige Betrachtungsweise entkräftigt das Argument, dass die EZB nicht ein wirtschaftspolitisches Ziel der EU (Umweltpolitik) zuungunsten eines anderen (hoher Beschäftigungsstand) fördern kann. Dies gilt umso mehr, als die EZB ohnehin vorhat, Klimarisiken in ihre Rahmenbedingungen für Kreditsicherheiten einzubeziehen (Cœuré 2018), da der Klimawandel auch Risiken für die Finanzstabilität birgt.

Die EZB hat richtigerweise bisher nicht vor, den Bestand an Wertpapieren, die sie im Rahmen der verschiedenen seit 2014 aufgelegten Programme erworben hat, zu reduzieren. Sowohl bei der Wiederanlage fällig werdender Wertpapiere als auch im Falle einer Reaktivierung der Programme könnten die Zentralbanken des Eurosystems verstärkt Wertpapiere kaufen, die zum Zwecke klimaschutzfördernder Investitionen begeben wurden. Dies stünde auch in Einklang mit ihrer bereits bestehenden Praxis, derartige „green bonds“ im Rahmen der Kaufprogramme

<sup>4</sup>“Future generations will not understand why these governments did not invest in productive assets to improve this generation’s welfare when they could do so at historically low financing costs” (DeGrauwe 2014).

und bei der Anlage ihrer Pensionsfonds bewusst zu berücksichtigen (Draghi 2018a).

Im Rahmen der Wertpapierkaufprogramme halten die Zentralbanken des Eurosystems gegenwärtig ein Viertel (PSPP) bzw. ein Fünftel der als „grüne Bonds“ eingestuften Papiere (Cœuré 2018). Es gilt, diesen Anteil zu erhöhen und gegebenenfalls den Kreis der in Frage kommenden Wertpapiere zu erweitern. Ähnliches gilt im Falle einer Neuauflage der gezielten langfristigen Refinanzierungsoperationen. Statt lediglich Kreditvergabe im Allgemeinen zu begünstigen, könnte speziell die Finanzierung von Investitionen begünstigt werden, die den Strukturwandel zugunsten klimaschonender Produktion fördern. Dabei kann die EZB sich voraussichtlich bereits in wenigen Monaten auf eine derzeit von der EU-Kommission vorgenommene neue Klassifizierung wirtschaftlicher Aktivitäten unter dem Gesichtspunkt der ökologischen Nachhaltigkeit stützen (EU-Kommission 2019). Dies wäre ein Beitrag zur Änderung der Investitionsanreize, der auch über die Signalwirkung der Tendenz entgegenwirkt, dass durch die sehr expansive Geldpolitik in großem Ausmaß Investitionen angeschoben werden, die den Klimazielen entgegenstehen.

## HOHE TARGET2-SALDEN: AUSDRUCK DER INHÄRENTEN INSTABILITÄT DES EURORAUMS

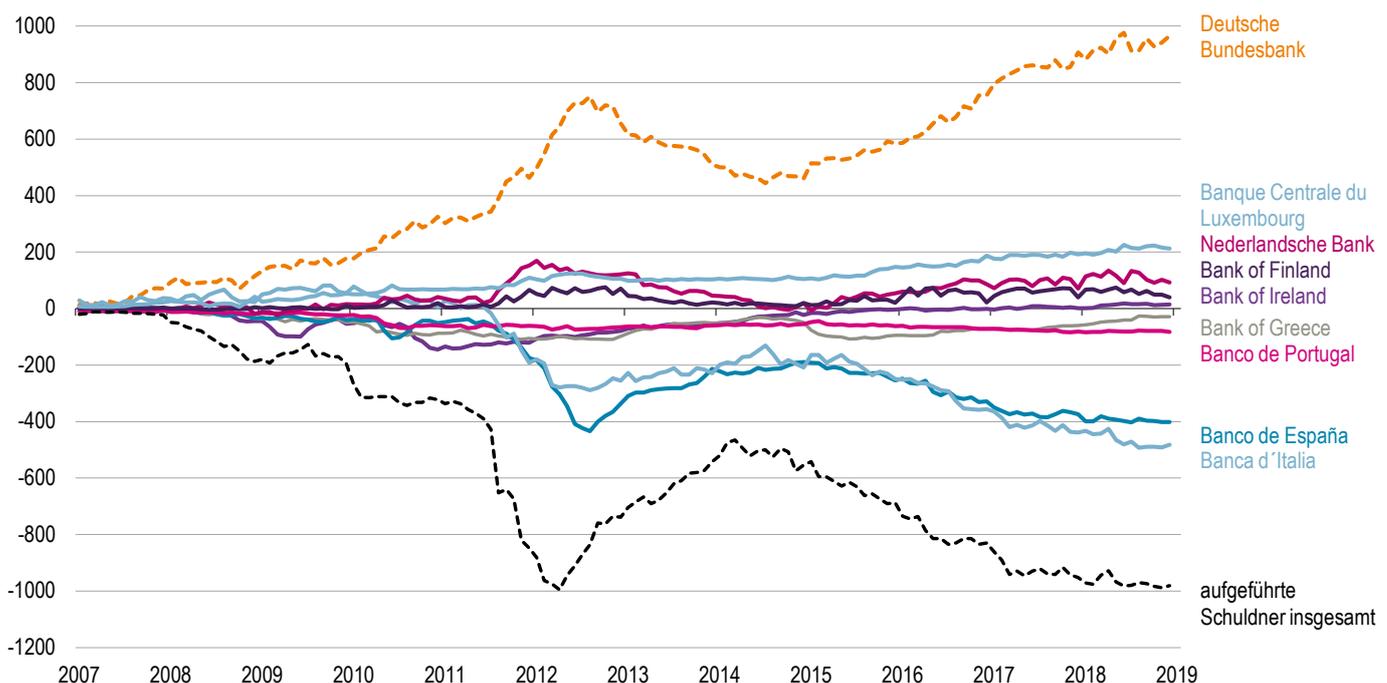
### Risikoteilung durch TARGET2-Salden

Die EZB verfügt im Prinzip über ausreichende Instrumente um die Wirtschaft des Euroraums im Falle eines Konjunkturabschwungs zu stabilisieren, auch wenn, wie weiter oben argumentiert, eine expansivere Fiskalpolitik in der gegenwärtigen Konstellation zu bevorzugen wäre. Anders als beispielsweise die Federal Reserve und die Bank of England kann die EZB allerdings nicht davon ausgehen, dass ihre zinspolitischen Signale in allen Regionen ihres Währungsraums die gleiche Wirkung erzielen. Der entscheidende Grund hierfür ist, dass nicht alle Staatsanleihen der Euroländer gleichermaßen als risikoarme Anlageformen, sogenannte „sichere Aktiva“, angesehen werden. Die Regierungen haben der daraus resultierenden Fragmentierung des Euroraums Vorschub geleistet, indem sie staatliche Schuldenschnitte im Euroraum als wirtschaftspolitisches Instrument eingeführt haben, anstatt die Sicherheit aller Euro-Staatsanleihen zu gewährleisten. Das ist zwar einerseits verständlich, weil es keine zentrale Finanzpolitik im Euroraum

Abbildung 3

### Target2-Salden ausgewählter Zentralbanken des Eurosystems

Januar 2007 – Dezember 2018, in Mrd. Euro



Quellen: Nationale Zentralbanken; Macrobond.

gibt, und einige Regierungen befürchten, für die Folgen einer unsoliden Haushaltspolitik in anderen Euroländern aufkommen zu müssen. Andererseits gibt es mittlerweile zahlreiche institutionalisierte Überwachungs- und Sanktionsverfahren im Euroraum, die diese Gefahr verringern. Ob diese Mechanismen noch verbessert werden müssen, sei dahin gestellt. Auf jeden Fall ist die nationale Risikoabschottung nicht nur teuer bezahlt, sondern auch eine Illusion. Der Preis ist hoch, weil der Euroraum anfälliger für Finanzmarktstörungen geworden ist. Die Risikoabschottung ist eine Illusion, weil die Risikoteilung de facto an anderen Stellen stattfindet. An diesen Stellen wirkt sie aber in geringerem Maße stabilisierend und ist weniger kontrollierbar.

Eine dieser Stellen der Risikoteilung ist das Zahlungssystem TARGET2, über das die Banken und die Zentralbanken ihre Geschäfte abwickeln. Mit 966 Mrd. Euro hält die Bundesbank die meisten TARGET2-Forderungen, die höchsten Verbindlichkeiten haben Banca d'Italia und Banco de España mit 482 Mrd. Euro bzw. 402 Mrd. Euro (Dezember 2018, *Abbildung 3*). Verließe ein Land mit hohen TARGET2-Verbindlichkeiten den Euroraum, so führte dies zu erheblichen Verlusten bei den verbleibenden Ländern (Tober 2011, Horn et al. 2017).

### Theoretisches Argument von Fuest und Sinn stichhaltig

Jüngst hat Hans-Werner Sinn, der die TARGET-Debatte 2011 angestoßen hat, gemeinsam mit Clemens Fuest die These vertreten, Verluste könnten sogar dann auftreten, wenn ein Land im Euroraum verbleibt, und zwar, wenn eine schwere Finanzkrise die Forderungen der betreffenden nationalen Zentralbank vernichtet (Fuest und Sinn 2018).

Auch dieses Argument ist richtig.<sup>5</sup> Obwohl es mittlerweile eine schärfere Bankenregulierung im Euroraum gibt, und die Kapitalanforderungen für Banken gestiegen sind (Krahen 2019), wäre es unzutreffend anzunehmen, Bankeninsolvenzen gehörten der Vergangenheit an. Da die Forderungen einer Zentralbank üblicherweise größtenteils aus Krediten an Geschäftsbanken bestehen, kann eine Zentralbank im Zuge einer Finanzkrise mit zahlreichen Bankeninsolvenzen theoretisch erhebliche Verluste erleiden.

Rekapitalisiert die Regierung ihre Zentralbank in diesem Fall nicht, könnte diese zwar mit negativem Eigenkapital weiter ihre Rolle als Zentralbank ausfüllen, wäre aber gegebenenfalls nicht in der Lage ihre TARGET2-Verbindlichkeiten zu bedienen, die zum jeweils aktuellen EZB-Hauptfinanzie-

### Bilanz der Deutschen Bundesbank 2006 und 2018

Beträge in Mrd. €

	2006	2018
Position	Dez.	Dez.
<b>Aktiva</b>		
Gold und Goldforderungen	53,1	121,4
Forderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums	32,0	53,6
Forderungen an Ansässige im Euroraum	263,8	96,6
darunter:		
Forderungen an Kreditinstitute in Euro	259,4	90,6
an öffentliche Haushalte in Euro	4,4	4,4
Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euroraum	0,0	571,8
sonstige Aktiva	24,8	998,0
<b>Passiva</b>		
Banknotenumlauf	170,9	289,6
Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen im Euroraum	48,4	700,6
darunter:		
gegenüber Kreditinstituten in Euro	48,0	577,1
gegenüber sonstigen Ansässigen in Euro	0,4	123,5
Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen	0,0	0,0
Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums	4,8	280,8
Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte	1,4	14,7
Sonstige Passiva	13,0	30,6
Intra-Eurosystem-Verbindlichkeit aus der Begebung von Euro-Banknoten	84,3	401,1
Ausgleichsposten aus Neubewertung	45,9	118,5
Kapital und Rücklagen	5,0	5,7
<b>Aktiva/Passiva insgesamt</b>	<b>373,7</b>	<b>1841,6</b>

Quellen: Deutsche Bundesbank, Monatsausweis Dezember 2018 und Monatsbericht Januar 2007, S. 14<sup>\*</sup>-19<sup>\*</sup>.

runungssatz bedient werden müssen.

Für die Gläubiger-Zentralbanken hat dies zunächst keine Folgen, da ihre TARGET2-Forderungen Forderungen an die EZB sind, nicht an individuelle Zentralbanken des Eurosystems. Die EZB aber muss den Rechnungslegungsvorschriften zufolge uneinbringliche Forderungen abschreiben. Die Verluste würden die nationalen Zentralbanken tragen, und damit über ausbleibende Gewinntransfers an die nationalen öffentlichen Haushalte und eine mögliche Rekapitalisierung der EZB letztlich die Bevölkerung.

Die Behauptung, TARGET2-Salden wären reine Buchungsgößen, deren Streichung keine Conse-

<sup>5</sup> Zu betonen ist, dass lediglich die theoretische Argumentation geteilt wird, weder aber die begleitende Polemik noch die Schlussfolgerung von Sinn und Fuest (2018).

quenzen hätte,<sup>6</sup> lässt sich durch einen Blick auf die Bilanz der Bundesbank widerlegen (Tabelle 1). Die sonstigen Aktiva, unter denen die TARGET2-Forderungen verbucht werden, spielten Ende 2006 praktisch keine Rolle in der Bundesbank-Bilanz; Ende 2018 hatten sie ein Gewicht von 54 % an der Bilanzsumme. Die TARGET2-Forderungen haben fast vollständig die Forderungen gegenüber Kreditinstituten ersetzt. Fallen diese Forderungen aus, müssen sie nach Aufzehrung des Eigenkapitals durch einen anderen Aktivposten der Bilanz ersetzt werden, da die Verbindlichkeiten der Bundesbank fortbestehen. Wird sie nicht entsprechend rekapitalisiert, wird auf der Aktivseite ein Passivkapital als „Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag“ verbucht. Auch anhand der mangelnden Liquidität der TARGET2-Salden kann man sich verdeutlichen, dass sie mehr sind als ein bloßer Buchungsposten. TARGET2-Salden sind illiquide, da die Bundesbank sie nicht veräußern kann. In dem theoretischen Fall, in dem die stark überschüssige Liquidität im Euroraum reduziert werden soll, müsste die Bundesbank eigene, zu verzinsende Schuldverschreibungen emittieren, um das Zentralbankgeld aus dem Verkehr zu ziehen.

Im Gegensatz zu den Gläubiger-Zentralbanken haben die Zentralbanken mit hohen TARGET2-Verbindlichkeiten einen starken Anstieg der Forderungen an Kreditinstitute zu verzeichnen. Allerdings besteht in diesem Zusammenhang ein gewaltiger Unterschied zwischen der gegenwärtigen Situation und der auf dem Höhepunkt der Eurokrise 2011/2012. Damals war Kapitalflucht aus dem Bankensystem ausschlaggebend für den Anstieg der TARGET2-Salden. Entsprechend refinanzierten sich die Banken verstärkt bei ihrer Zentralbank mit der Folge, dass den TARGET2-Verbindlichkeiten überwiegend Forderungen gegenüber Kreditinstituten gegenüber standen. Aktuell sind die geldpolitisch motivierten Wertpapierkäufe Treiber der TARGET2-Salden, so dass in den vergangenen Jahren die zunehmenden TARGET2-Verbindlichkeiten mit einem steigenden Bestand an Staatsanleihen einhergingen (EZB 2017).<sup>7</sup>

6 Dies gilt ohne Einschränkung im Fall des Austritts eines Schuldnerlandes. Im Falle einer Finanzkrise würde dies nicht gelten, wenn die EZB notleidende Forderungen mit unbeschränkter Laufzeit nicht abschreiben müsste, sofern die fälligen Zinseinnahmen fließen, selbst wenn ein Totalverlust mit Sicherheit angenommen werden kann.

7 Die Tatsache, dass es im Zuge der Wertpapierkäufe zu einer Erhöhung der TARGET-Salden kommt, ist zwar einerseits technisch bedingt, wie die EZB ausführt. Gleichzeitig handelt es sich aber dennoch um Portfolio-Umschichtungen zuungunsten von Wertpapieren der betroffenen Länder, da Investoren den Erlös aus dem Verkauf von Staatsanleihen nicht in Form von Wertpapieren desselben Landes anlegen.

## Ironie der gegenwärtigen Risikoteilung

Festzuhalten ist, dass Fuest und Sinn mit ihrer theoretischen Analyse Recht haben. TARGET2-Forderungen sind risikobehaftet, selbst wenn ein Schuldnerland nicht aus dem Euroraum austritt. Allerdings ist das Eintreten des skizzierten Verlustfalls im Zuge einer Finanzkrise relativ unwahrscheinlich und berücksichtigt die seit 2015 veränderte Genese der Target2-Verbindlichkeiten nicht. In den Büchern der Schuldner-Zentralbanken stehen mittlerweile überwiegend Wertpapiere des öffentlichen Sektors als Gegenposten zu den TARGET2-Verbindlichkeiten. In der italienischen Zentralbankbilanz beispielsweise waren die geldpolitisch motivierten Wertpapierbestände im Dezember 2018 fast doppelt so hoch als die Forderungen an Kreditinstitute.<sup>8</sup>

Die Ironie der gegenwärtigen Risikoteilung liegt darin, dass die Bundesbank, die darauf bestand, dass jede Zentralbank die Wertpapierkäufe auf eigene Rechnung tätigt, nun als Gegenstück zu den Staatsanleihenkäufen der Banca d'Italia TARGET2-Forderungen hält. Diese werden nicht nur geringer verzinst als die italienischen Staatsanleihen, sondern stellen auch eine Risikoteilung durch die Hintertür dar, deren Ursprung in der Unsicherheit eben dieser Staatsanleihen liegt.

## DIE GEHEMMTE INTERNATIONALE ROLLE DES EURO

Der Versuch, im Euroraum eine Risikoteilung zu umgehen, hat Scheinlösungen hervorgebracht, die massive Probleme nach sich ziehen. Die eingeführte Möglichkeit staatlicher Schuldenschnitte hat eine latente Instabilität institutionalisiert, die Renditedifferenziale bei Staatsanleihen der Euroländer deutlich erhöht (Abbildung 4) und die Wirksamkeit der Geldpolitik durch die Fragmentierung des Euro-raums verringert (Arnold und van Ewijk 2014). Die höheren Risikoprämien auf Staatsanleihen mehrerer Euroländer haben die Konsolidierung gerade in den von der Krise am stärksten betroffenen Ländern erschwert und durch eine Erhöhung der Zinsen für Unternehmenskredite auch die private Investitionstätigkeit geschwächt. Zugleich findet unbeabsichtigt eine Risikoteilung in großem Stil über die Zentralbanken statt, die im Gegensatz zu einem glaubwürdigen Ausschluss staatlicher Schuldenschnitte nur begrenzt stabilisierend wirkt.

Die ohnehin stattfindende Risikoteilung sollte ein Ansporn sein, den Euroraum so zu reformieren, dass eine nachhaltige Finanzpolitik auf euro-

8 Sie waren um 80 % höher als die Forderungen an Kreditinstitute; Angaben entsprechend des Bilanzausweises der Banca d'Italia zum 31.12.2018.

päischer Ebene überwacht wird und die Euroländer keinen Vertrauensverlust fürchten müssen, wenn sie einen Konjunkturabschwung fiskalpolitisch abfedern. Es ist kein Zufall, dass der Euro seit 2012 an Bedeutung als internationale Reservewährung verloren hat. Im dritten Quartal 2018 lag der Anteil des Euro an den offiziellen internationalen Reserven mit 20,5 % um 7 Prozentpunkte niedriger als im Jahr 2009 (siehe Titelgrafik auf Seite 1). Währungen von Ländern, bei denen die Gefahr staatlicher Schuldenschnitte besteht, eignen sich nicht als Reservewährung. Eine Reservewährung benötigt zudem als Basis einen breiten und liquiden Markt für „sichere“ Staatsanleihen. Abgesehen von den Euroländern statten nur Entwicklungs- und Schwellenländer ihre Staatsanleihen mit Umschuldungsklauseln aus.<sup>9</sup> Entwickelte Volkswirtschaften zeichnen

sich durch eine solide Steuerbasis und eine stabile Währung aus, die es möglich machen, auf toxische Schuldenschnitte zu verzichten.

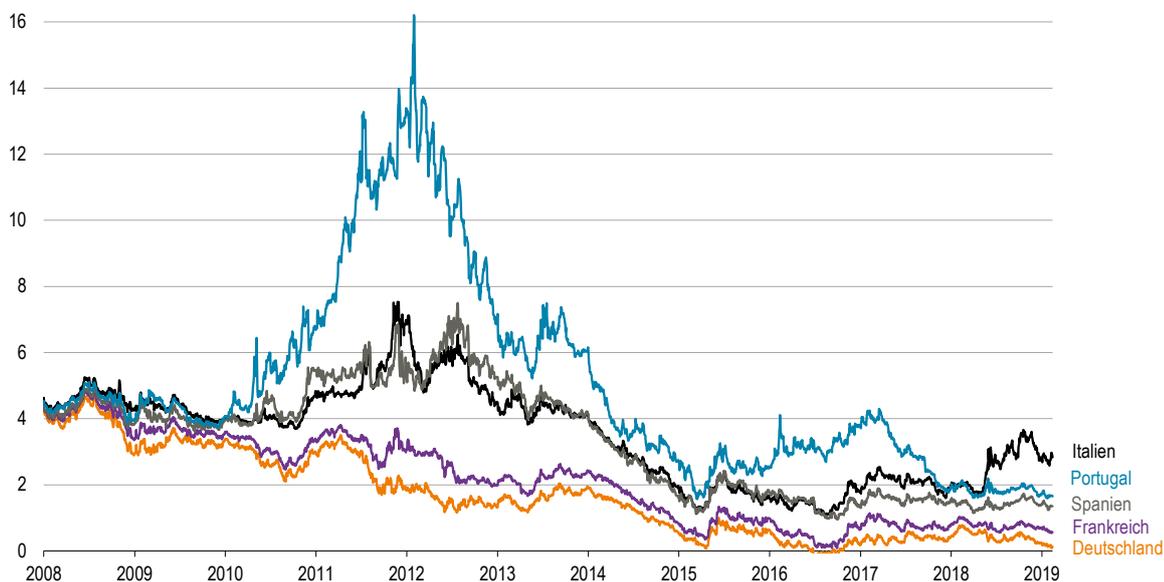
Eine stärkere internationale Rolle des Euro würde wirtschaftliche Vorteile für die Euroländer mit sich bringen (EU-Kommission 2018) und zugleich das politische Gewicht der EU bei internationalen Verhandlungen erhöhen. Voraussetzung ist allerdings, dass nicht nur die EZB hohes Vertrauen genießt, sondern auch die Finanzpolitiken der Euroländer. Bei den anstehenden Integrationsbemühung gilt es zu berücksichtigen, dass die EU und ihr Kernstück, der Euroraum, mehr sind als eine wirtschaftliche Zweckgemeinschaft. Sie sind eine Wertegemeinschaft, die auf dem Bewusstsein basiert, dass Demokratie, Freiheitsrechte, Frieden und Wohlstand nur in einem vereinten Europa zu verteidigen sind.

<sup>9</sup> Umschuldungsklauseln sind darüber hinaus nur üblich für Anleihen, die nicht auf die nationale Währung lauten; siehe Länderliste und Fußnote 5 in IWF (2017, S. 3 und S. 10).

Abbildung 4

#### Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ausgewählter Euroländer

in %



Quelle: Macrobond.



- Arnold, J. M. / van Ewijk, S. E. (2014):** A state space approach to measuring the impact of sovereign and credit risk on interest rate convergence in the euro area. In: *Journal of International Money and Finance*, 49/B, Dezember, S. 340–357.
- Cœuré, B. (2018):** Monetary policy and climate change. Rede auf der Konferenz "Scaling up Green Finance: The Role of Central Banks", Berlin, 8. November.
- De Grauwe, P. (2014):** The wrong medicine. *The European Magazine*, 28. Juni.
- Deutsche Bundesbank (2018):** Lohnwachstum in Deutschland: Einschätzung und Einflussfaktoren der jüngeren Entwicklung. Monatsbericht April, Frankfurt/M., S. 13–28.
- Draghi, M. (2018a):** Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Transcript of the Hearing. Brüssel, 26. November.
- Draghi, M. (2018b):** Europe and the euro 20 years on, Rede, Laurea Honoris Causa in Economics by University of Sant'Anna, Pisa, 15. Dezember.
- EU-Kommission (2018):** Further strengthening the euro's role in the world. Brüssel, Dezember 2018, [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/factsheet-strengthen-euro-global-role-05122018\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/factsheet-strengthen-euro-global-role-05122018_en.pdf), zuletzt aufgerufen am 22. Februar 2019.
- EU-Kommission (2019):** Report on Climate-related Disclosures. Technical Expert Group on Sustainable Finance, Brüssel, Januar.
- EZB (2017):** The ECB's asset purchase programme and TARGET balances: monetary policy implementation and beyond. Europäische Zentralbank, Monatsbericht 3/2017, S. 22–26.
- Fuest, C. / Sinn, H.-W. (2018):** Target risks without Euro exits. In: *CESifo Forum* Bd. 19, H.4, Dezember, S. 36–45.
- Horn, G. A. / Herzog-Stein, A. / Rietzler, K. / Tober, S. (2017):** Die Zukunft gestalten. Wirtschaftspolitische Herausforderungen 2017. *IMK Report* Nr. 120, Januar.
- Horn, G. A. / Herzog-Stein, A. / Rietzler, K. / Stein, U. / Tober, S. / Watt, A. (2019):** Wirtschaftspolitische Herausforderungen 2019 – Zwischen Hoffen und Bangen. *IMK Report*, Nr. 145, Januar.
- IWF (2017):** Third Progress Report on Inclusion of Enhanced Contractual Provisions in International Sovereign Bond Contracts. Internationaler Währungsfonds, Washington, D.C., Dezember.
- Krahnen, J. P. (2019):** Target Balances and Financial Crises. *SAFE Policy Letter* Nr. 71, Januar.
- Lane, P.R. (2019):** Climate Change and the Irish Financial System. *Economic Letter*, Central Bank of Ireland, Bd. 2019, H. 1.
- Theobald, T. / Tober, S. / List, E. (2015):** Finanzmarktstabilität in Zeiten unkonventioneller Geldpolitik. *IMK Report* Nr. 107.
- Tober, S. (2015):** Staatsanleihen der Euroländer – Wege aus der Vertrauenskrise. In: Kromphardt, J. / Hagemann, H. (Hrsg.) *Für eine bessere gesamteuropäische Wirtschaftspolitik*. Schriften der Keynes-Gesellschaft, Bd. 8, Metropolis-Verlag, Marburg, S. 21–41.
- Tober, S. / Theobald, T. (2018):** Geldpolitische Herausforderungen – Zinspolitische Wende, sichere Staatsanleihen und digitaler Euro. *IMK Report* Nr. 135.
- World Bank (2018):** Groundswell: Preparing for Internal Climate Migration. Washington D. C., März.



## ALLE IMK PUBLIKATIONEN

---

Reports, Working Paper, Studies und Policy Briefs.  
[https://www.boeckler.de/imk\\_2733.htm](https://www.boeckler.de/imk_2733.htm)



## SOCIAL MEDIA

---

Folgen Sie uns auf Twitter: <https://twitter.com/IMKFlash>  
IMK auf Facebook: [www.facebook.com/IMKInstitut/](http://www.facebook.com/IMKInstitut/)

## IMPRESSUM

---

### Herausgeber

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)  
der Hans-Böckler-Stiftung  
Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf  
Telefon +49 (211) 7778-312

[imk-report@boeckler.de](mailto:imk-report@boeckler.de)  
<http://www.imk-boeckler.de>

### Pressekontakt

Rainer Jung, +49 (211) 7778-15 0  
[rainer-jung@boeckler.de](mailto:rainer-jung@boeckler.de)

### Autorenkontakt

Dr. Silke Tober, [silke-tober@boeckler.de](mailto:silke-tober@boeckler.de)

### Ausgabe

IMK Report Nr. 146 (abgeschlossen am 1. März 2019)

Redaktionsleitung: Dr. Sebastian Watzka

Satz: Sabine Kurzböck

ISSN 1861-3683

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise –  
nur mit Quellenangabe zulässig.