

Deutsche Bundesbank | Kiel, 25. Oktober 2018
Forum Bundesbank

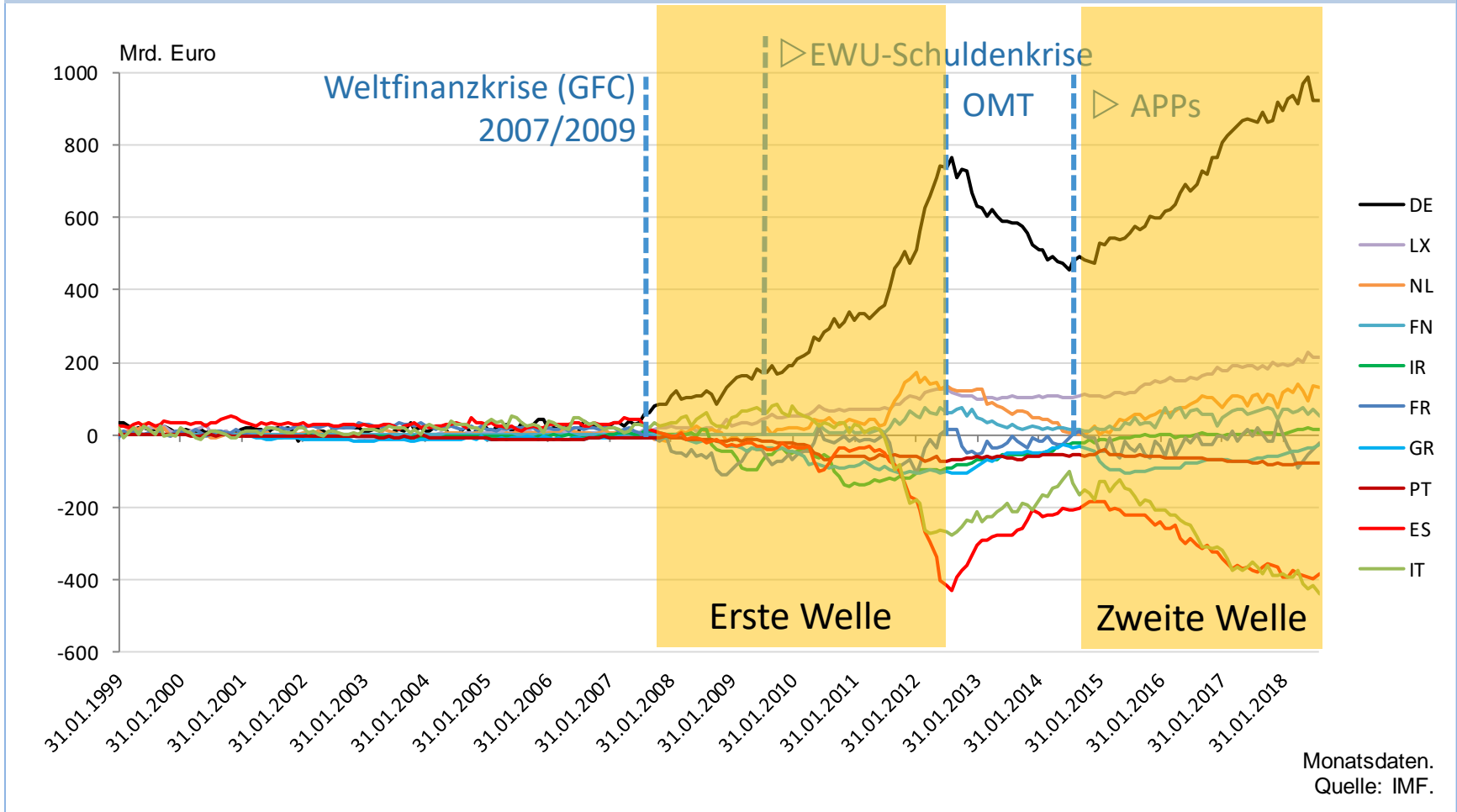
Target-Salden: Grund zur Sorge?

Prof. Dr. Stefan Kooths
Prognosezentrum

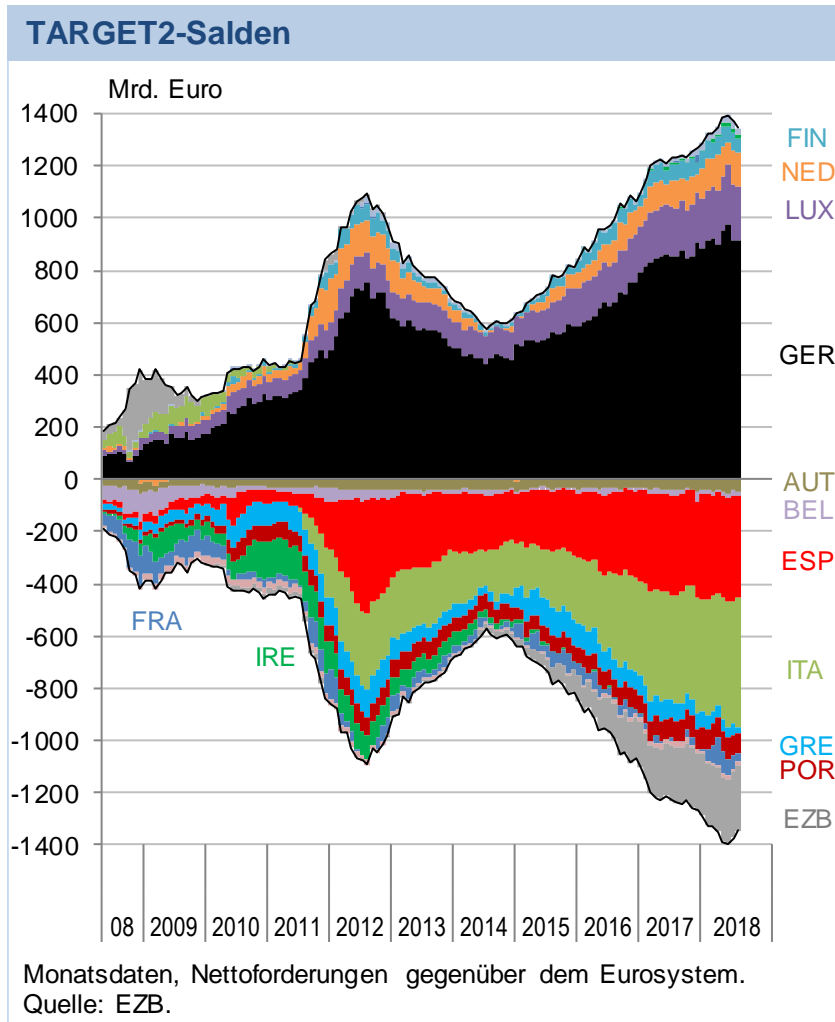


Empirischer Befund (1999-2018)

TARGET-Salden



Empirischer Befund (ab Mai 2008)



- TARGET2
 - » Abwicklungssystem für den grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System)
 - » Technischer Nachfolger von TARGET1 (ab Mai 2008)
 - » Euroraum-Länder, EZB, Polen, Dänemark, Bulgarien, Rumänien
 - » Salden nur für Zentralbanken der Euroraum-Länder
 - Grundidee: Clearingstelle
- ⇒ **Symptom einer Unwucht im Euroraum**

Irrelevante Verrechnungskonten
oder
gravierende nationale Verlustrisiken?

4 (makroökonomische) Problemkreise

Geldschöpfung
+
Zahlungsbilanz
+
Multinationale Währungsräume
+
Geldpolitik/Finanzkrisen

4 (makroökonomische) Problemkreise

Geldschöpfung

+

Zahlungsbilanz

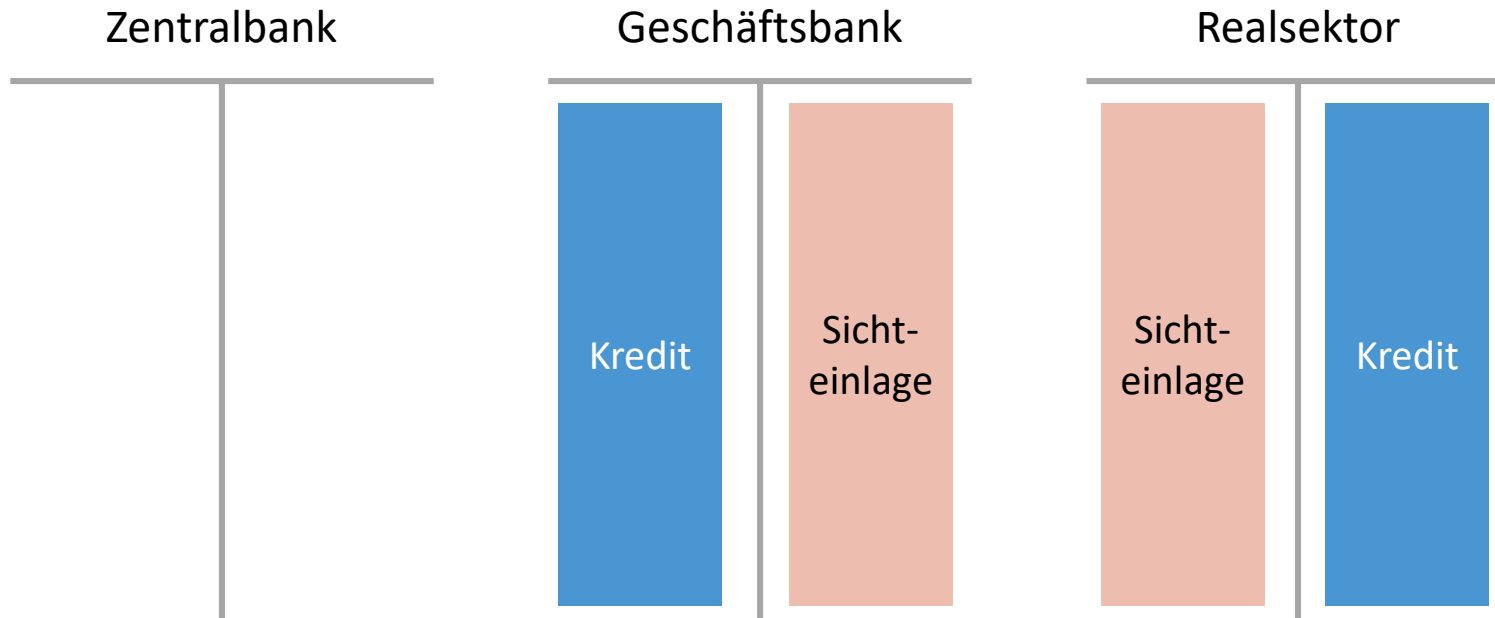
+

Multinationale Währungsräume

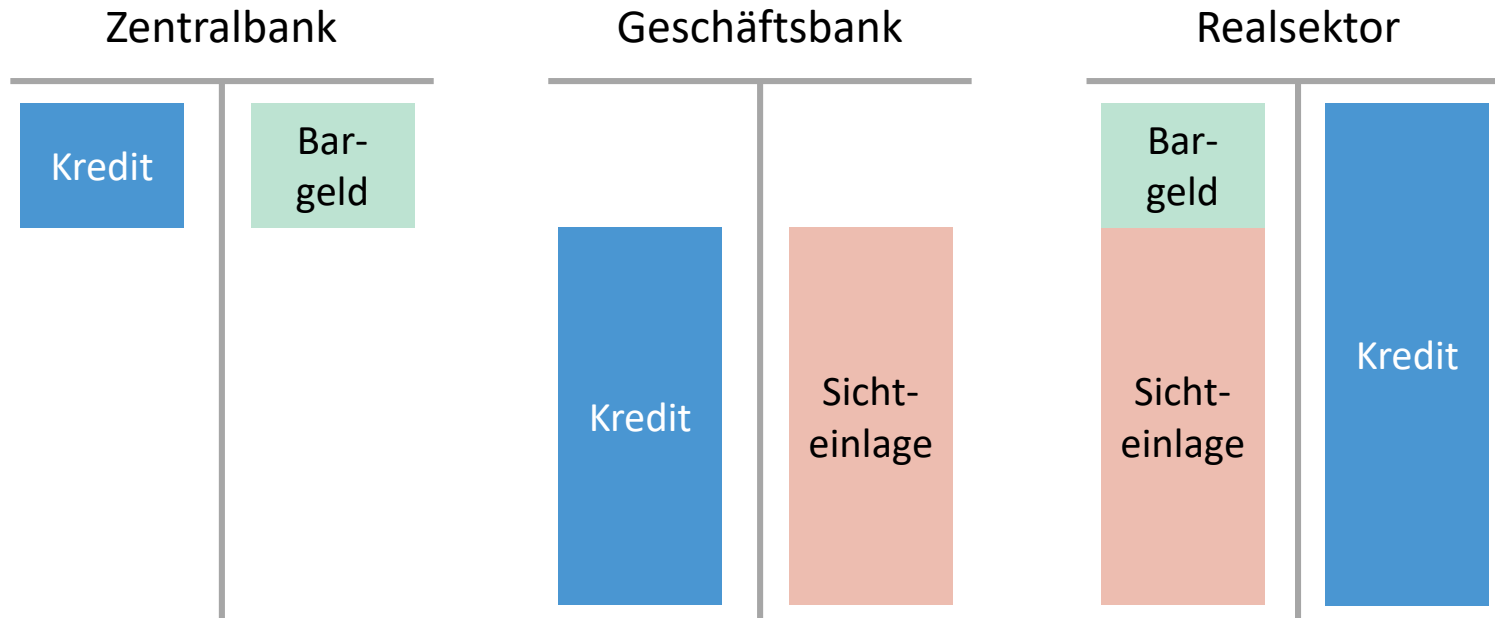
+

Geldpolitik/Finanzkrisen

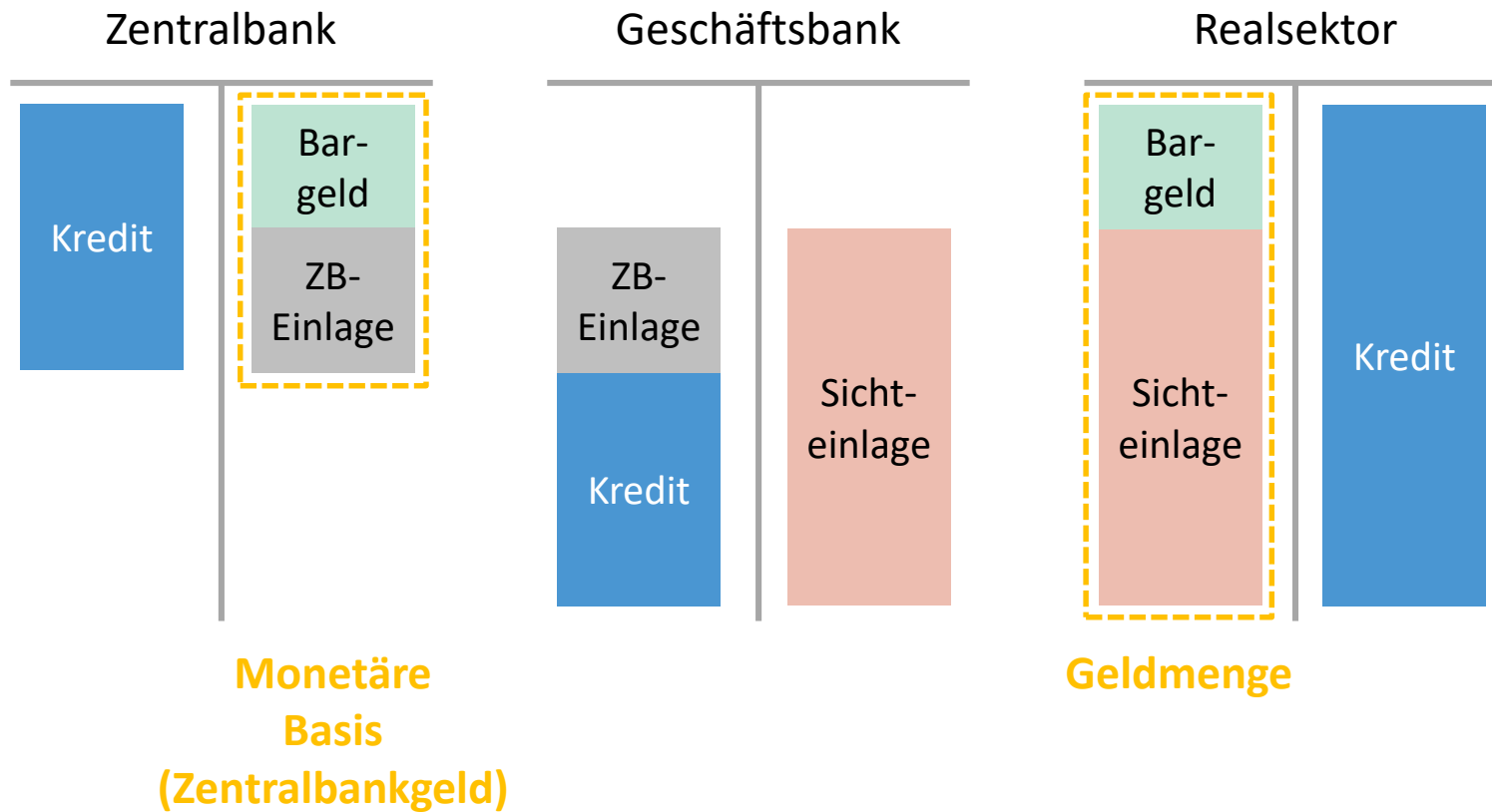
Monetäre Sphäre: Geld- und Kreditschöpfung I



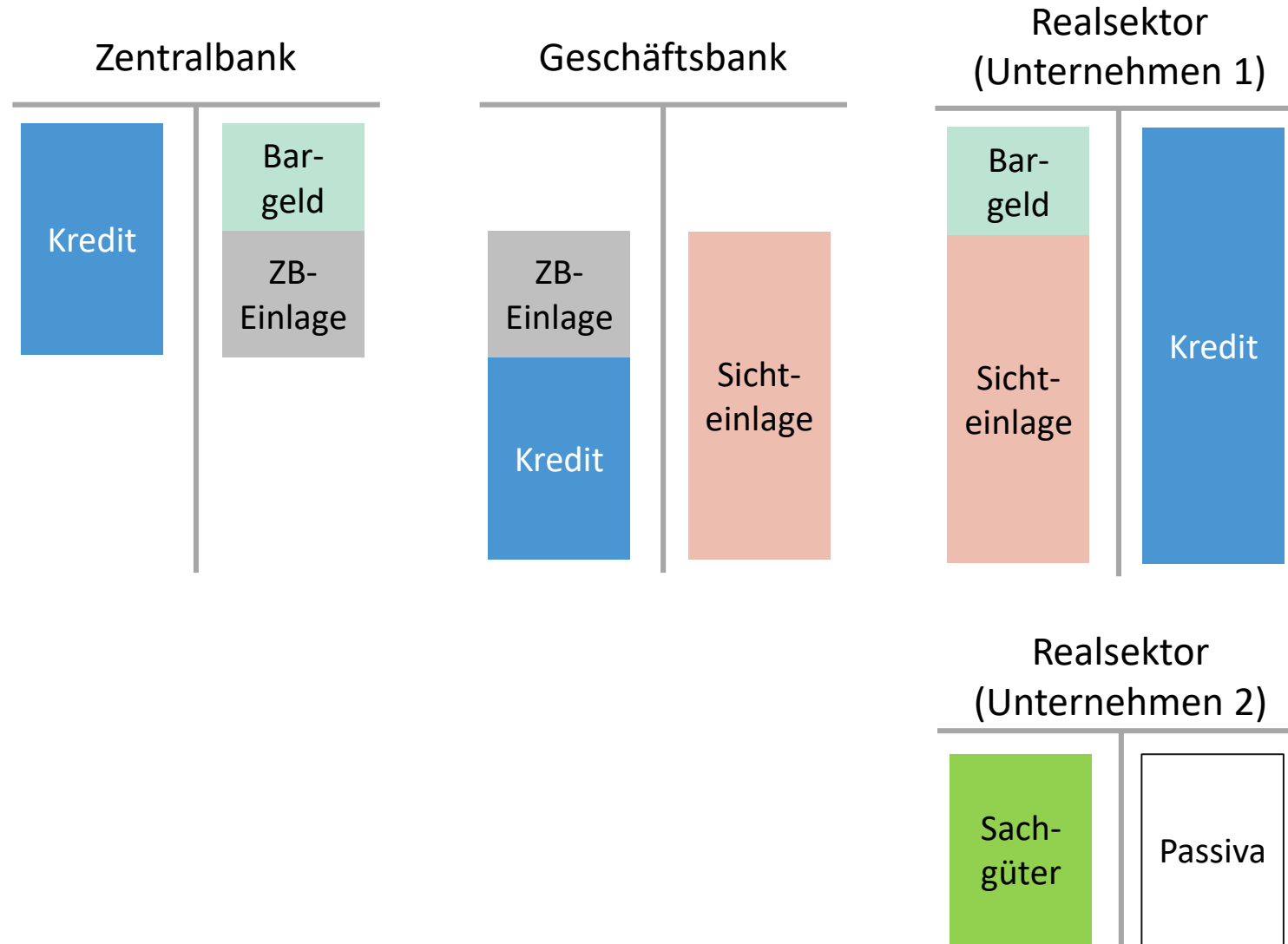
Monetäre Sphäre: Geld- und Kreditschöpfung II



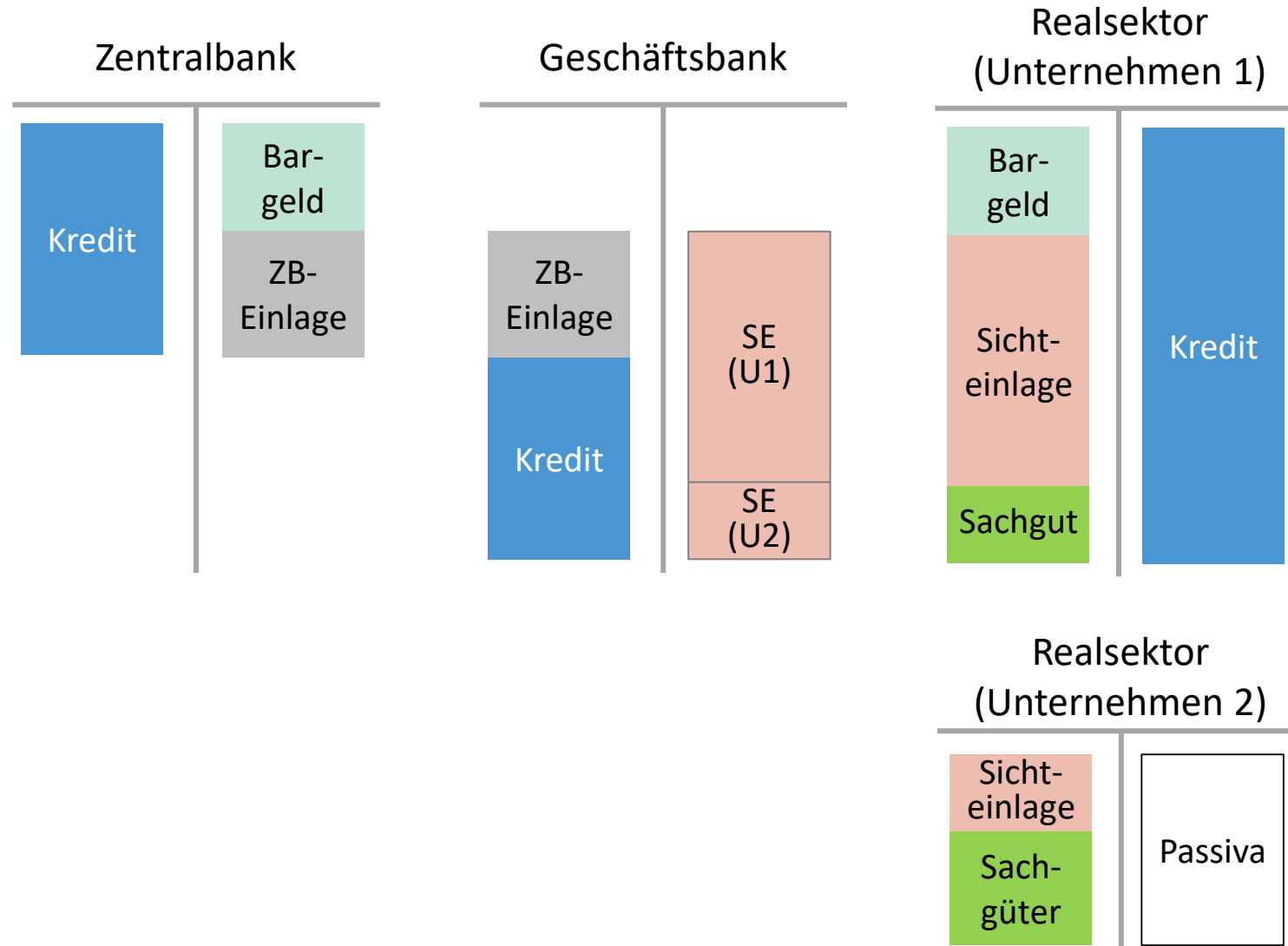
Monetäre Sphäre: Geld- und Kreditschöpfung III



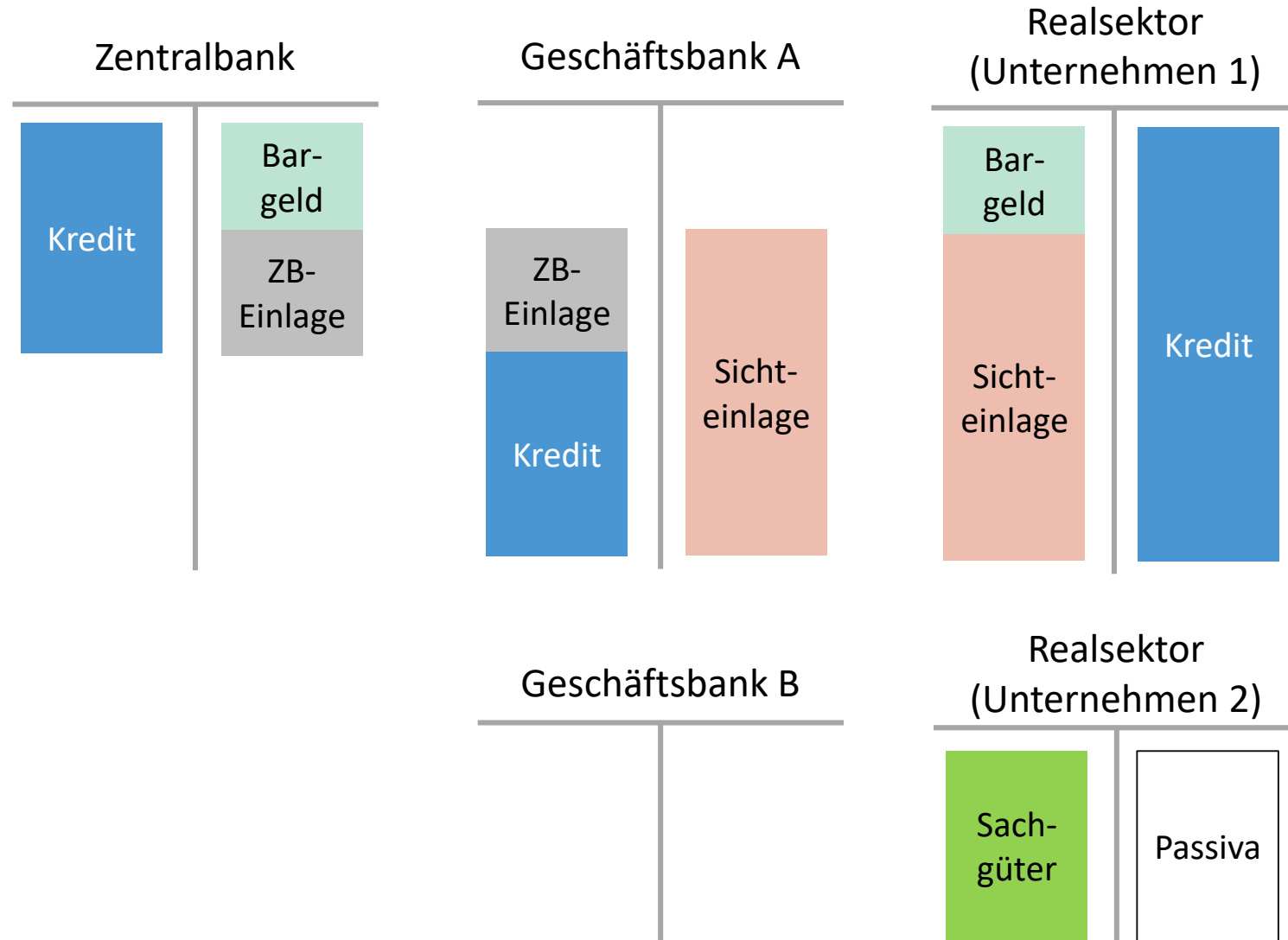
Monetäre Sphäre: Geld- und Kreditschöpfung IV



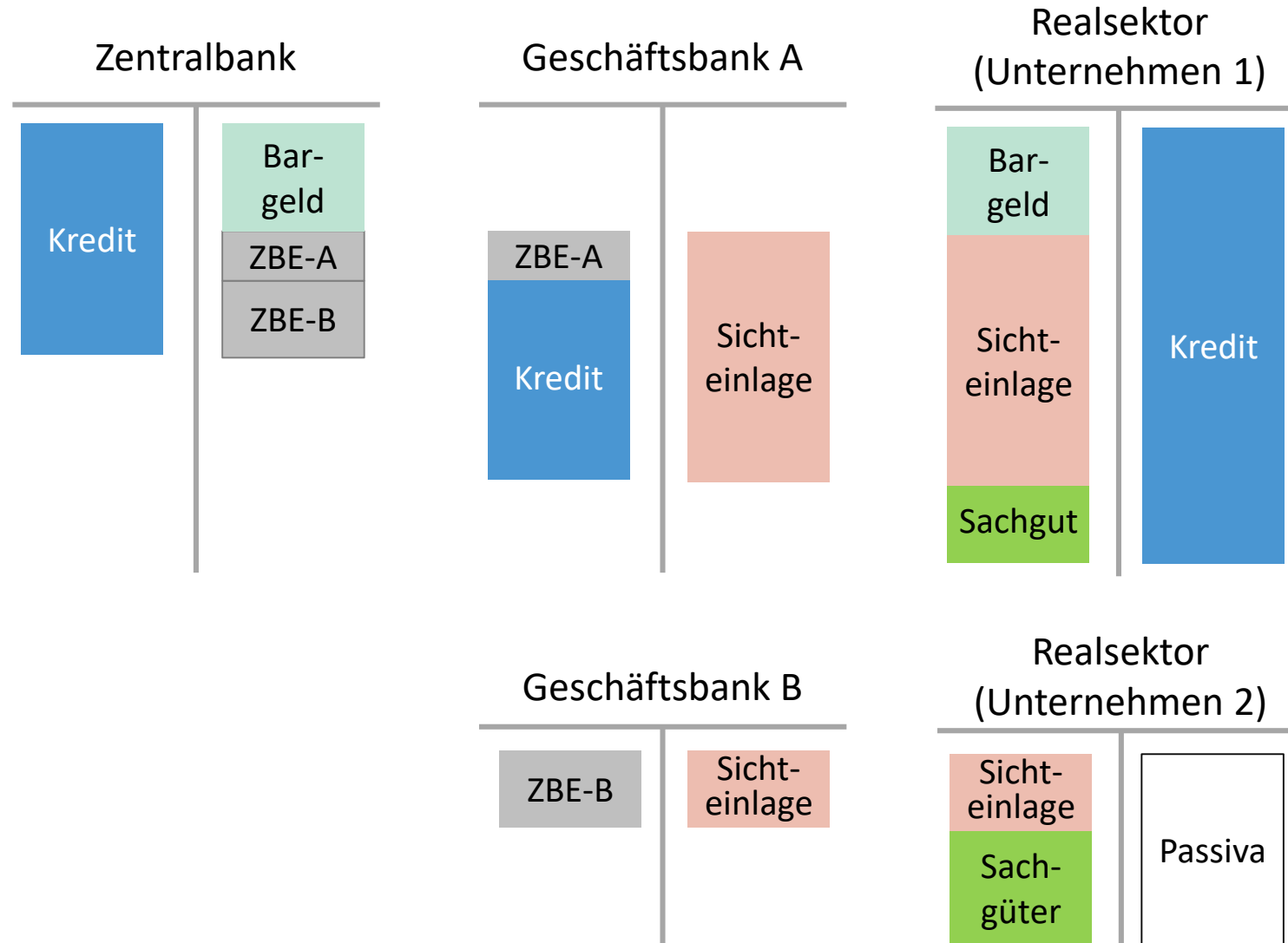
Monetäre Sphäre: Geld- und Kreditschöpfung V



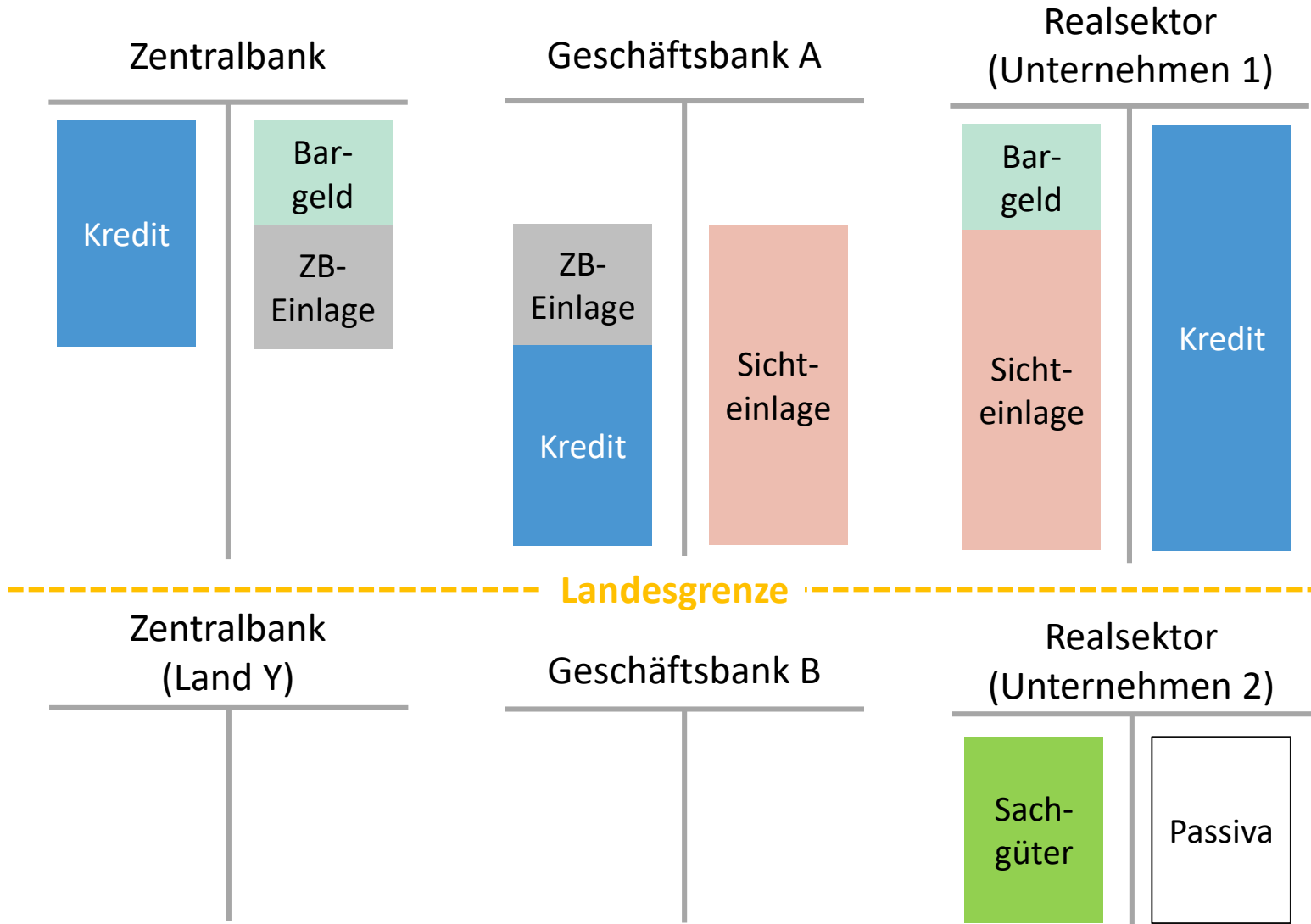
Monetäre Sphäre: Geld- und Kreditschöpfung VI



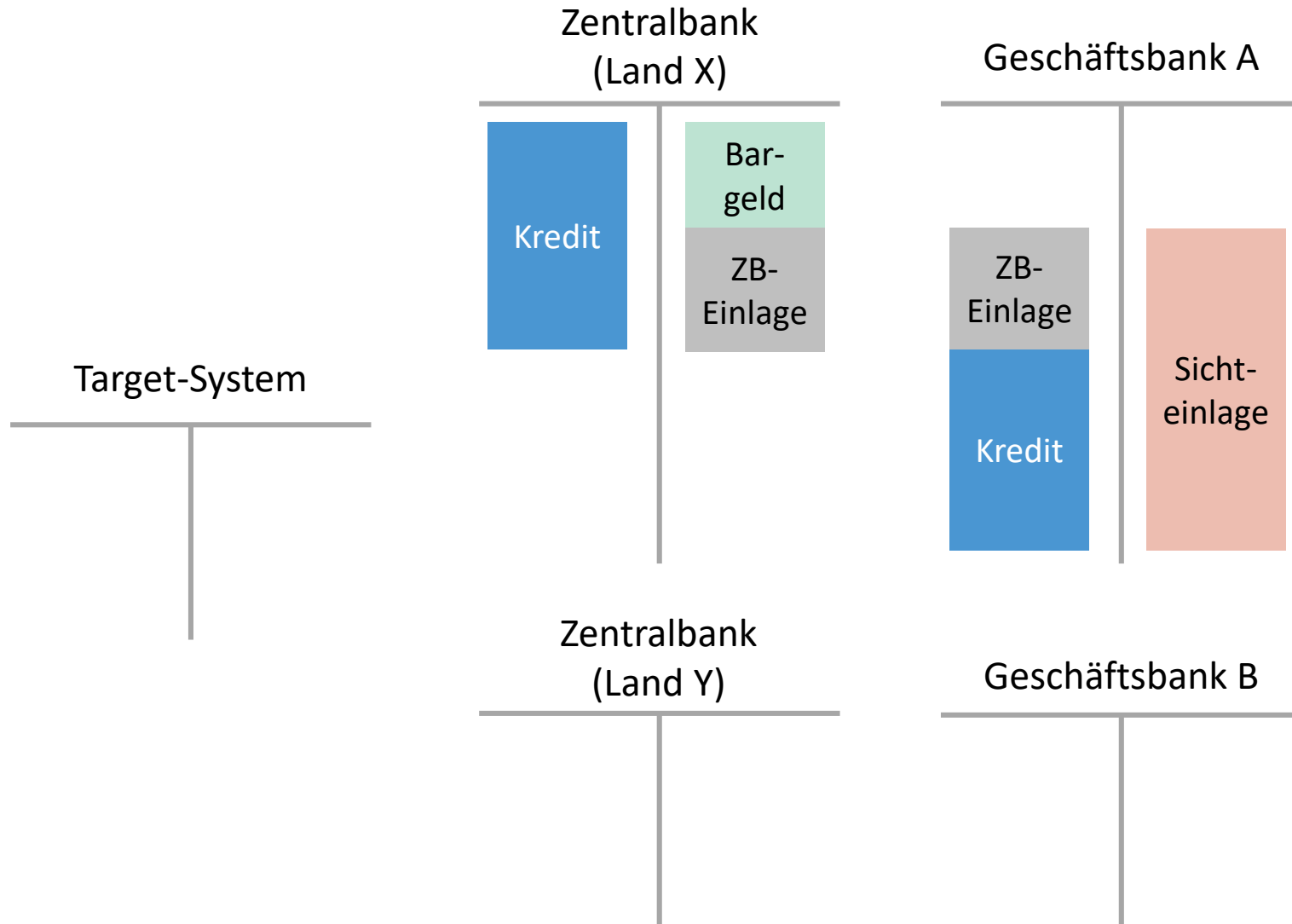
Monetäre Sphäre: Geld- und Kreditschöpfung VII



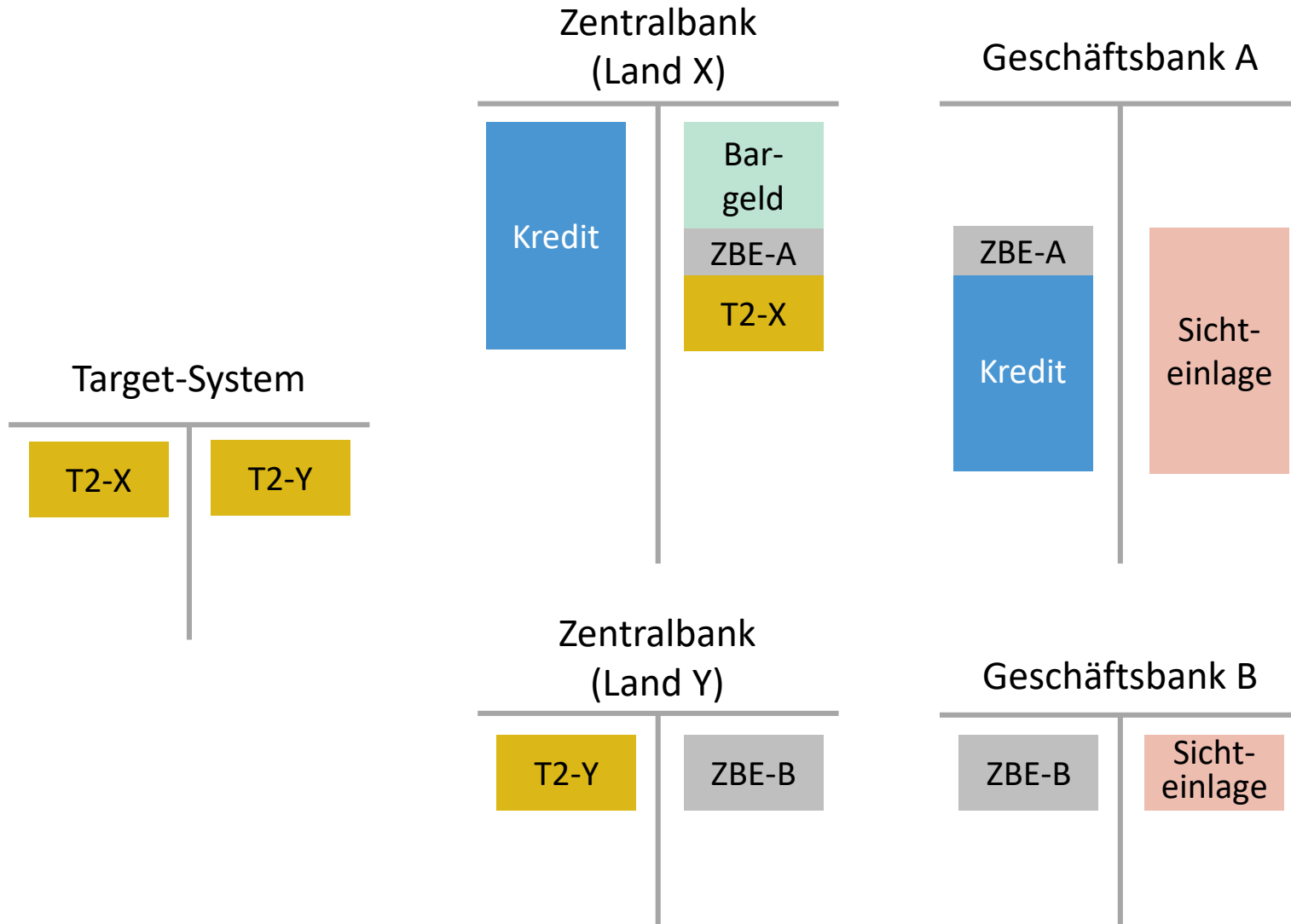
Monetäre Sphäre: Geld- und Kreditschöpfung VIII



Monetäre Sphäre: Geld- und Kreditschöpfung IX



Monetäre Sphäre: Geld- und Kreditschöpfung X



4 (makroökonomische) Problemkreise

Geldschöpfung

+

Zahlungsbilanz

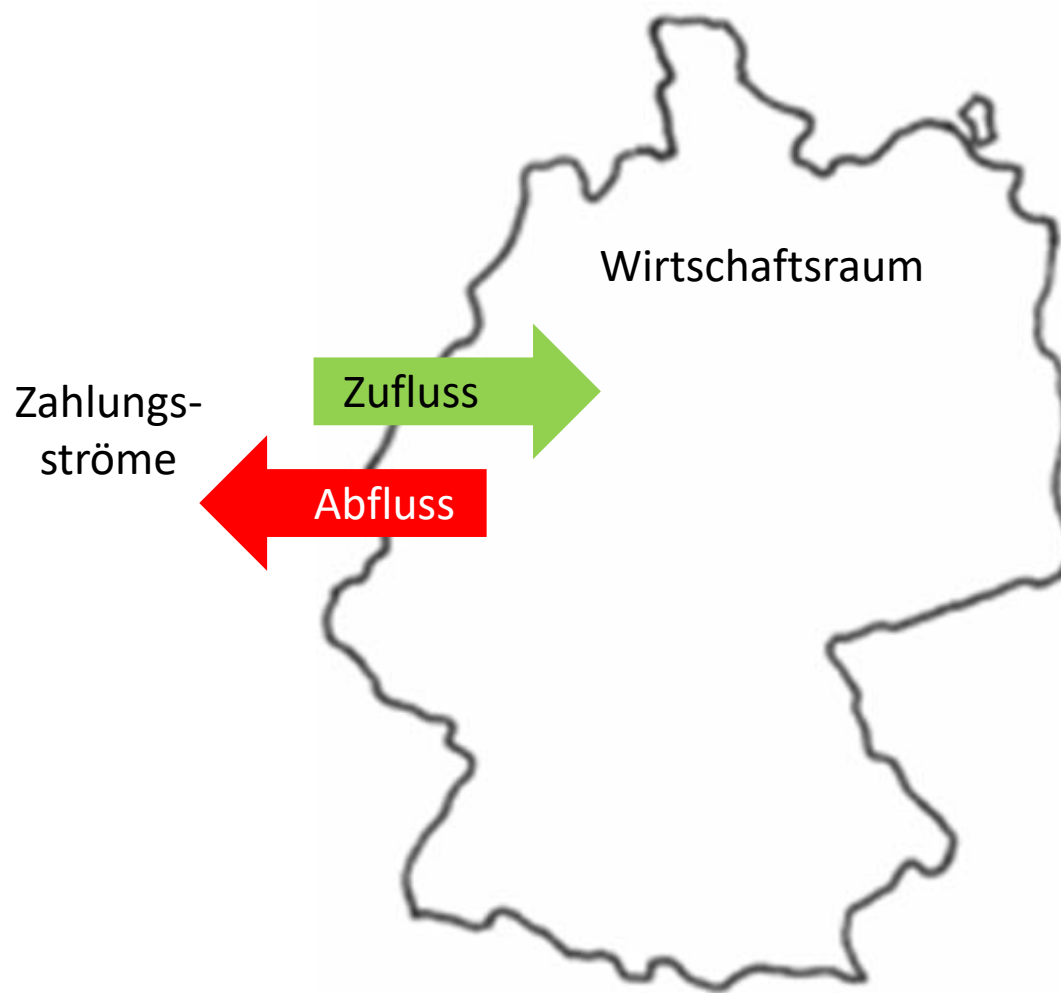
+

Multinationale Währungsräume

+

Geldpolitik/Finanzkrisen

Grenzüberschreitende Transaktionen



Zahlungsströme sind nur eine Seite der Medaille:
Zu- und Abflüsse nicht normativ aufladen!

Vorsicht bei der Interpretation
nationaler makroökonomischer Aggregate
(Wirtschaftsraumabgrenzung)!

Target-Salden sind multilaterale Positionen:
NZB vs. Eurosystem
(bilaterale Beispiele nur zur Illustration).

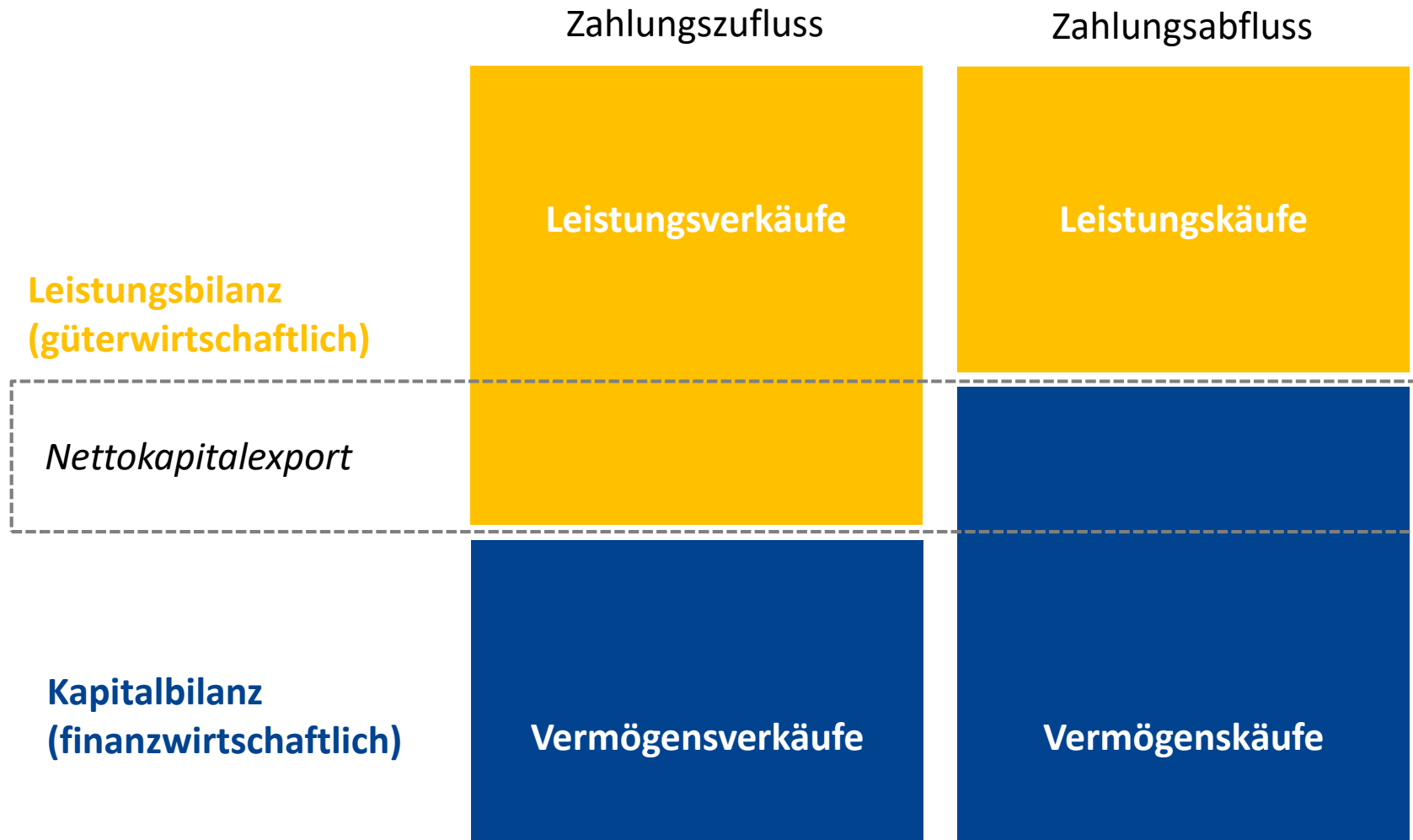
Leistungsbilanz

Kategorie	Zahlungszufluss	Zahlungsabfluss
Güterhandel		
Verkäufe	Güterexporte	
Käufe		Güterimporte
Faktorhandel (Primäreinkommen)		
Verkäufe	Faktorexporte = empf. Einkommen	
Käufe		Faktorimporte = geleistete Einkommen
Laufende Transfers (Sekundäreinkommen)		
aus der übrigen Welt	empfangene Transfers	
an die übrige Welt		geleistete Transfers

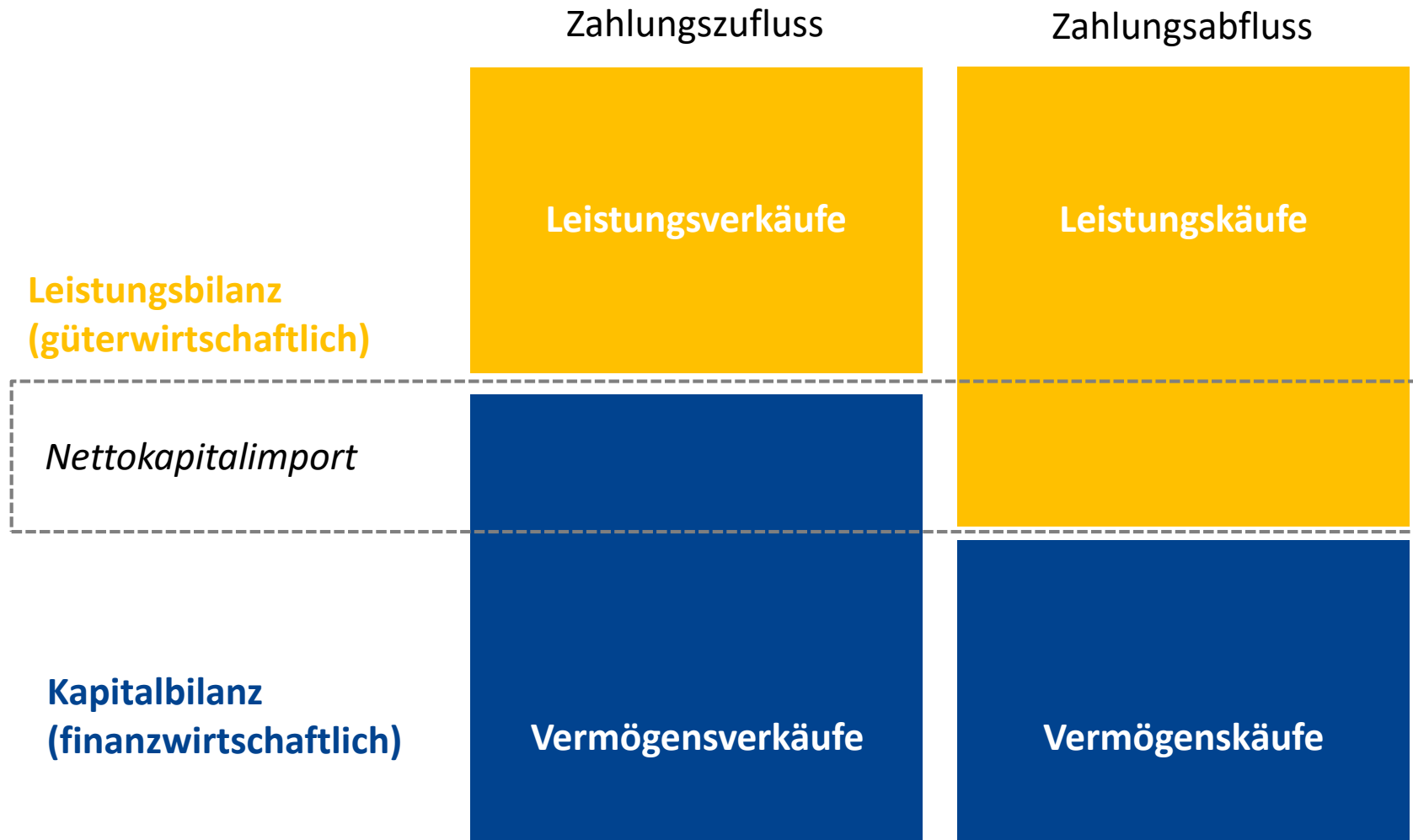
Kapitalbilanz

Vermögensänderung (Nichtproduziertes Sachvermögen, Vermögensübertragungen)		
aus der übrigen Welt	empfangene Vermögensübertragungen	
an die übrige Welt		geleistete Vermögensübertragungen
Kapitalbilanz (Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen, Finanzderivate, übriger Kapitalverkehr, <u>Währungsreserven/Target</u>)		
Verkäufe von Vermögenstiteln	Kapitalimport	
Käufe von Vermögenstiteln		Kapitalexport

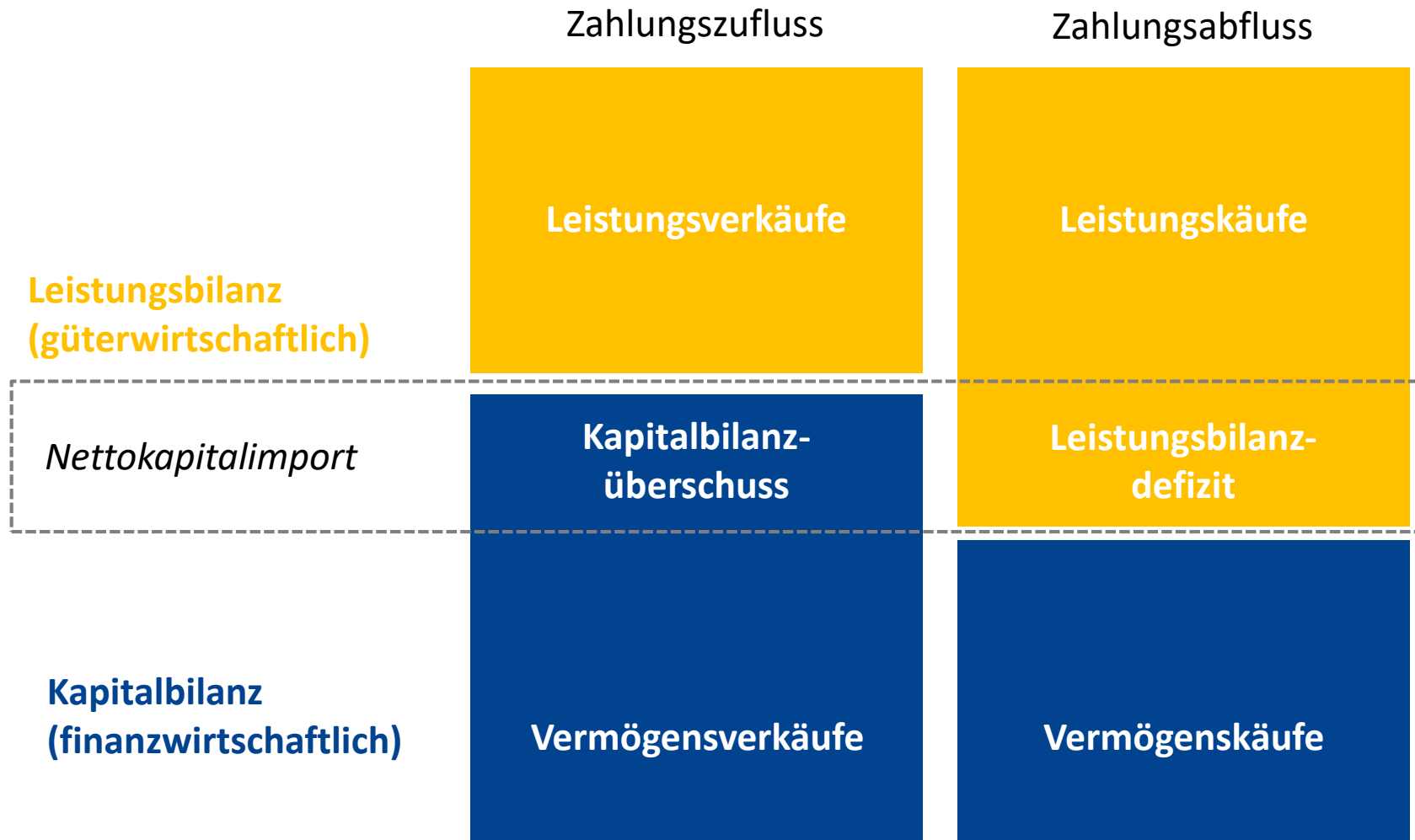
Leistungsbilanzüberschuss \Rightarrow Kapitalbilanzdefizit



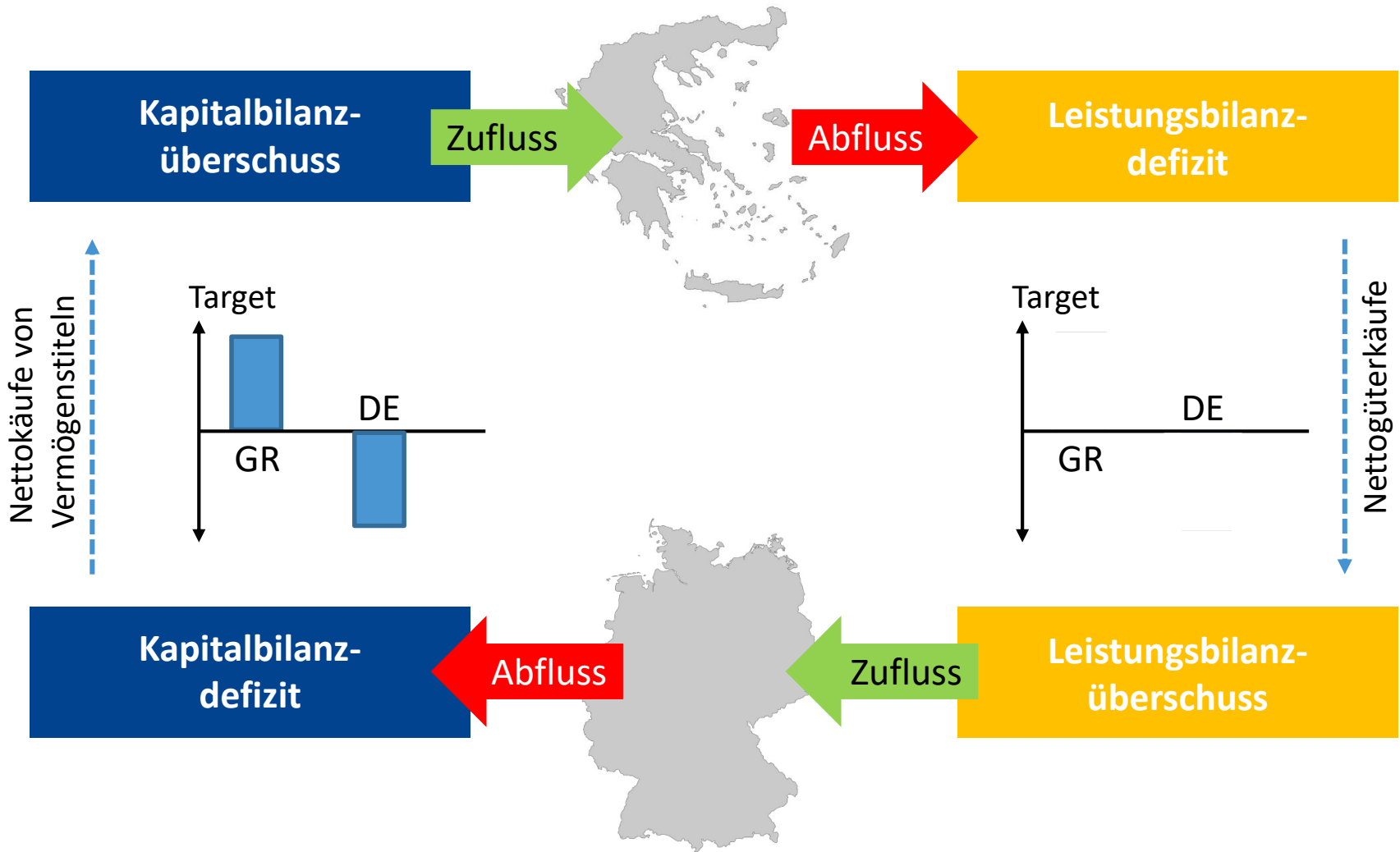
Leistungsbilanzdefizit \Rightarrow Kapitalbilanzüberschuss



Leistungsbilanzdefizit \Rightarrow Kapitalbilanzüberschuss



Kapitalmarktfinanzierung: Monetärer Stromausgleich



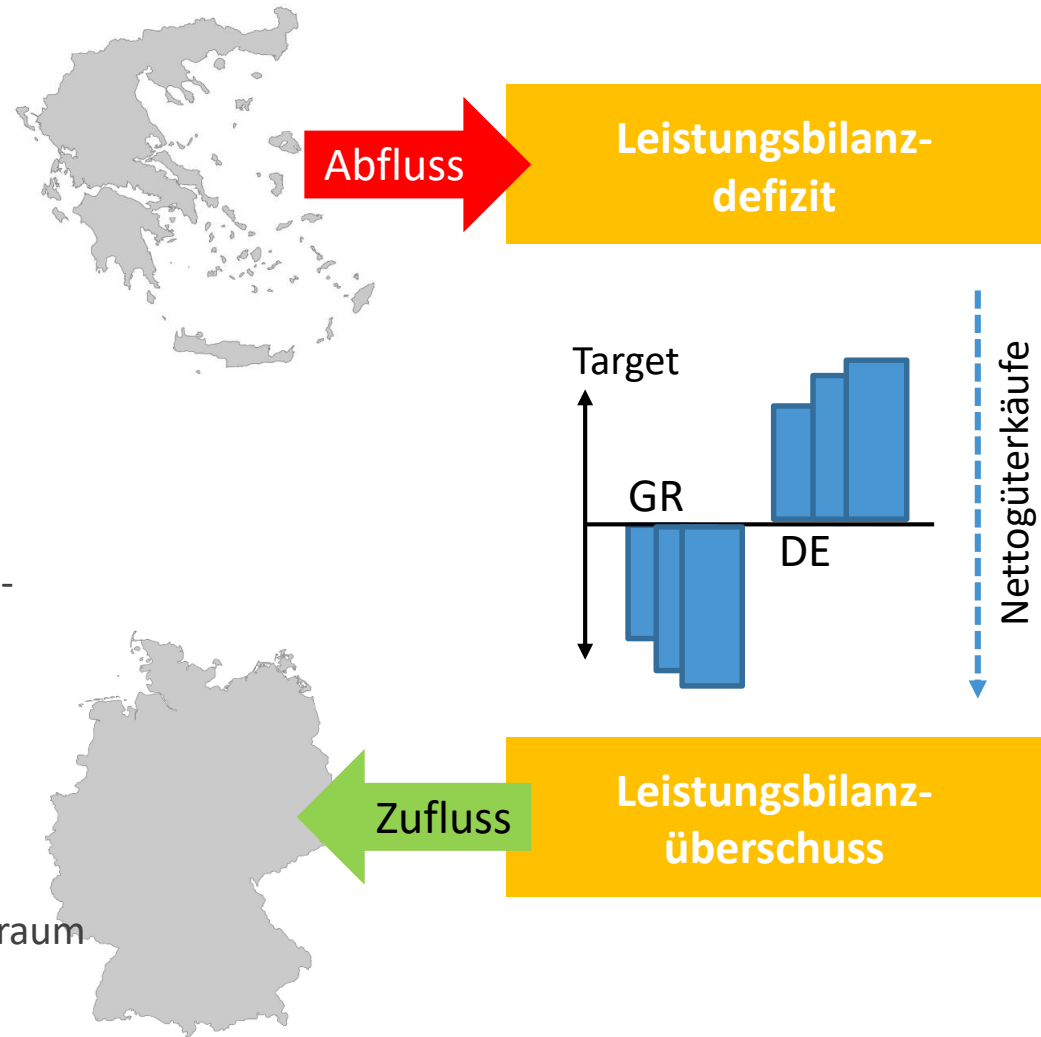
Vertrauenskrise I: Versiegen der Kapitalmarktfinanzierung für den Leistungsverkehr

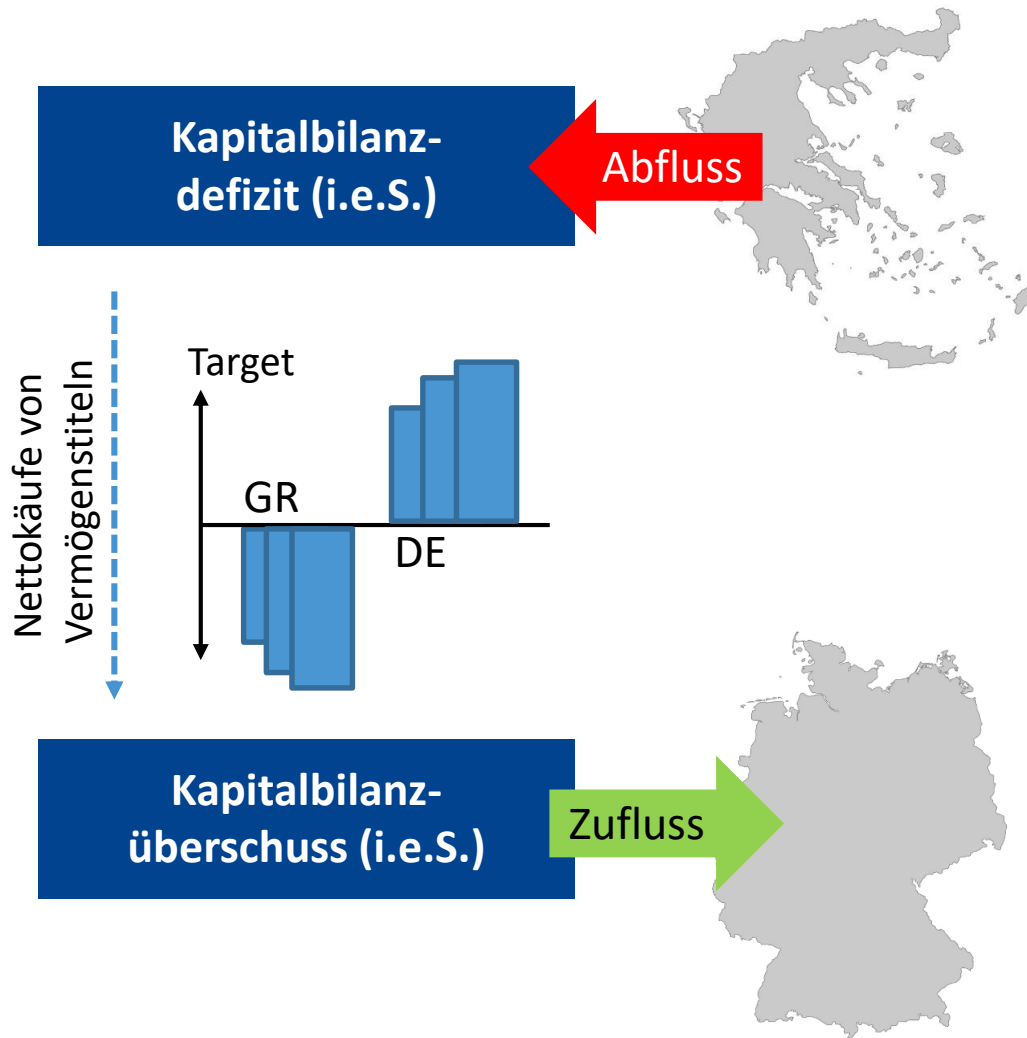
▪ Marktmechanismus

- » Liquiditätsabfluss in GR
- » Krise im Bankensektor
- » Verknappung der Finanzierungsmittel ($i \uparrow, P \downarrow$)
- » $|\text{LB-Saldo}|$ sinkt
- » Begrenzter Target-Effekt

▪ Notenbankintervention

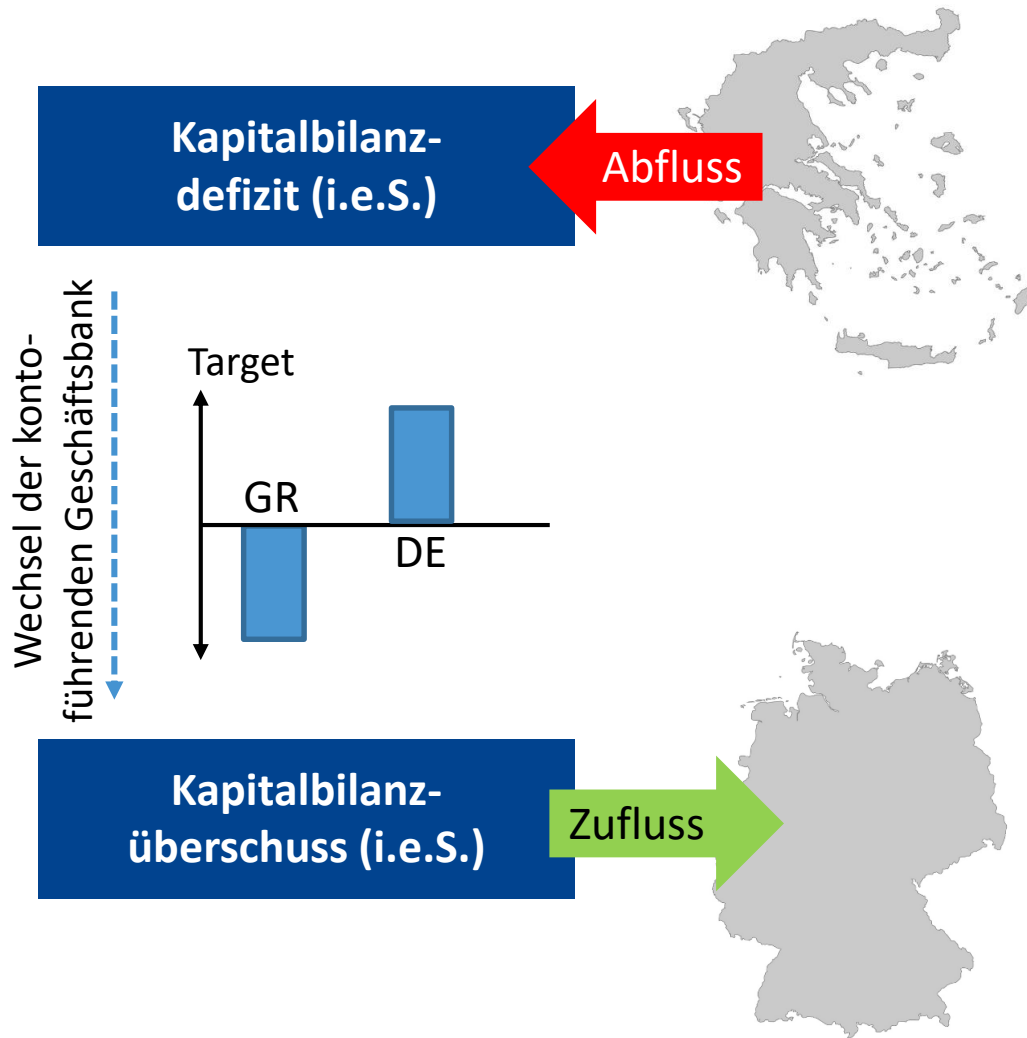
- » Kompensierende Liquiditätsschöpfung in GR und fortgesetzter Liquiditätsabfluss
 - » Persistenterer LB-Salden
 - » Steigende Target-Salden
 - » Liquiditätsvernichtung in DE
 - » Kollateralaustausch im Euroraum
- ⇒ **Zahlungsbilanzfinanzierung durch das Eurosystem**





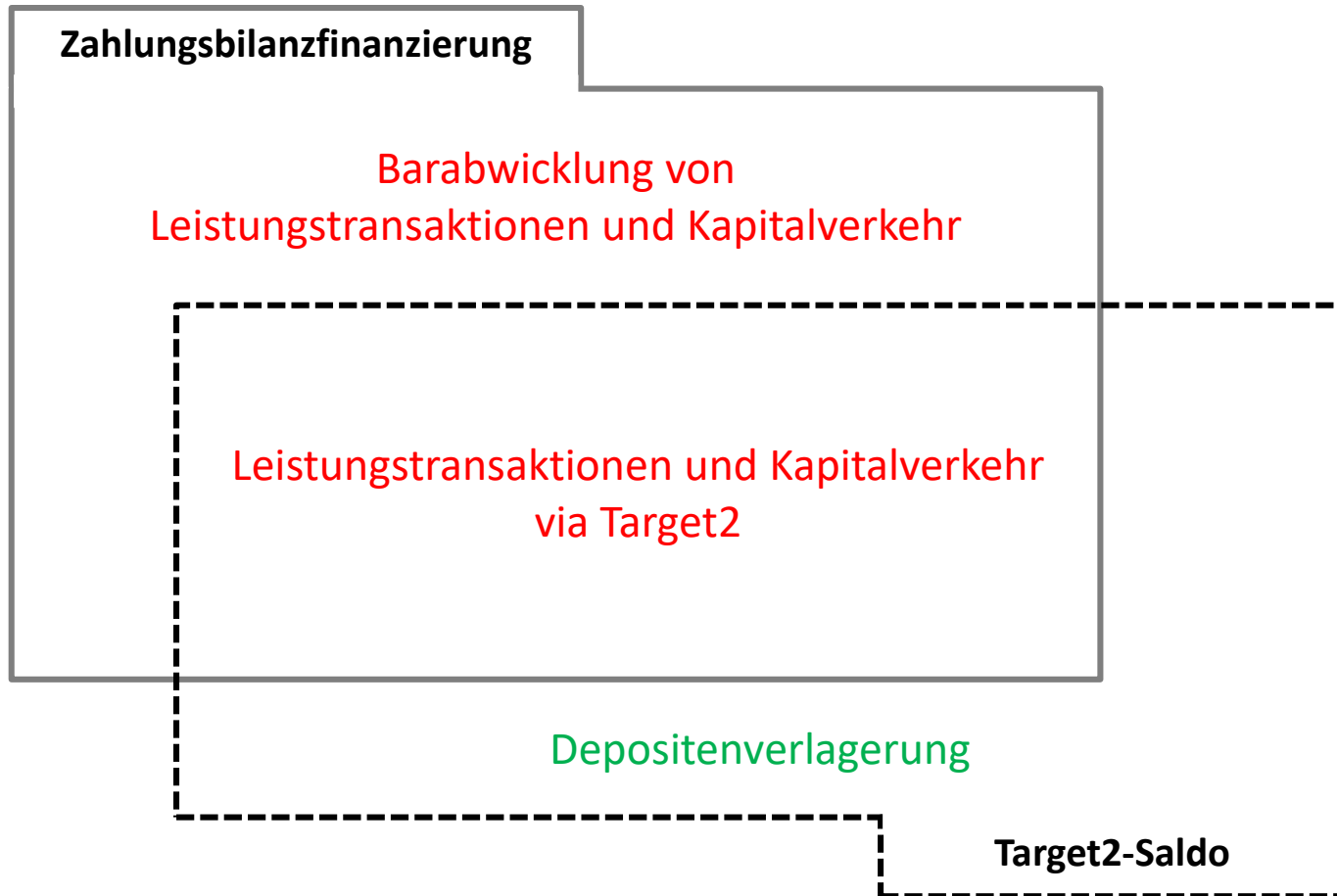
- **Marktlösung**
 - » Kapital bleibt im Zielland gebunden (rein privates Clearing)
 - » Individuelle Bewertungsverluste
 - **Notenbankintervention**
 - » Liquiditätsschöpfung in GR durch Akzeptanz zusätzlicher Vermögenstitel
 - » Steigende Target-Salden
 - » Liquiditätsvernichtung in DE
 - » Kollateralaustausch im Euroraum
 - » Private **Repatriierung** (DE) und **Expatriierung** (GR) von Kapital
- ⇒ **Zahlungsbilanzfinanzierung durch das Eurosystem**

Vertrauenskrise III: Depositenflucht



- Bankenkrise in GR, ggfs. Abwicklung
- Einmalige (technische) Target-Effekte
- Kaum Kollateralaustausch
- Europäisierung des Geschäftsbankensektors

... ist nicht die Frage
(Barabwicklung analog zu TARGET2).



4 (makroökonomische) Problemkreise

Geldschöpfung

+

Zahlungsbilanz

+

Multinationale Währungsräume

+

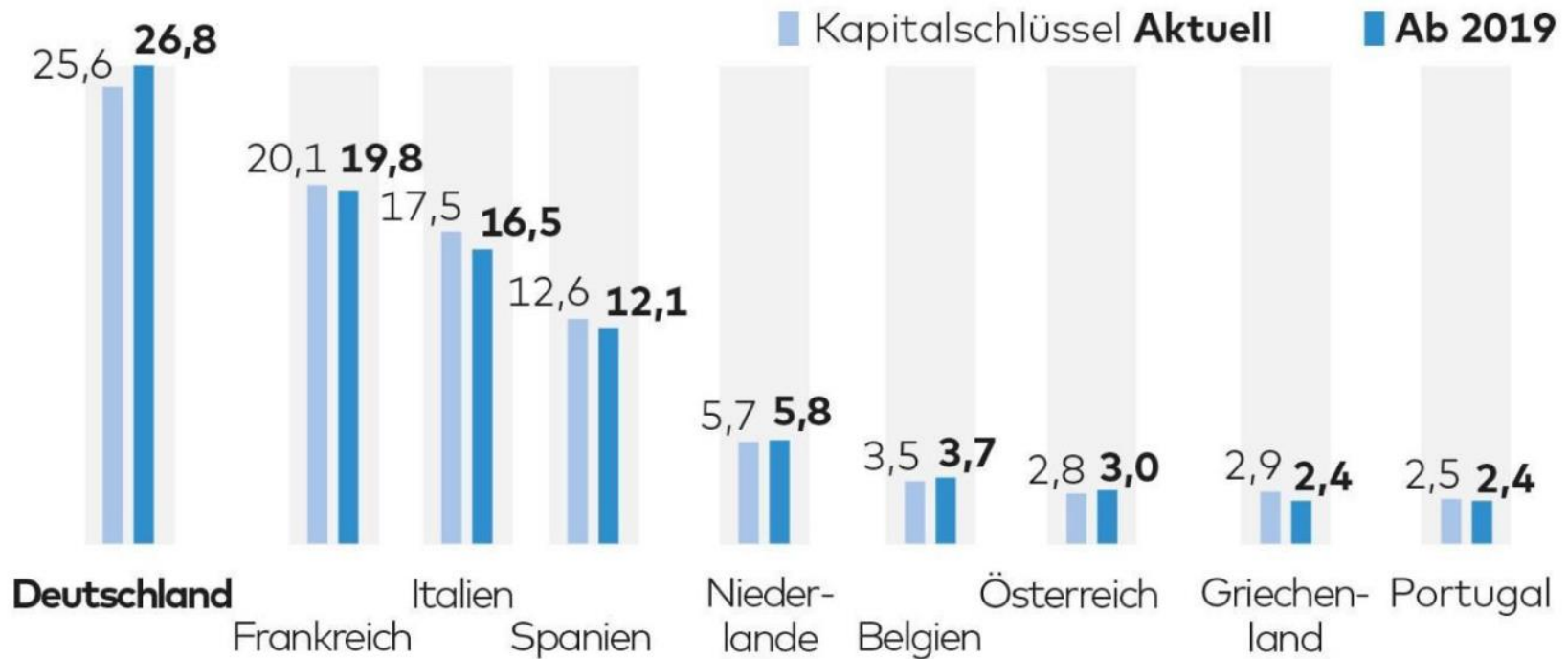
Geldpolitik/Finanzkrisen

- Target-Salden als unverzinsliches Aktivum?

- Verzinsung gemäß EZB-Kapitalschlüssel
 - » Zinspooling
 - ⇒ **Seignorage-Gewinne unabhängig vom Land der Geldschöpfung**

- Zinssatz: Hauptrefinanzierungssatz
 - » Derzeit: 0,0 Prozent
 - » Positive Zinsspanne bei Überschussreserven
 - » Sollverzinsung der Zentralbankgeldschöpfung
 - ⇒ **Nullverzinsung geldpolitisch bedingt**

Kapitalschlüssel der EZB



Quelle: WELT Infografik, basierend auf IWF, Fitch Ratings, EZB

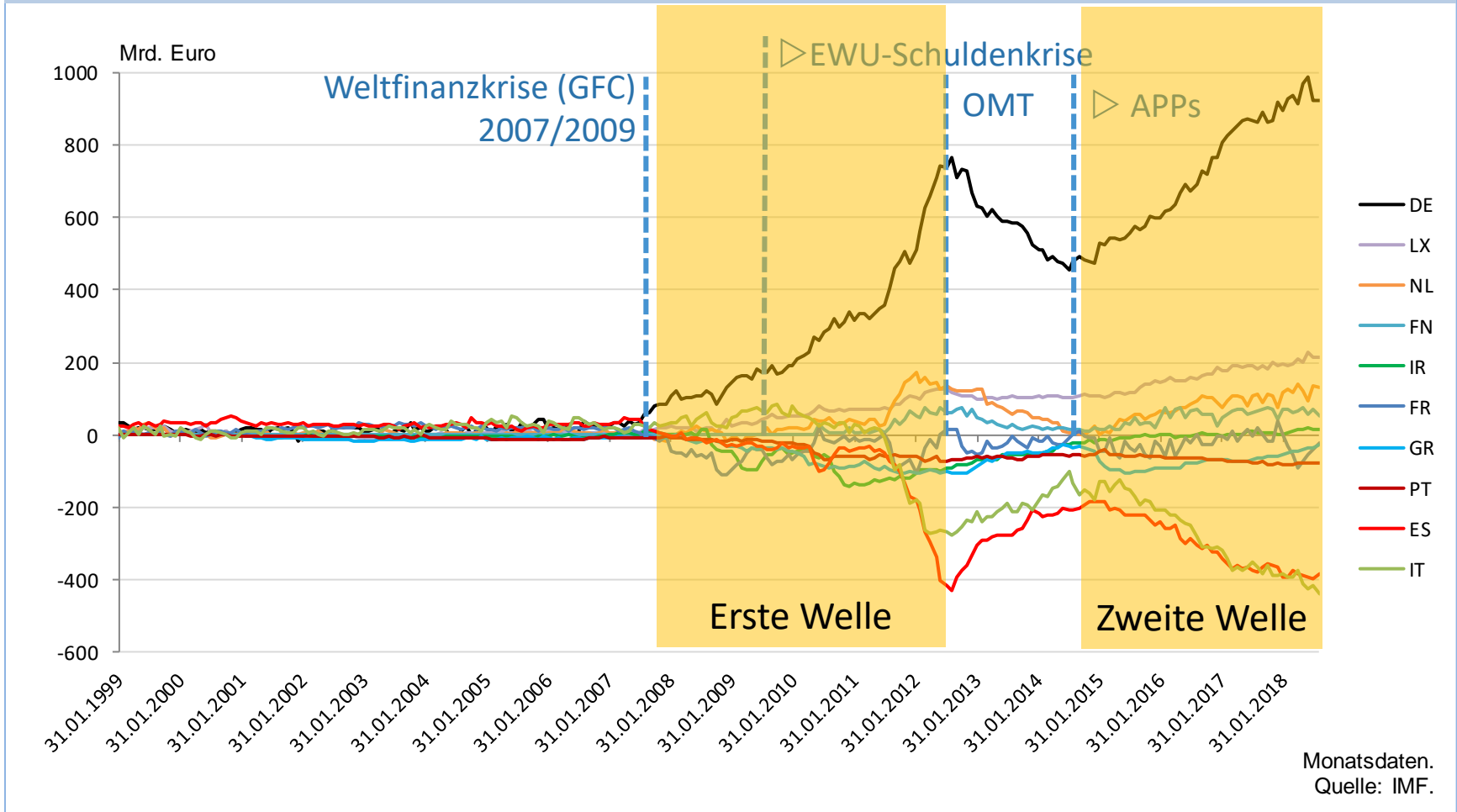
- Risikokategorie I: Ausfall/unkooperativer Austritt einer NZB
 - » Keine formale Rekapitalisierungspflicht
 - » Gemeinschaftshaftung gemäß EZB-Kapitalschlüssel
 - » Beispiel Italien
 - Target-Defizit Italiens: 492 Mrd. Euro (Ende August 2018)
 - Effektiver DE-Anteil (ab 2019) = $0,268/0,835 \approx 32,1$ Prozent
 - » Verwässerung der Geldbasis (Kollateralqualität)
 - Risikokategorie II: Zerfall des Euroraums
 - » Einzelhaftung (sofern keine kooperative Euro-Abwicklung)
 - » Target-Überschuss Deutschlands: 912 Mrd. Euro (Ende August 2018)
 - » Rekapitalisierung der nationalen Zentralbank (Seignorage-Verluste)
- ⇒ **Drohpotenzial der Target-Defizitländer?**

4 (makroökonomische) Problemkreise

Geldschöpfung
+
Zahlungsbilanz
+
Multinationale Währungsräume
+
Geldpolitik/Finanzkrisen

Empirischer Befund (1999-2018)

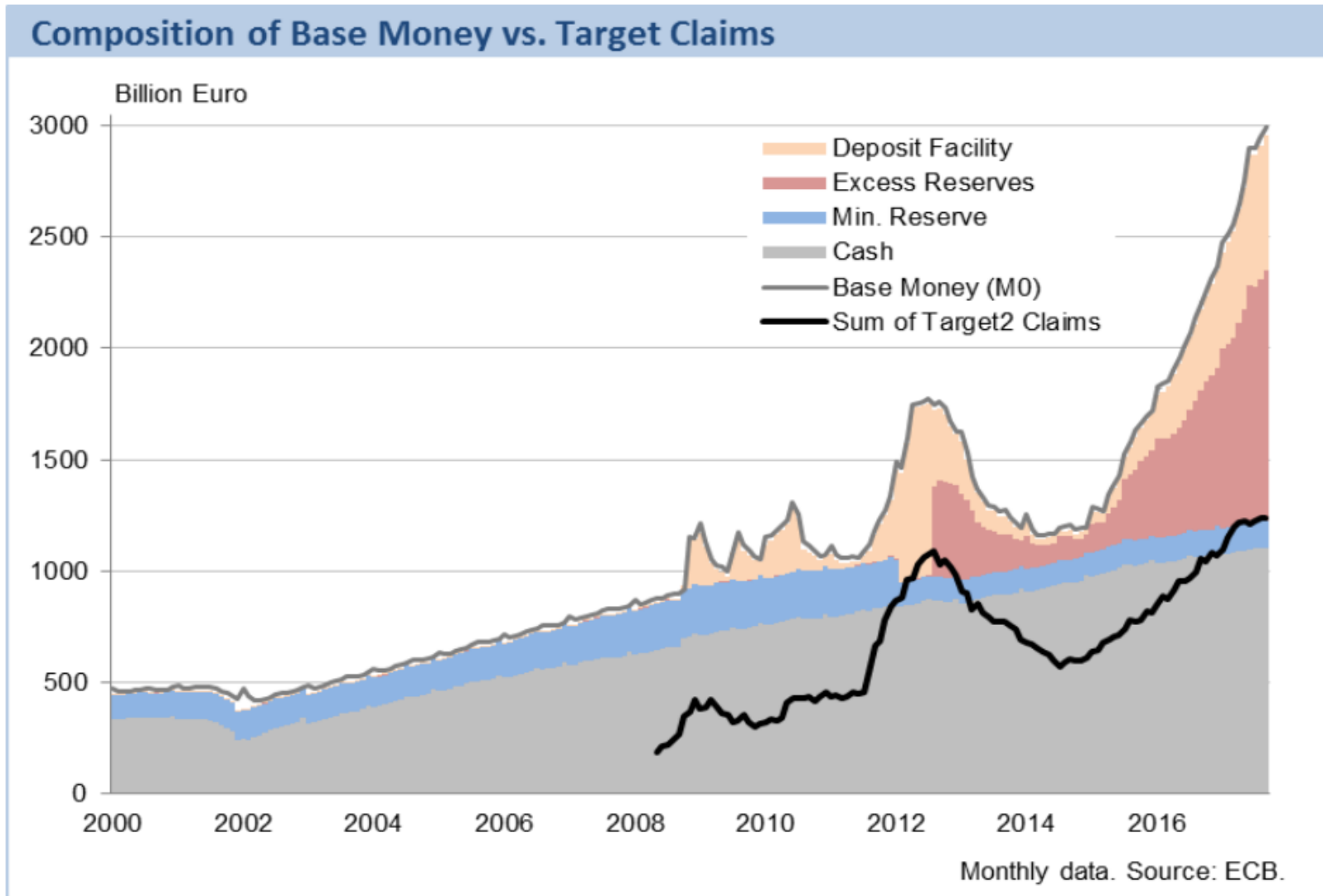
TARGET-Salden



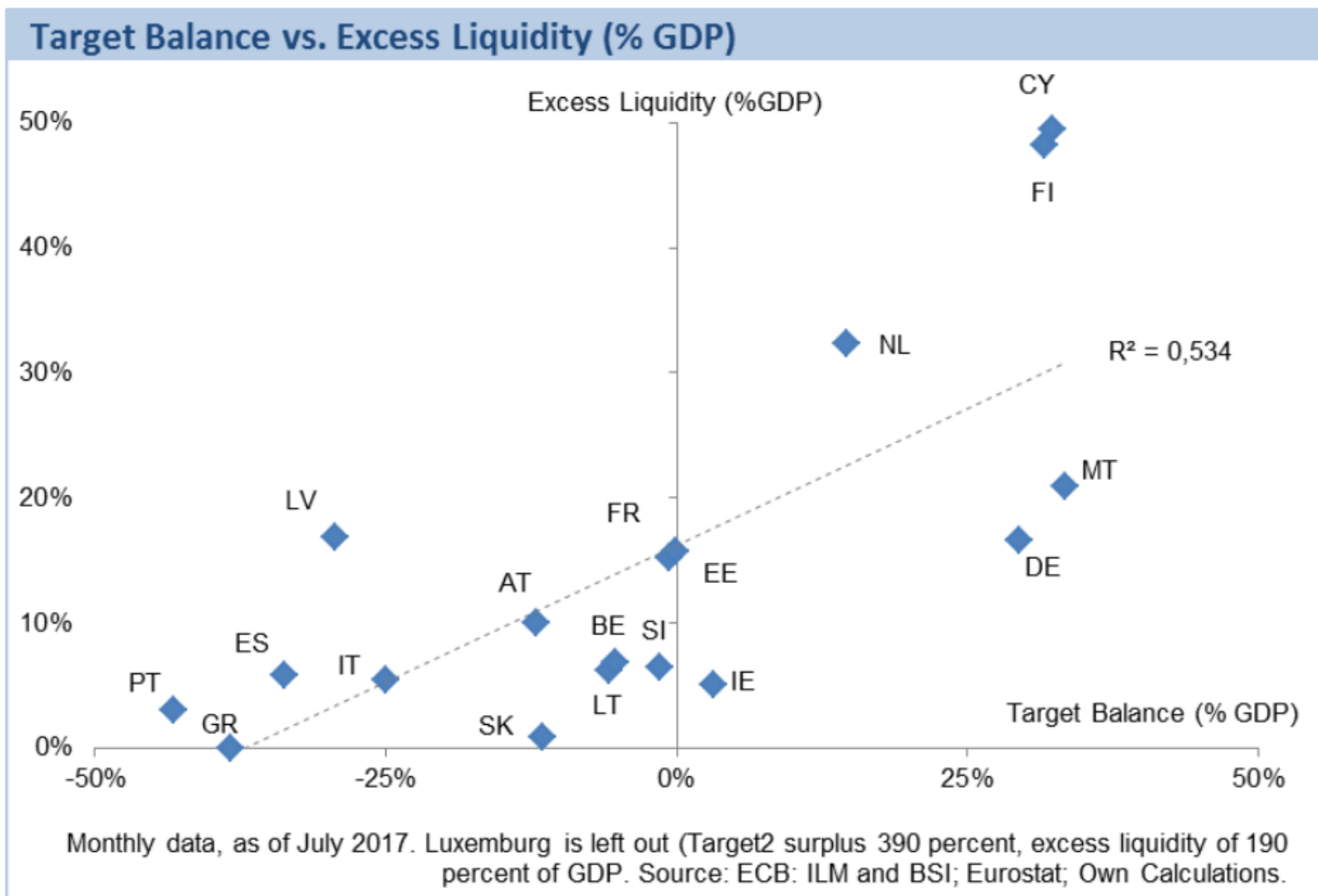
- Erste Welle: GFC/Akute Euro-Schuldenkrise (2010ff)
 - » Asymmetrische Geldschöpfung durch uneinheitlich angewandte Kollateralstandards (insbes. ELA-Kredite)
 - ⇒ **Monetäre Zahlungsbilanzfinanzierung und Depositen-Flucht**

- Zweite Welle: QE-Programme (2015ff)
 - » Massive Liquiditätsausweitung, Niedrigzinsphase
 - » 50 Prozent der Verkäufer außerhalb des Euroraums mit Zentralbankkonten vor allem in den Überschussländern
 - » Weiterhin Ersatz der Interbankenmärkte
 - ⇒ **Neue Mittel für Kapital- und Depositenflucht**

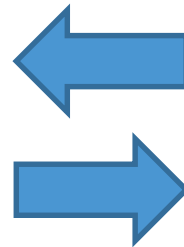
Monetäre Basis und Target-Positionen



Target-Salden und Überschussliquidität



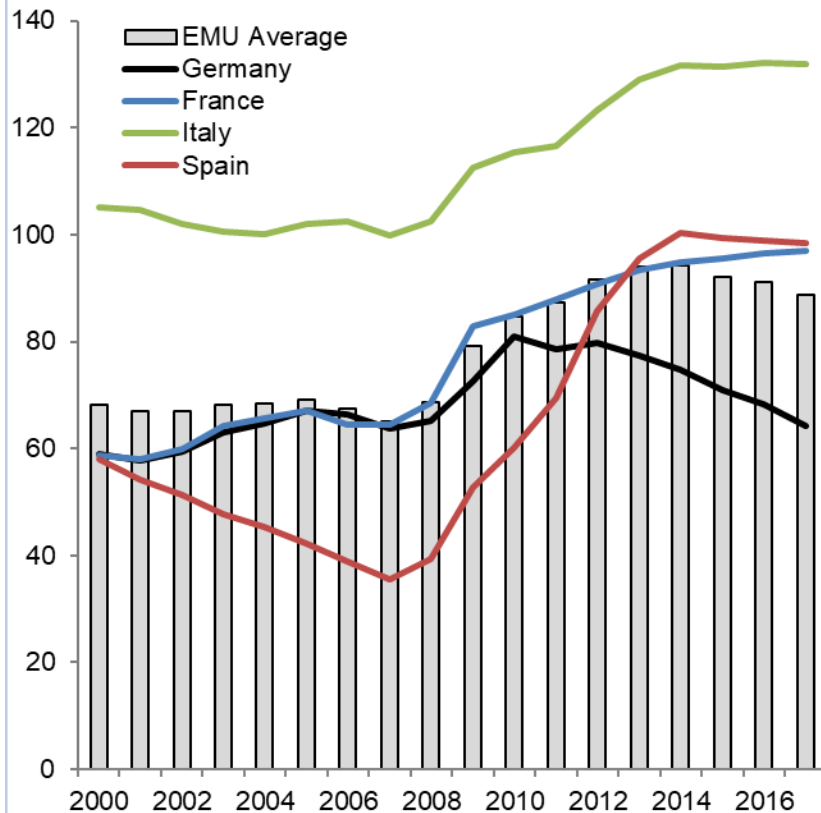
Banken
mit hohe Positionen in
Staatsschulden des Sitzlandes
anfällig für Staatsschuldenkrisen



Staaten
als (impliziter) Garantiegeber für
Banken im eigenen Land
anfällig für Bankenrisen

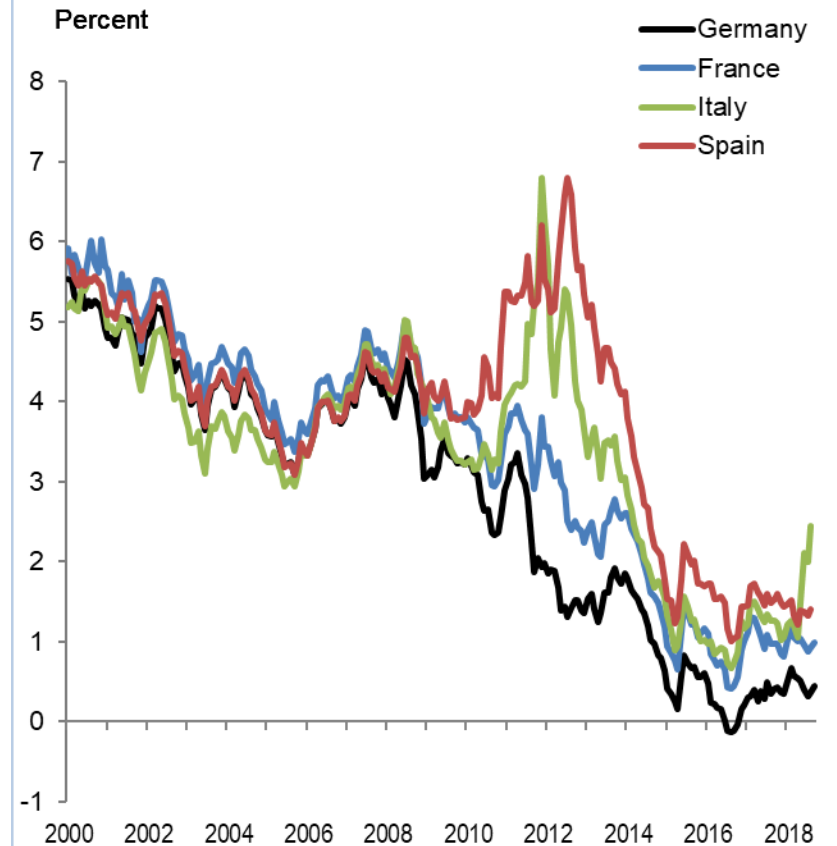
Geringe Konsolidierungsfortschritte in den Staatshaushalten trotz Tiefstzinsphase

Government Debt (%GDP)



Annual Data. Source: European Commission

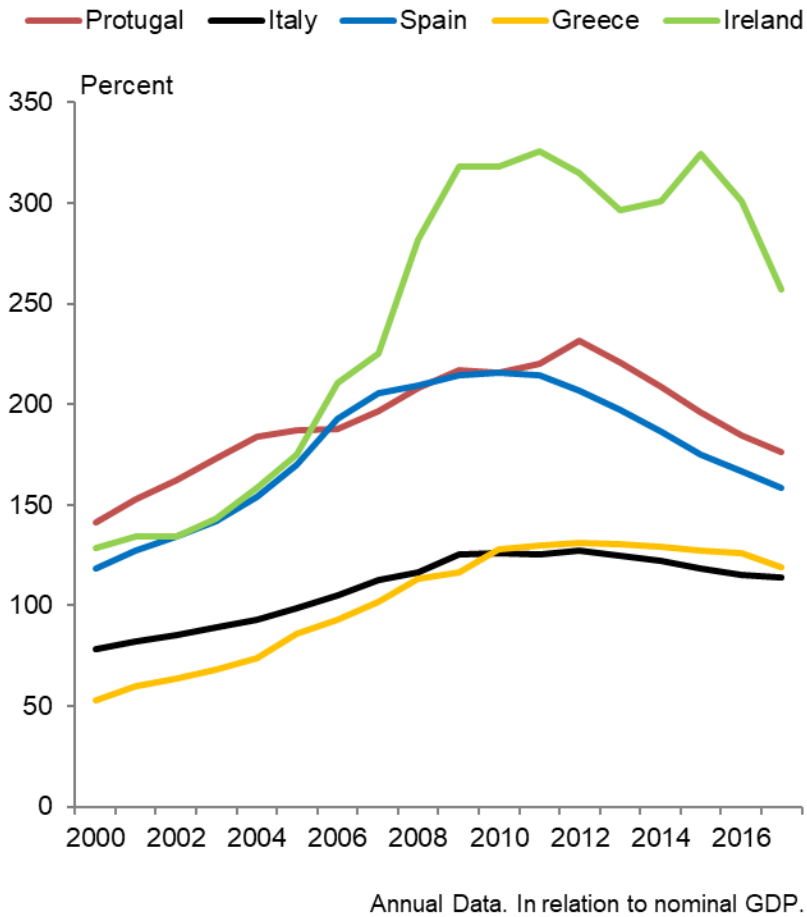
Government Bond Yields (10-year)



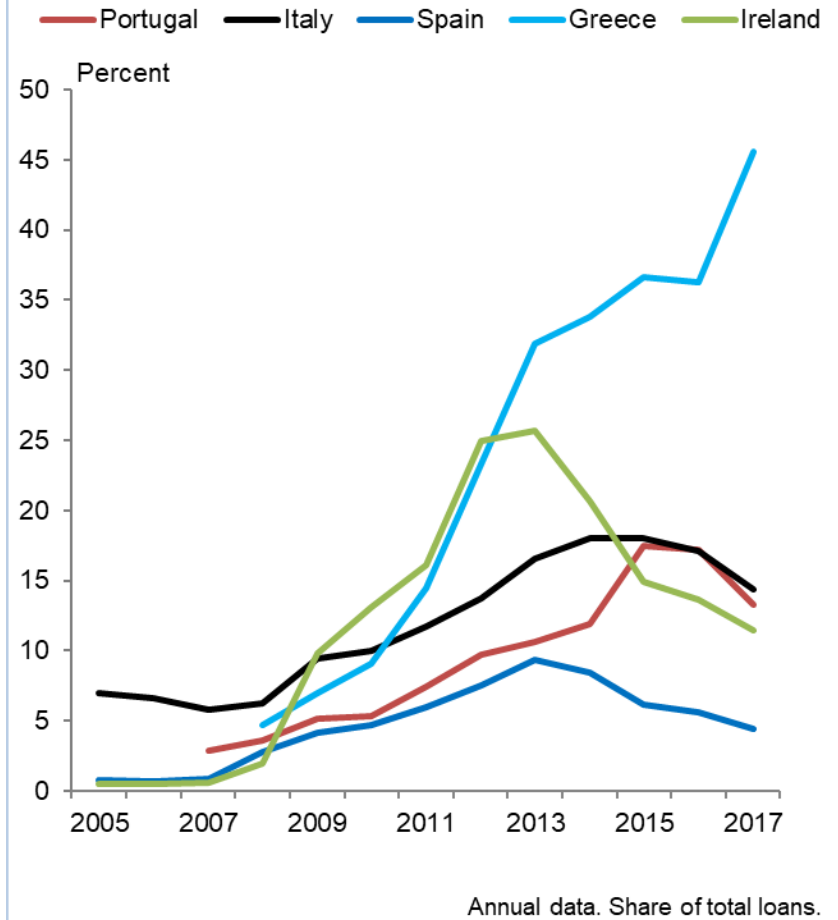
Monthly data.

Schuldenabbau im Privatsektor, aber weiterhin hoher Anteil notleidender Kredite in Krisenländern

Gross Private Sector Debt



Non-Performing Loans



- Rückkehr zu erstklassigen Kollateralstandards
 - » Ende der Geldschöpfungsarbitrage
- Abbau der Überschussliquidität
 - » Ende der ultraexpansiven Geldpolitik

„Erst wenn sich die Flut zurückzieht,
zeigt sich, wer ohne Badehose geschwommen ist.“

Target-Unwucht als Symptom national fragmentierter Bankenmärkte

Probleme nicht (nur) entlang von Ländergrenzen:
Umverteilung zwischen Anlegern und
Geldnutzern/Steuerzahlern

Ersatz der Kapital- und Interbankenmärkte durch
asymmetrische Geldschöpfung/Liquiditätsflut:
Monetäre Zahlungsbilanzfinanzierung
(Verzerrung der Kapitalallokation) und
währungspolitische Risikopositionen



European Parliament

DIRECTORATE-GENERAL FOR INTERNAL POLICIES
POLICY DEPARTMENT
ECONOMIC AND SCIENTIFIC POLICY **A**

Economic and Monetary Affairs

- Employment and Social Affairs
- Environment, Public Health and Food Safety
- Industry, Research and Energy
- Internal Market and Consumer Protection

TARGET (im-)balances at record level: Should we worry?
- Kiel Institute for the World Economy -
MONETARY DIALOGUE
November 2017

In-depth analysis for the ECON Committee

EN 2017

TARGET (im-)balances at record level: Should we worry? MONETARY DIALOGUE November 2017

http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/131942/MD%20Kiel%20formatted_FINAL%20publication.pdf



ifw

Kieler Diskussionsbeiträge

Nationale Geldschöpfung im Euroraum
Mechanismen, Defekte, Therapie
Stefan Kooths und Björn van Roye

Nr. 508/509 | Juni 2012

Institut für Weltwirtschaft Kiel

Web: www.ifw-kiel.de

<http://archiv.ifw-kiel.de/pub/kd/2012/kd508-509.pdf>

Zeit für Q&A

Prof. Dr. Stefan Kooths
Leiter Prognosezentrum

T (Kiel) +49 431 8814-579
T (Berlin) +49 30 2067-9664

stefan.kooths@ifw-kiel.de

  @kielinstitute

www.ifw-kiel.de

