

**Discussion Paper
No 1/20**

**Die Target-Salden in der Eurozone –
„Falle“ oder Scheinproblem?**

Thomas Eger, Peter Weise

January 2020

**Europa-Kolleg Hamburg
Institute for European Integration**

The *Europa-Kolleg Hamburg* is a private law foundation. The foundation has the objective of furthering research and academic teachings in the area of European integration and international cooperation.

The *Institute for European Integration*, an academic institution at the University of Hamburg, constitutes the organisational framework for the academic activities of the *Europa-Kolleg*.

The *Discussion Papers* are designed to make results of research activities pursued at the Institute for European Integration accessible for the public. The views expressed in these papers are those of the authors only and do not necessarily reflect positions shared by the Institute for European Integration. Please address any comments that you may want to make directly to the author.

Editors:

Europa-Kolleg Hamburg
Institute for European Integration
Prof. Dr. Jörg Philipp Terhechte, Managing Director
Dr. Andreas Grimmel, Research Director
Windmühlenweg 27
22607 Hamburg, Germany
<http://www.europa-kolleg-hamburg.de>

Please quote as follows:

Europa-Kolleg Hamburg, Institute for European Integration, Discussion Paper No 1/20,
<http://www.europa-kolleg-hamburg.de>

Die Target-Salden in der Eurozone – „Falle“ oder Scheinproblem?

Thomas Eger, Peter Weise

Abstract

Das Target-System, das zur Erleichterung von Geldüberweisungen zwischen Ländern der Eurozone etabliert wurde, stößt seit etwa zehn Jahren seitens einiger, insbesondere deutscher Ökonomen, auf vehemente Kritik, die durch Hans Werner Sinn ausgelöst wurde. Anlass für diese Kritik waren die beträchtlichen Ungleichgewichte zwischen erheblichen Netto-Zahlungseingängen in einigen Kernländern und Netto-Zahlungsausgängen in Ländern der Peripherie der Eurozone, die sich im Anschluss an die Finanz- und Staatsverschuldungskrise seit 2007/08 aufbauten. Allein Deutschland erreichte einen positiven Target-Saldo, d.h. Netto-Zahlungseingänge, in Höhe von ca. 1 Billionen Euro. Was bedeuten nun diese hohen positiven und negativen Salden für die betroffenen Volkswirtschaften? Um diese Frage zu beantworten, werden die den Zahlungsvorgängen zugrundeliegenden typischen Transaktionen sowie deren Auswirkungen auf die Target-Salden dargestellt. Dadurch wird transparent, wie die Target-Salden tatsächlich zustande kommen und welche möglichen Risiken mit ihnen verbunden sind. Es wird dann auch deutlich, welchen rechtlich-ökonomischen Inhalt die betreffenden Forderungen und Verbindlichkeiten haben. Während die Target-Kritiker in den hohen Target-Salden ein beträchtliches Risiko für den deutschen Steuerzahler sehen, zeigt das vorliegende Paper, dass es sich um ein Scheinproblem handelt.

Keywords:

EZB, Eurokrise, Target2

JEL Classification Code: E5, F0, H6.

About the Authors:

Thomas Eger ist Professor emeritus für Recht und Ökonomik an der Universität Hamburg, Fakultät für Rechtswissenschaft, Institut für Recht und Ökonomik.

Contact: Thomas.Eger@uni-hamburg.de

Peter Weise ist Professor emeritus für Wirtschaftswissenschaften mit sozialwissenschaftlicher Ausrichtung an der Universität Kassel, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften.

Contact: weise@wirtschaft.uni-kassel.de

1. *Einleitung*

Seit einiger Zeit wird darüber diskutiert, ob Deutschland im Handel mit anderen Ländern aus der Eurozone unnötige Risiken eingeht. Diese Diskussion wurde vor etwa 8 Jahren durch eine Reihe von Publikationen von Hans-Werner Sinn ausgelöst, provozierte eine Reihe von kritischen Reaktionen und wird bis heute in Deutschland sehr vehement geführt.¹ Kontrovers bleibt dabei vor allem, wie die sogenannten Target-Salden² als Maß für die Nettoüberweisungen von Euro(buch)geld zwischen den Ländern der Eurozone genau zu interpretieren sind. Während die Target-Salden zwischen 2000 und 2007 relativ gering blieben, da sich die Nettoüberweisungen zwischen den Ländern der Eurozone tendenziell ausglich, bauten sich seitdem in einigen Ländern der Eurozone beträchtliche Target-Forderungen, das heißt Netto-Zahlungseingänge, auf, während andere Länder der Eurozone einen starken Anstieg der Target-Verbindlichkeiten, das heißt Netto-Zahlungsabflüsse, auswiesen. Der Anstieg der Salden war nicht stetig, sondern durch zwischenzeitliche Rückgänge gekennzeichnet. Im Juni 2019 waren die Länder mit den höchsten Target-Forderungen Deutschland (942,3 Mrd. €), Luxemburg (218,7 Mrd. €), Finnland (68,9 Mrd. €) und die Niederlande (36,4 Mrd. €). Die Länder mit den höchsten Target-Verbindlichkeiten waren Italien (-447,6 Mrd. €), Spanien (-407 Mrd. €) und Portugal (-83,3 Mrd. €) (Quelle: EZB). Während in Deutschland die hohen Target-Forderungen kritisch gesehen werden, hört man aus Luxemburg, bei viel höherer Betroffenheit pro Kopf der Bevölkerung, seltsamerweise keine Kritik. Das sollte zu denken geben.

Was bedeuten nun diese hohen positiven und negativen Salden für die betroffenen Volkswirtschaften? Um diese Frage zu beantworten, erscheint es sinnvoll, die den Zahlungsvorgängen zugrundeliegenden typischen Transaktionen sowie deren Auswirkungen auf die Target-Salden darzustellen. Dadurch wird transparent, wie die Target-Salden tatsächlich zustande kommen und welche möglichen Risiken mit ihnen verbunden sind. Es wird dann auch deutlich, welchen rechtlich-ökonomischen Inhalt die betreffenden Forderungen und Verbindlichkeiten haben.

Wir werden zeigen, dass die Behauptung, die 1 Billion Euro aus dem Target-Saldo stehe im Risiko und bedeute für den deutschen Steuerzahler einen großen möglichen Verlust, eine

¹ Vgl. etwa Sinn/Wollmershäuser 2012; Sinn 2012, 2015, 2018; Fuest/Sinn 2016, 2018; Hellwig 2015, 2017, 2018; Hellwig/Schnabel 2019 a-b. Homburg 2011, 2019; Spahn 2019; van Suntum 2019.

² „Target“ steht für „Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system“, wurde 1998 in Betrieb genommen und 2007/8 schrittweise in ein reformiertes System überführt („Target2“).

Fehlinterpretation ist und einem Missverständnis geschuldet ist. Vielmehr ist die 1 Billion Euro aus dem Target-Saldo bereits auf den Konten der deutschen Verkäufer als Guthaben bei ihren Geschäftsbanken verbucht und befindet sich im deutschen Wirtschaftskreislauf. Die Target-Salden sind also ein Scheinproblem

2. *Zahlungs-Salden bei Barzahlungen*

Es wird in der Diskussion unter anderem explizit oder implizit behauptet, die Ausländer kauften im Übermaß Waren aus Deutschland und ließen die Deutschen auf einem Berg von uneingelösten und nicht einzulösenden Forderungen sitzen.³ Zu dieser Einschätzung kann man gelangen, wenn man die Target-Salden als noch offene Forderungen bzw. Verbindlichkeiten fehlinterpretiert. Eine geeignetere Vorgehensweise liegt darin, das Entstehen der Target-Salden aus dem Handel mit anderen Ländern des Euroraums buchungsmäßig herauszuarbeiten. Dann erkennt man, dass die Einschätzung der deutschen Target-Forderungen als noch nicht erfüllte Ansprüche Deutschlands auf Zahlungen von anderen Ländern des Euroraums nicht zu halten ist. Vielmehr ist es genau umgekehrt: Die Target-Salden entstehen überhaupt erst, wenn eine Zahlung aus dem Ausland bereits geleistet und entsprechend verbucht wird. Die Target-Forderungen und Target-Verbindlichkeiten dokumentieren damit das Ausmaß bereits erfolgter Netto-Zahlungen zwischen den Ländern der Eurozone und bedeuten ein positives oder negatives Guthaben an Zentralbankgeld.

Beginnen wir mit einem einfachen Beispiel, das aber bereits alle für die Argumentation wesentlichen Transaktionen enthält. Angenommen, ein spanischer Käufer handelt einen Vertrag mit einem Verkäufer aus Deutschland über den Kauf eines Traktors im Wert von 100.000 Euro aus. Nun hat der deutsche Verkäufer eine Forderung auf die Zahlung von 100.000 Euro gegenüber dem spanischen Käufer und eine Verbindlichkeit, den Traktor auch zu liefern. Der spanische Käufer hat spiegelbildlich eine Verpflichtung gegenüber dem deutschen Verkäufer, den Betrag auch zu zahlen, und eine Forderung auf Lieferung des Traktors. Vor Abschluss des Vertrages besitzt der spanische Käufer 100.000 Euro, aber keinen Traktor, der deutsche Verkäufer besitzt den Traktor, hat aber null Euro Geldvermögen, das Gesamtvermögen als Summe aus Geldvermögen und Realvermögen beider beträgt also jeweils 100.000 Euro. Nach Abschluss des Vertrages hat der spanische Käufer ein Geldvermögen von null Euro und ein Realvermögen von 100.000 Euro, der

³ Vgl. etwa Sinn 2018 und Fuest/Sinn 2018.

deutsche Verkäufer hat ein Geldvermögen von 100.000 Euro und ein Realvermögen von null Euro. Die Gesamtvermögen von beiden betragen weiterhin jeweils 100.000 Euro.

Nehmen wir zunächst, kontrafaktisch, an, es gäbe kein Bankensystem und eine Überweisung des Geldbetrags wäre unmöglich. Dies wäre eine Welt ohne Target-Salden, in der bar bezahlt wird. Der deutsche Verkäufer lädt den Traktor auf einen Hänger und überführt ihn nach Spanien zum Wohnsitz des Käufers. Er lädt den Traktor ab; der spanische Käufer lädt ihn für eine Stunde auf eine Tasse Kaffee ein und sagt, dass er nach der Kaffeepause den Betrag von 100.000 Euro bezahlen werde. Wie wird dieser Vorgang verbucht?

Der deutsche Verkäufer hat seine Verbindlichkeit erfüllt, den Traktor zu liefern; diese Verbindlichkeit wird ausgebucht. Der spanische Käufer hat nun den Traktor in Besitz; seine Forderung auf Lieferung des Traktors wird daher ebenfalls ausgebucht. Durch diese physische Lieferung des Traktors bleiben sowohl die Geldvermögen als auch die Realvermögen von Käufer und Verkäufer und mithin die Gesamtvermögen aus dem Vertrag unverändert, lediglich die Verbindlichkeit zu liefern und die Forderung auf Lieferung entfallen.

In der deutschen Zahlungsbilanz erscheint die Lieferung des Traktors nach Spanien als Handelsbilanzüberschuss auf der Aktivseite. Die noch offene Forderung auf Zahlung des Kaufpreises wird als (Netto-)Kapitalexport in der Kapitalbilanz auf der Passivseite als Gegenposten verbucht. Sowohl die Leistungsbilanz als auch die Kapitalbilanz haben jeweils einen Saldo von +100.000 beziehungsweise -100.000 Euro, so dass die konsolidierte deutsche Zahlungsbilanz ausgeglichen ist. Der deutsche Verkäufer gibt dem spanischen Käufer quasi einen Kredit, wenn auch nur für eine Stunde, während der Kaffee getrunken wird. In der spanischen Zahlungsbilanz erscheint die Lieferung des Traktors als Handelsbilanzdefizit und die Gegenbuchung als Kapitalimport in der Kapitalbilanz. Damit ist auch die spanische Zahlungsbilanz ausgeglichen.

Nun ist die Kaffeepause beendet, der deutsche Verkäufer lässt sich den Betrag von 100.000 Euro in bar bezahlen und fährt zurück nach Deutschland. (Hat der Käufer kein Geld und bezahlt nicht, fährt der Verkäufer den Traktor wieder nach Hause; ein Handel kommt nicht zustande). Die Forderung des deutschen Verkäufers auf Zahlung des Kaufpreises ist erfüllt, die Verbindlichkeit des spanischen Käufers zu zahlen ebenfalls. Durch die Zahlung bleiben sowohl die Geldvermögen als auch die Realvermögen von Käufer und Verkäufer und mithin die Gesamtvermögen aus dem Vertrag unverändert, lediglich die Verbindlichkeit zu zahlen und die Forderung auf Zahlung

entfallen. Die Zahlung führt allerdings zu einer anderen Aufteilung der Liquidität: Der deutsche Verkäufer besitzt nun 100.000 Euro in bar (bei Zahlung im Target-System wird das dann Buchgeld sein), der spanische Käufer hat 100.000 Euro weniger.

In der deutschen Handelsbilanz besteht weiterhin der Handelsbilanzüberschuss, aber in der Kapitalbilanz wird die Forderung auf Zahlung, der Kapitalexport, ausgebucht, denn die Forderung ist erfüllt, und durch den Posten „liquide Mittel“ beziehungsweise Geldguthaben ersetzt. Es findet also ein Passivtausch statt, der den Saldo in der Kapitalbilanz von -100.000 Euro unverändert lässt. (Diese erfüllte Forderung ist im Target-System die sogenannte Target-Forderung.) Der Kredit von einer Stunde Länge ist zurückgezahlt. Die deutsche Zahlungsbilanz ist weiterhin ausgeglichen. In der spanischen Handelsbilanz steht weiterhin das Handelsbilanzdefizit, in der Kapitalbilanz jedoch wird der Kapitalimport ausgebucht, denn der Kredit ist zurückgezahlt worden und die Verbindlichkeit zu zahlen ist erfüllt worden, und durch eine Reduzierung der liquiden Mittel ersetzt. (Diese erfüllte Verbindlichkeit ist im Target-System die sogenannte Target-Verbindlichkeit). Auch die spanische Zahlungsbilanz ist ausgeglichen. Wird keine Kaffeepause gemacht, sondern uno actu mit der Lieferung des Traktors gezahlt, werden das positive und das negative Geldguthaben direkt in der Kapitalbilanz verbucht, ein Kapitalexport beziehungsweise ein Kapitalimport entstehen nicht. Es bestehen keinerlei offene Forderungen oder Verbindlichkeiten mehr.

Bilanziell gesehen wird der Traktorverkauf als Geldzufluss in Höhe von 100.000 Euro aus Spanien nach Deutschland und als Realvermögensabfluss in Form des Traktors im Wert von 100.000 Euro aus Deutschland nach Spanien verbucht. In Deutschland ist das Geldvermögen um 100.000 Euro gestiegen, das Realvermögen indes um 100.000 Euro gesunken; in Spanien ist es genau umgekehrt. Das Gesamtvermögen ist sowohl in Deutschland als auch in Spanien unverändert geblieben. Die monetären Salden aus plus 100.000 Euro in Deutschland und minus 100.000 Euro in Spanien gleichen sich aus.

Betonen wir noch einmal einen wichtigen Gesichtspunkt, der offensichtlich viele Wissenschaftler zu Fehlinterpretationen verleitet (wir kommen darauf noch zurück). Vor Abschluss eines Kaufvertrags gibt es keinerlei Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen Käufer und Verkäufer. Nach Abschluss des Kaufvertrags bestehen Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen Käufer und Verkäufer. Der Käufer hat eine Forderung auf Lieferung der Ware und eine Verbindlichkeit, diese zu bezahlen. Der Verkäufer hat eine Forderung auf Zahlung des Kaufpreises und eine

Verbindlichkeit, die Ware zu liefern. Diese Forderungen und Verbindlichkeiten gelten nur für die Vertragspartner und nicht gegenüber Dritten. Durch den Abschluss des Kaufvertrags verändern sich die Netto-Finanz- und -Realvermögen der Vertragspartner, während die Netto-Gesamtvermögen jeweils unverändert bleiben. Der Käufer hat ein um den Kaufpreis niedrigeres Finanzvermögen, während sein Realvermögen um den gleichen Betrag steigt. Beim Verkäufer ist es umgekehrt: Er hat ein um den Kaufpreis höheres Finanzvermögen, während sein Realvermögen um den gleichen Betrag sinkt. Lieferung und Bezahlung der Ware bewirken nun zweierlei. Erstens, die Verbindlichkeiten und Forderungen auf Lieferung und Zahlung werden erfüllt, und, zweitens, die Vertragspartner können physisch über die Ware beziehungsweise das Geld verfügen. Der Käufer kann die Ware funktionell nutzen, der Verkäufer kann über das Geld (Bargeld oder Buchgeld) verfügen, seine Liquidität ist gestiegen. Lieferung und Zahlung lassen die Finanz-, Real- und Gesamtvermögen der Vertragspartner aber unverändert, sie verändern sich nur durch den Vertragsabschluss im Vergleich zum vorvertraglichen Zustand.

Alles, was bisher beschrieben worden ist, bleibt unverändert gültig, wenn im Target-System bezahlt wird. Der einzige Unterschied besteht darin, dass aus der Barzahlung eine Buchgeldüberweisung wird, die über verschiedene Banken und deren Konten verbucht wird. Um es vorwegzunehmen: Die Zahlung als rein monetäre Transaktion führt zur Erfüllung aller Forderungen und Verbindlichkeiten und lässt die Finanz-, Real- und Gesamtvermögen unverändert, überträgt aber Liquidität vom Käufer zum Verkäufer. Wenden wir uns nun diesem Target-Zahlungssystem zu.

3. *Target-Salden im Bankensystem*

Der oben geschilderte Fall der Barzahlung entspricht nicht der Wirklichkeit. Denn es existieren Banken, die über das Target-System Geldüberweisungen vornehmen, ohne dass eine Person Geld physisch überbringen muss (ebenso übernehmen Transportunternehmen die physische Lieferung der Ware). Daher wird das obige Beispiel des deutschen Verkäufers und des spanischen Käufers im Folgenden im Rahmen des tatsächlich existierenden Bankensystems beschrieben. Dieses ist, kontenmäßig betrachtet, hierarchisch miteinander verbunden. An der Spitze steht die EZB, die im Target-System die Rolle einer Clearingstelle hat, darunter befinden sich die Zentralbanken der Euro-Länder, die in geldpolitischer Hinsicht Zweigstellen der EZB sind und die eingehenden Zahlungen an die Geschäftsbanken weiterleiten, darunter die Geschäftsbanken, bei denen

schließlich die Kunden ihre Konten haben, von denen sie Zahlungen veranlassen beziehungsweise auf denen Zahlungen gutgeschrieben werden. Wir werden im Folgenden die relevanten Transaktionen etwas detaillierter beschreiben, um zu verdeutlichen, dass der Begriff der Forderung/Verbindlichkeit sehr unterschiedliche Sachverhalte beschreiben kann, deren Vermengung zu Fehlinterpretationen führt.⁴

Dieses Target-System hat die Aufgabe, sicherzustellen, dass ein inländischer (in unserem Beispiel: deutscher) Verkäufer seine Forderung auf Zahlung des Kaufpreises durch den ausländischen (in unserem Beispiel: spanischen) Käufer durchsetzen kann. Der spanische Käufer wiederum kann seine Verbindlichkeit erfüllen, den Kaufpreis zu zahlen. Daher gibt es eine Kette von Forderungen (und Verbindlichkeiten), ausgehend von dem deutschen Verkäufer über seine Geschäftsbank über die deutsche Zentralbank über die EZB über die spanische Zentralbank bis zur Geschäftsbank des spanischen Käufers. Diese Forderungen und Verbindlichkeiten beziehen sich auf die Weiterleitung eines gezahlten Betrags durch die an dem System teilhabenden Banken, und nicht auf die Forderung auf Zahlung des Kaufpreises und die Verbindlichkeit, den Kaufpreis zu zahlen, denn diese Forderung und diese Verbindlichkeit beziehen sich, wie wir oben ausführlich gezeigt haben, direkt auf die beiden Vertragspartner, nicht aber auf das Bankensystem.

Damit diese Forderungen (und Verbindlichkeiten) auch verbucht werden können, muss jeder Akteur der Kette ein geeignetes Konto besitzen: Der deutsche Verkäufer bei seiner Geschäftsbank, die deutsche Geschäftsbank bei ihrer Zentralbank, die deutsche Zentralbank (Deutsche Bundesbank) bei der EZB, die spanische Zentralbank bei der EZB, die spanische Geschäftsbank bei ihrer Zentralbank, der spanische Käufer bei seiner Geschäftsbank. Nur wenn der Kaufpreis von der spanischen Geschäftsbank überwiesen wird und über die gesamte Kette von Forderungen (und Verbindlichkeiten) auf dem Konto des deutschen Verkäufers landet, ist die Zahlungsforderung des deutschen Verkäufers (sowie die Zahlungsverbindlichkeit des spanischen Käufers) erfüllt. Wie das im Einzelnen funktioniert, soll im Folgenden gezeigt werden.

Es sei die gleiche Ausgangssituation wie im vorigen Kapitel unterstellt. Es wird angenommen, dass der deutsche Verkäufer den Traktor mit einem Zahlungsziel von 4 Wochen verkauft (im obigen Beispiel betrug die Kaffeepause eine Stunde, das entsprach einem Zahlungsziel von einer Stunde).

⁴ Zu einer Darstellung der Target-Salden und der zugrundeliegenden Transaktionen in Kontenform siehe insbesondere Bindseil/König 2011 und Whelan 2017. Zur Verbuchung von Zahlungsbilanztransaktionen siehe auch Sahin 2014.

Er verschickt den Traktor zum spanischen Käufer mit der entsprechenden Rechnung. Welche Forderungen und Verbindlichkeiten bestehen in der Kette des Zahlungssystems?

Der deutsche Verkäufer hat natürlich keine Forderung auf Zahlung des Kaufpreises gegenüber seiner Geschäftsbank; diese weiß vermutlich gar nichts von dem Vertrag mit dem spanischen Käufer, was auch für die anderen beteiligten Banken gilt. Er hat aber eine Forderung gegenüber seiner Geschäftsbank, dass diese, wenn die Zahlung auf ihr Konto bei der deutschen Zentralbank eingegangen ist, den Betrag auf sein Konto bei der Geschäftsbank gutschreiben muss. Damit dies auch geschieht, hat die Geschäftsbank spiegelbildlich die Verbindlichkeit gegenüber ihrem Kunden, diese Buchung auch durchzuführen. Damit die Zahlung aus Spanien aber auch auf das Konto der Geschäftsbank bei der deutschen Zentralbank gelangt, hat die Geschäftsbank eine Forderung gegenüber der Zentralbank, dass diese dann, wenn die Zahlung eingegangen ist, sie auf ihr Konto bei der Zentralbank überweisen soll. Die Zentralbank wiederum hat spiegelbildlich die Verbindlichkeit, die angekommene Zahlung dem Konto gutschreiben. Damit die Zahlung aus Spanien aber auch ihrem Konto bei der EZB gutgeschrieben wird, hat sie eine Forderung gegenüber der EZB, dies auch zu tun. Die EZB hat spiegelbildlich die Verbindlichkeit, die Buchung durchzuführen. Das ist die deutsche Seite der Forderungs- und Verbindlichkeitskette.

Auf der spanischen Seite hat die EZB die Forderung an die spanische Zentralbank, den Kaufpreis, wenn er auf dem Konto der Geschäftsbank bei ihr auftaucht, auf ihr Konto bei der EZB zu überweisen. Die spanische Zentralbank wiederum hat spiegelbildlich die Verbindlichkeit, dies auch zu tun. Damit sie den Betrag erhalten kann, hat sie eine Forderung gegenüber der spanischen Geschäftsbank, den Betrag auf das Konto der spanischen Geschäftsbank bei ihr zu überweisen, falls er vom Kunden angewiesen ist. Diese hat spiegelbildlich die Verbindlichkeit, dies zu tun. Die spanische Geschäftsbank schließlich hat ihrem Kunden gegenüber die Forderung, dann, wenn er den Kaufpreis überweisen will, von seinem Konto den Betrag abzubuchen. Dieser hat spiegelbildlich die Verbindlichkeit, seine Geschäftsbank zu beauftragen, den Kaufpreis von seinem Konto abzubuchen.

Alle Forderungen und Verbindlichkeiten in diesem Target-Bankensystem beziehen sich also auf die Weiterleitung und entsprechende Verbuchung eines Geldbetrags. Sie greifen erst dann, wenn der Käufer auch tatsächlich zahlt. Sie stellen mithin sicher, dass der angewiesene Geldbetrag des Käufers von dessen Konto abgebucht wird und schließlich auf das Konto des Verkäufers gelangt.

Forderungen auf Zahlung eines Geldbetrags und Verbindlichkeiten zu zahlen hingegen gibt es nur zwischen Käufern und Verkäufern als Vertragsparteien.

Da der spanische Käufer 4 Wochen Zeit hat, seine Zahlung zu leisten, sind in dieser Zeit die Forderung des Verkäufers und die entsprechende Verbindlichkeit des Käufers auf Zahlung des Kaufpreises offen, das heißt nicht erfüllt. Zahlt der spanische Käufer überhaupt nicht, bleiben die Forderungen und Verbindlichkeiten für immer offen. Der deutsche Verkäufer bleibt auf seiner Forderung sitzen und hat einen Schaden von 100.000 Euro. Der spanische Käufer hat den Traktor, den er nicht bezahlt hat, also einen Gewinn von 100.000 Euro.

Ist es denkbar, dass dieser Zustand, also der Zustand, dass der spanische Käufer nicht zahlt, dauerhaft anhält, also über Monate und gar Jahre, der deutsche Verkäufer dem spanischen Käufer also unfreiwillig einen ewig laufenden Kredit gibt? Ist es denkbar, dass über einen langen Zeitraum des Handels mit Spanien eine Vielzahl von deutschen Verkäufern auf ihren Forderungen sitzenbleiben und kein Geld erhalten? Nein, denn dann werden die deutschen Verkäufer die spanischen Käufer auf Zahlung des Kaufpreises beziehungsweise auf Herausgabe des Traktors verklagen und sie in Zukunft auch nicht mehr beliefern. Eine Marktwirtschaft basiert darauf, dass Rechnungen gestellt und auch bezahlt werden. Das gilt erst recht für einen einheitlichen Währungsraum, in dem Käufer und Verkäufer aus verschiedenen Ländern mit einer einheitlichen Währung zahlen. Der Handel kommt bei Nichtzahlung zum Erliegen. Dies ist ein wirkungsvoller Sanktionsmechanismus gegenüber säumigen Zahlern.

Nun wird angenommen, dass der spanische Käufer seiner Zahlungspflicht nachkommt und innerhalb der vereinbarten Frist zahlt. Wie geht dieser Buchungsvorgang vonstatten? Der spanische Käufer möchte den Betrag von 100.000 Euro an den deutschen Verkäufer überweisen. Dazu füllt er einen Überweisungsschein aus, auf dem der deutsche Adressat, dessen IBAN- und BIC-Nummer sowie der zu überweisende Geldbetrag vermerkt sind. Es ist wichtig zu betonen, dass das Buchgeld, das seinen Weg über verschiedene Konten gehen wird, zunächst dem spanischen Käufer und schließlich dem deutschen Verkäufer gehört. Es basiert nicht auf eigenständigen Aktionen oder Rechtsgeschäften der beteiligten Banken. Forderungen und Verbindlichkeiten beziehen sich bei jedem Überweisungsauftrag auf diesen Überweisungsschein. Eine Forderung beinhaltet dann einen Anspruch auf den Geldbetrag von 100.000 Euro, allerdings mit der Maßgabe, das Geld entsprechend dem Verwendungszweck weiterzuleiten; eine spiegelbildliche Verbindlichkeit bedeutet, diesen Geldbetrag dem entsprechenden Konto auch gutzuschreiben.

Der spanische Käufer weist also mit dem Überweisungsschein seine Geschäftsbank an, den Geldbetrag auf das Konto des deutschen Verkäufers bei der angegebenen deutschen Geschäftsbank zu überweisen. Doch diese hat kein Konto bei der spanischen Geschäftsbank. Die spanische Geschäftsbank hat aber ein Konto bei der spanischen Zentralbank. Auf dieses Konto nun überweist die spanische Geschäftsbank den Geldbetrag. Ihre Bilanz verändert sich dadurch auf der Passivseite, indem die Verbindlichkeiten gegenüber Kunden um den Betrag von 100.000 Euro vermindert werden – denn sie bucht den Geldbetrag vom Konto des spanischen Kunden ab; ihre Bilanz verändert sich dadurch auf der Aktivseite, indem das Guthaben bei der spanischen Zentralbank ebenfalls um 100.000 Euro vermindert wird.

Die spanische Zentralbank kann den Geldbetrag aber nicht der deutschen Geschäftsbank gutschreiben, denn diese hat kein Konto bei der spanischen Zentralbank. Die spanische Zentralbank hat aber ein Konto bei der EZB. Auf dieses Konto überweist sie den Geldbetrag. Ihre Bilanz verändert sich dadurch folgendermaßen. Auf der Passivseite vermindern sich die Verbindlichkeiten gegenüber der spanischen Geschäftsbank um 100.000 Euro; auf der Aktivseite sinkt der Wert des Kontos bei der EZB ebenfalls um 100.000 Euro.

Die EZB kann den Geldbetrag aber nicht der deutschen Geschäftsbank gutschreiben, da diese kein Konto bei der EZB hat. Die deutsche Bundesbank hat jedoch ein Konto bei der EZB. Auf dieses Konto überweist die EZB den Geldbetrag. Die EZB bucht folglich den Geldbetrag vom Konto der spanischen Zentralbank ab und schreibt ihn dem Konto der deutschen Bundesbank gut. Damit fließt das Zentralbankgeld aus Spanien nach Deutschland: In Deutschland steigt die Buchgeldmenge um 100.000 Euro, in Spanien sinkt sie um diesen Betrag.

Doch noch immer ist der Geldbetrag bei der deutschen Geschäftsbank beziehungsweise bei deren Kunden nicht angekommen. Die Geschäftsbank hat allerdings ein Konto bei der deutschen Bundesbank. Auf dieses Konto überweist die deutsche Bundesbank den Betrag. Die deutsche Bundesbank hat vor der Überweisung auf der Aktivseite ein um 100.000 Euro erhöhtes Sichtguthaben bei der EZB, denn ihr Kontostand bei der EZB ist ja um diesen Betrag gestiegen. Auf der Passivseite verbucht sie aber gleichzeitig eine um 100.000 Euro erhöhte Verbindlichkeit gegenüber der deutschen Geschäftsbank, der laut Überweisungsschein und BIC-Nummer das überwiesene Geld eigentlich gehört.

Die deutsche Geschäftsbank verbucht auf der Aktivseite ihrer Bilanz ein um 100.000 Euro gestiegenes Guthaben bei der deutschen Bundesbank. Auf der Passivseite schreibt sie als

Verbindlichkeit ihrem Kunden gemäß der IBAN-Nummer den Betrag von 100.000 Euro gut. Endlich ist das vom spanischen Käufer gezahlte und überwiesene Geld beim Verkäufer in Deutschland angekommen. Sein Traktor ist verkauft, seine Bilanz ist ausgeglichen: dem Minus von 100.000 Euro aus der Warenausgabe durch Lieferung des Traktors steht ein Plus von 100.000 Euro als Sichtguthaben bei der Geschäftsbank gegenüber. Der deutsche Kunde kann nun das Geld auf seinem Konto belassen oder es bar abheben. Er kann aber auch seine Lieferanten oder Arbeitskräfte bezahlen und damit das Geld dem Wirtschafts- und Geldkreislauf zuführen.

Bei der deutschen Bundesbank bedeutet die Forderung gegenüber der EZB, die sogenannte Target-Forderung, genau genommen, dass die EZB die 100.000 Euro dann, wenn das Geld aus Spanien bei ihr eingeht, auf das Bundesbank-Konto überweisen muss. Die Bundesbank erhält die 100.000 Euro mit der Verpflichtung, diesen Geldbetrag auf das Konto der Geschäftsbank zu überweisen, die mit ihrer BIC-Nummer angegeben ist; die Verbindlichkeit bedeutet, diesen Geldbetrag auch auf das Konto der entsprechenden Geschäftsbank zu überweisen. Es handelt sich bei diesen Forderungen und Verbindlichkeiten also lediglich um einen durchlaufenden Posten. In der Bilanz stehen somit auf der Aktivseite die Forderung über 100.000 Euro gegenüber der EZB und auf der Passivseite die Verbindlichkeit von 100.000 Euro gegenüber der betreffenden Geschäftsbank, obwohl die Forderung und die Verbindlichkeit auf Weiterleitung des Geldes jeweils erfüllt worden sind.⁵

Die deutsche Bundesbank bilanziert diesen Geldbetrag daher auch richtigerweise nicht als Guthaben bei der EZB, denn dieser Betrag ist ja nicht ihr Guthaben, sondern versteckt unter 9.4. als „Sonstige Forderungen“; auf der Passivseite steht dann symmetrisch unter den „Sonstigen Verbindlichkeiten“ der Wert von Null. (Bei den Defizit-Ländern ist es genau umgekehrt). Es ist somit wichtig zu verstehen, dass die Target-Salden bei der EZB ja erst durch die Überweisung des Geldbetrags entstehen. Erst wenn das Geld tatsächlich gezahlt und überwiesen wird, erscheint der Geldbetrag auf dem Konto; vor der Überweisung ist das Konto leer. Rein vertragliche Forderungen

⁵ In der Praxis funktionieren Überweisungen im Target-System etwas komplizierter. Die spanische Zentralbank belastet das Target2-Konto der spanischen Geschäftsbank bei ihr und verbucht eine Verbindlichkeit gegenüber der Bundesbank. Die Bundesbank verbucht eine Forderung gegenüber der spanischen Zentralbank und schreibt den Betrag dem Target2-Konto der deutschen Geschäftsbank gut. Am Ende des Geschäftstages werden alle im Laufe des Tages angefallenen bilateralen Verbindlichkeiten und Forderungen automatisch in einem multilateralen Verrechnungsverfahren zusammengeführt und auf die EZB übertragen (Novation), sodass für jede nationale Zentralbank nur noch eine einzige Verbindlichkeit oder Forderung gegenüber der EZB besteht (<https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/unbarer-zahlungsverkehr/target2/target2-saldo/target2-saldo-603478>).

und Verbindlichkeiten zwischen Käufer und Verkäufer sind bilanziell nicht wirksam und werden im Target-System nicht abgebildet. Der Target-Saldo kann logischerweise keine unerfüllten Forderungen des deutschen Verkäufers enthalten, auch keine abgeleitete Forderung der Geschäftsbank gegenüber der Zentralbank und dieser gegenüber der EZB. Das Target-System ist ein Zahlungssystem. Es wird erst dann gebucht und überwiesen, wenn auch tatsächlich gezahlt wird. Das bedeutet, dass auch die Target-Forderung erfüllt ist und nicht mehr offen ist. Die deutsche Zentralbank hat nun aber die Verpflichtung, diesen Geldbetrag an die deutsche Geschäftsbank, die mit der BIC-Nummer vermerkt ist, weiterzuleiten und deren Konto gutzuschreiben. Damit verlässt der Geldbetrag die deutsche Bundesbank, diese kann über den Geldbetrag nicht mehr verfügen. Das kann nur die deutsche Geschäftsbank, bei der und ihrem Kunden das Geld letztlich verbleibt. Die deutsche Zentralbank ist im Target-Zahlungsverkehr lediglich eine Durchgangsstation. Die Bank des Zahlers erleidet einen Netto-Geldabfluss, die des Zahlungsempfängers einen Netto-Geldzufluss. Die anderen Banken, die beiden Zentralbanken und die EZB, haben sowohl einen Geldzufluss als auch einen Geldabfluss in gleicher Höhe; ihre Netto-Geldvermögen bleiben im Zahlungsverkehr gleich.

In ihrer Eigenschaft, ein Teil des Target-Systems zu sein, hat die deutsche Bundesbank bestimmte Pflichten bezüglich des Zahlungsverkehrs innerhalb des Euroraums zu erfüllen. Dazu gehört die ordnungsgemäße Weiterleitung der Zahlung an die entsprechenden Geschäftsbanken. Ohne diese korrekte Weiterleitung erhält der deutsche Verkäufer nicht sein Geld. (Das gleiche gilt spiegelbildlich für die Target-Verbindlichkeiten der spanischen Zentralbank).

Das kann man sich auch leicht mithilfe eines Gedankenspiels klarmachen. Angenommen, die spanische und die deutsche Geschäftsbank hätten jeweils ein Konto bei der EZB (und die spanische und die deutsche Zentralbank gäbe es nicht), dann würde der Betrag von 100.000 Euro, den die spanische Geschäftsbank an die deutsche Geschäftsbank überweist, direkt von deren Konto bei der EZB auf das Konto der deutschen Geschäftsbank übertragen. Der Zahlungsvorgang wäre abgeschlossen. Tatsächlich haben nur alle deutschen Banken jeweils ein Konto bei der deutschen Zentralbank, so dass im innerdeutschen Zahlungsverkehr Umbuchungen zwischen den Konten stattfinden. Die ausländischen Zentralbanken haben hingegen jeweils ein Konto bei der EZB, so dass der ausländische Zahlungsverkehr durch Umbuchungen über diese Konten stattfindet, mit den dargestellten Konsequenzen. Der positive Target-Saldo ist somit der Geldbetrag, der den deutschen Geschäftsbanken im Rahmen internationaler Zahlungsvorgänge auf ihre Konten bei der deutschen

Zentralbank gutgeschrieben wird und bei diesen als Guthaben bei der deutschen Zentralbank auf der Aktivseite der Bilanz geführt wird.

Wie wird das in der Zahlungsbilanz gebucht? In der Handelsbilanz erscheint auf der Aktivseite der Export von 100.000 Euro. Die Forderung auf Zahlung wird in der Kapitalbilanz als (Netto) Kapitalexport eingebucht und besagt, dass der Verkäufer dem Käufer bis zur Bezahlung des Kaufpreises einen Kredit in Höhe des Kaufpreises von 100.000 Euro einräumt. Nach der Zahlung des Kaufpreises wird die Forderung auf Zahlung ausgebucht und durch den Titel „liquide Mittel“ beziehungsweise durch den Begriff (erfüllte) Target-Forderung ersetzt und entsprechend verbucht in dem Posten „Übriger Kapitalverkehr“, was in der Kapitalbilanz zu einem Passivtausch führt. Unter diesem Begriff Target-Forderung erscheint nun in der Kapitalbilanz die Zahlung des Kaufpreises. Die Target-Forderung der deutschen Zentralbank gegenüber der EZB besagt: Wenn die Zahlung des Käufers bei der EZB eingehen sollte, muss sie auf das Konto der deutschen Zentralbank bei der EZB gutgeschrieben werden. Wird die Zahlung des Kaufpreises von dem Käufer geleistet, wird sie auf das Konto der deutschen Zentralbank bei der EZB als Guthaben verbucht. Dieses Guthaben ist der sogenannte Target-Saldo. Mit der Zahlung ist die (offene) Target-Forderung erfüllt. Sie wird als (erfüllte) Target-Forderung in der Bilanz der deutschen Zentralbank unter „Sonstige Forderungen“ verbucht. Ihr Wert ist, auf ein Jahr bezogen, genauso hoch wie die Target-Forderung in der Zahlungsbilanz.

Bisher haben wir angenommen, dass der spanische Käufer den Geldbetrag vom Konto bei seiner Bank abbuchen lässt. Dadurch wird die Zahlung über Transfers der Zentralbankgeldmenge geleistet. Diese sinkt in Spanien um 100.000 Euro und steigt in Deutschland um 100.000 Euro; in der Summe bleibt sie gleich. Der spanische Käufer kann aber auch einen Kredit aufnehmen, um den geforderten Betrag zu begleichen. Er geht zu seiner Bank und lässt sich einen Kredit geben, der seinem Konto gutgeschrieben wird. Seine Bank erwirbt dadurch zur Absicherung eine Forderung gegenüber ihrem Kunden. Lässt er dann den geforderten Betrag von seinem Konto abbuchen, verläuft der weitere Überweisungsweg wie oben beschrieben.

Nimmt die spanische Geschäftsbank ihrerseits bei der spanischen Zentralbank einen Kredit auf, um sich zu refinanzieren, so erhöht sich die Zentralbankgeldmenge zunächst in Spanien und wird dann über EZB und Deutsche Bundesbank nach Deutschland weitergeleitet. Die EZB schreibt dem Konto der deutschen Zentralbank 100.000 Euro Zentralbankgeld gut; die Zentralbankgeldmenge in Deutschland steigt um 100.000 Euro, ebenso die Zentralbankgeldmenge in der Eurozone, und

alle Forderungen und Verbindlichkeiten sind wiederum erfüllt. In Spanien allerdings verbleiben als nicht erfüllt die Forderungen und Verbindlichkeiten aus den Krediten. Erst wenn diese zurückgezahlt werden, haben wir wieder die Situation, wie sie weiter oben beschrieben worden ist. Aber nicht nur Traktoren, sondern auch Autos, Maschinen, chemische Produkte, Aktien, Staatsanleihen, Immobilien und anderes mehr werden gehandelt. Bei diesen Gütern verlaufen die Buchungsvorgänge genauso wie in dem Traktor-Beispiel. Man ersetzt einfach den Begriff Traktor durch beispielsweise den Begriff Wertpapier und führt die Buchungsvorgänge auf identische Art und Weise durch. (Dabei ist allerdings zu beachten, dass der Verkauf eines Wertpapiers als reine Finanztransaktion nur in der Kapitalbilanz gebucht wird und deren Saldo unverändert lässt, während Leistungstransaktionen sowohl die Leistungsbilanz als auch die Kapitalbilanz betreffen und deren Salden verändern.)

Das Target-System ist also ein Zahlungssystem, das den Zahlungsverkehr zwischen (ausländischen) Käufern und Verkäufern im Euroraum erleichtert, was schon dadurch als ökonomisch sinnvoll erscheint, wenn man daran denkt, wie zeitaufwendig und teuer es ist, eine Zahlung beispielsweise von Deutschland in die USA (oder umgekehrt) zu leisten.⁶ Das Target-System stellt auch sicher, dass ein ausländischer Kunde nicht gegenüber einem inländischen Kunden bezüglich der Zahlungsmöglichkeiten diskriminiert wird. Target-Salden sind aber kein Indikator dafür, dass es noch irgendwelche offenen Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen den Parteien der internationalen Transaktionen gibt. Sie geben vielmehr an, welche Netto-Zahlungen zwischen den Ländern der Eurozone tatsächlich geflossen sind. Dem entspricht die Definition der Target-Salden durch die deutsche Bundesbank: Target2-(Netto)-Salden sind das Ergebnis der grenzüberschreitenden Verteilung von Zentralbankgeld innerhalb der dezentralen Struktur des Eurosystems.

4. *Fehlinterpretationen der Target-Salden und Target-Forderungen*

Damit sind die Begriffe Target-Saldo, Target-Forderung und Target-Verbindlichkeit geklärt. Wie ist es dann möglich, dass eine vergleichsweise unscheinbare Forderung, die sogenannte Target-Forderung, die lediglich dazu dient, die Überweisung eines Geldbetrages sicherzustellen, derart

⁶ So bevorzugen es beispielsweise Verlage aus den USA oder dem UK, Autorenhonorare durch Versendung von Verrechnungsschecks auf dem Postweg zu begleichen, um die hohen Überweisungsgebühren zu sparen. Die Einreichung der Schecks bei der deutschen Bank verursacht dann allerdings bei dem Empfänger nicht unerhebliche Kosten.

prominent in der Wissenschaft diskutiert wird? Wie ist es möglich, dass der dazu gehörige Saldo, der sogenannte Target-Saldo, der lediglich die nach Deutschland aus dem Ausland strömende Netto-Geldmenge beziffert, ob seiner großen Höhe Angst und Schrecken verbreiten kann? Das kann nur dadurch geschehen, dass man fälschlicherweise die Target-Forderung in der Zahlungsbilanz als noch offene Forderung auffasst und sie als noch offene Forderung in der Bilanz der deutschen Zentralbank verbuchen lässt. Schauen wir uns das näher an.

Wir haben im letzten Kapitel gezeigt, dass die Target-Forderung in der Zahlungsbilanz beispielsweise durch eine vertragliche Handelsbeziehung entsteht. Der Verkäufer hat gegenüber dem Käufer eine Forderung auf Zahlung des Kaufpreises. Diese Forderung wird in der Kapitalbilanz als (Netto-)Kapitalexport eingebucht und besagt, dass der Verkäufer dem Käufer bis zur Bezahlung des Kaufpreises einen Kredit in Höhe des Kaufpreises einräumt. Nach der Zahlung des Kaufpreises wird die Forderung auf Zahlung ausgebucht und durch den Titel „liquide Mittel“ beziehungsweise durch den Begriff (erfüllte) Target-Forderung ersetzt und entsprechend verbucht, was in der Kapitalbilanz zu einem Passivtausch führt. Unter diesem Begriff Target-Forderung erscheint nun in der Kapitalbilanz die Zahlung des Kaufpreises. Die Target-Forderung der deutschen Zentralbank gegenüber der EZB ist aber von der Forderung des Verkäufers auf Zahlung des Kaufpreises, der Target-Forderung in der Zahlungsbilanz, abgeleitet und besagt: Wenn die Zahlung des Käufers bei der EZB eingehen sollte, muss sie auf das Konto der deutschen Zentralbank bei der EZB gutgeschrieben werden; (die Target-Forderung besagt also nicht, dass die deutsche Zentralbank gegenüber der EZB eine Forderung auf Zahlung des Kaufpreises hat). Wird die Zahlung des Kaufpreises von dem Käufer geleistet, wird sie auf das Konto der deutschen Zentralbank bei der EZB als Guthaben verbucht. Dieses Guthaben ist der sogenannte Target-Saldo. Mit der Zahlung ist die (offene) Target-Forderung erfüllt. Sie wird als (erfüllte) Target-Forderung in der Bilanz der deutschen Zentralbank unter „Sonstige Forderungen“ verbucht. Ihr Wert ist, auf ein Jahr bezogen, genauso hoch wie die Target-Forderung in der Zahlungsbilanz. Der gezahlte Kaufpreis wird an die Geschäftsbank weitergeleitet und dem Konto der Geschäftsbank bei der deutschen Zentralbank gutgeschrieben. Das ist die korrekte Interpretation von Target-Saldo und Target-Forderung.

Das sehen allerdings einige Wirtschaftswissenschaftler, vor allem Makroökonomien, anders und vertreten eine gegensätzliche Meinung. Sie behaupten unter anderem, dass die sogenannte Target-Forderung noch offen sei und dass Deutschland anderen Eurostaaten einen niemals rückzahlbaren

Kredit in Höhe von 1 Billion Euro gegeben hätte. Das starke Anwachsen von Target-Saldo und (nicht erfüllter) Target-Forderung verursache zudem einen großen Schaden für die Steuerzahler in Deutschland. Nur wenige Ökonomen versuchen, diese Argumentationen richtigzustellen (siehe insbesondere Hellwig 2018).

Diese Wirtschaftswissenschaftler stehen allerdings vor einem Problem. Wenn sie die Target-Forderung für offen, also für noch nicht erfüllt, ansehen, unterstellen sie damit, dass alle ausländischen Käufer im grenzüberschreitenden Handel ihre Rechnungen nicht bezahlt haben, und das im marktwirtschaftlichen System des Euroraums! Da noch nicht bezahlt worden ist, bleibt auch der Target-Saldo leer, das heißt, eine (unerfüllte) Target-Forderung existiert gar nicht. Die deutschen Verkäufer haben also über das Target-System noch kein Geld erhalten. Dieses Problem argumentativ beheben zu wollen, dürfte sehr schwierig sein – und ist tatsächlich auch zu schwierig gewesen.

Gehen wir auf die wichtigsten Argumentationsmuster etwas näher ein. So äußert sich beispielsweise Schlesinger (2011, S. 9/10) folgendermaßen: „Mit jedem Überschuss in der Leistungsbilanz geht ein entsprechend hoher Zuwachs an Nettoforderungen gegenüber dem Ausland einher“. „Bei den Nettoforderungen aus Target2 handelt es sich nicht nur um den wichtigsten Posten in der Bundesbankbilanz, sondern die Nettoforderungen sind auch ein wichtiger Teil des Auslandsvermögens der Bundesrepublik“. Oder Sinn (2011, S. 3/4) argumentiert: „Die Zahlungsbilanzstatistik bezeichnet die Zuwächse der Target-Salden als Kapitalexporte und –importe über das EZB-System“. „Der akkumulierte Zahlungsbilanzüberschuss führt zu einer in der Bilanz der Bundesbank verzeichneten Target-Forderung“.

In dieser makroökonomischen Betrachtung ist der oben aufgezeigte mikroökonomische Zusammenhang von Kaufvertrag, Target-Forderung, Erfüllung der Target-Forderung durch Zahlung der Rechnung und Weiterleitung des gezahlten Betrags über das Target-System bis zum Verkäufer nicht mehr sichtbar. Die Target-Forderung hat sich verselbständigt; dass sie durch Zahlung des Kaufpreises erfüllt werden kann und wird, wird nicht mehr gesehen. Es wird stattdessen angenommen, dass eine Forderung existiert, ohne genau zu spezifizieren, welchen Inhalt diese Forderung hat, lediglich ihre Höhe, ihr Inhaber und ihr Adressat sind bekannt, und unterscheidet nicht zwischen erfüllten und nicht-erfüllten Forderungen. Damit wird unterstellt, dass diese Forderung niemals erfüllt werden kann, dass sie immer bestehen bleibt.

In mikroökonomischer Betrachtungsweise ist die mit dem Leistungsbilanzüberschuss entstehende Forderung nicht irgendeine Forderung, die „mit dem Leistungsbilanzüberschuss einhergeht“, sondern es ist die Forderung auf Zahlung des Kaufpreises, die der Exporteur der Ware gegenüber dem Käufer der Ware hat. Sie entsteht durch den Export von Waren und nicht durch den Leistungsbilanzüberschuss per se. Diese Forderung auf Zahlung wird in der Kapitalbilanz als Netto-Kapitalexport verbucht und die entsprechende Warenlieferung des Exporteurs wird in der Leistungsbilanz als Güterexport verbucht. Ganz analog wird der Import einer Ware in der Passivseite der Leistungsbilanz verbucht und der zu zahlende Kaufpreis als Netto-Kapitalimport auf der Aktivseite der Kapitalbilanz. Im Laufe eines Jahres summieren sich auf der Aktivseite der Leistungsbilanz alle getätigten Exporte und auf der Passivseite alle durchgeführten Importe. Der (positive) Saldo ist der Leistungsbilanzüberschuss. Im Laufe eines Jahres sind alle Rechnungen für Exporte und Importe, bis auf wenige Ausnahmen, so wollen wir annehmen, bezahlt. Diese bezahlten Rechnungen werden als Zahlungen von Ausländern an Inländer für den Güterexport als Netto-Kapitalexport auf der Passivseite der Kapitalbilanz gebucht und als Zahlungen von Inländern an Ausländer für den Güterimport als Netto-Kapitalimport auf der Aktivseite der Kapitalbilanz gebucht. Der Saldo aus Netto-Kapitalexport und Netto-Kapitalimport ist der (negative) Saldo der Kapitalbilanz. Er entspricht in seiner Höhe dem Saldo der Leistungsbilanz. Sind aber alle Rechnungen aus Leistungsbilanztransaktionen mit Ländern der Eurozone bezahlt, so gibt dieser Kapitalbilanzsaldo an, wieviel Geld aufgrund der Leistungstransaktionen netto nach Deutschland geflossen ist. Wird über das Target-System gezahlt, entspricht dieser Kapitalbilanzsaldo der erfüllten Target-Forderung, wie sie von der deutschen Zentralbank unter „Sonstige Forderungen“ verbucht wird.

Dabei ist zu beachten, dass auch rein monetäre Transaktionen wie der Kauf von Wertpapieren, die also sowohl den Saldo der Leistungsbilanz als auch den Saldo der Kapitalbilanz unberührt lassen, gleichwohl die Höhe der Target-Forderungen beeinflussen. Der Kauf eines ausländischen Wertpapiers durch einen Inländer führt nämlich zu einem gleichzeitigen Kapitalexport und Kapitalimport: Die Zahlung des Kaufpreises führt zu einem Abfluss von „liquiden Mitteln“, der Erwerb des Wertpapiers hingegen zu einem Zugang an Vermögen. Somit bleibt der Saldo der Kapitalbilanz unverändert. Die Zahlung verändert aber die Target-Forderung. Durch die Zahlung sinkt die Target-Forderung um den Zahlungsbetrag. Die Target-Forderung verändert sich also auch bei reinen Finanztransaktionen, die den Saldo der Kapitalbilanz unverändert lassen, und nicht nur

bei Nettokapitalveränderungen aufgrund von Leistungsbilanzüberschüssen, die den Saldo der Kapitalbilanz verändern.

Bei einem Leistungsbilanzüberschuss muss selbstverständlich buchhalterisch beziehungsweise saldenmechanisch ein Gegenposten verbucht werden. Dieser Gegenposten kann der (Netto)Kapitalexport im engeren Sinne sein; er ist solange ein Kapitalexport, bis die Rechnung bezahlt ist. Wird die Rechnung bezahlt, wird dieser (Netto-)Kapitalexport umgebucht in „liquide Mittel“. Das geschieht durch einen Passivtausch in der Kapitalbilanz. Dabei bleibt der Saldo der Kapitalbilanz unverändert, in unserem Beispiel bei -100.000 Euro als Gegenposten zum Leistungsbilanzüberschuss von +100.000 Euro. Blickt man also nur auf den Saldo und nicht auf die Buchung der Zahlung, könnte man meinen, es habe sich am Status der (Netto-)Forderung nichts geändert. Doch ist aus einer (nicht erfüllten) Forderung durch die Zahlung eine (erfüllte) Forderung geworden. Der Gegenposten kann aber auch der bezahlte Rechnungsbetrag sein, wenn nämlich die Rechnung *uno actu* mit der Lieferung bezahlt wird. Dann besteht die Gegenbuchung zum Leistungsbilanzüberschuss in der Kapitalbilanz in dem Posten „Übriger Kapitalverkehr“.

Zeigt man also, wie und wann eine Forderung entsteht, und spezifiziert man ihren Inhalt, so erkennt man, dass diese Target-Forderung sehr wohl erfüllt werden kann und trotzdem als erfüllte Forderung weiterhin verbucht bleibt. Eine Forderung kann nämlich durch Bezahlung der Rechnung erfüllt werden, ein doch wohl sehr marktwirtschaftlicher Gedanke, und muss nicht durch irgendwelche Transferleistungen ausgeglichen oder kompensiert werden, so dass sie offenbleibt, sofern die entsprechenden Transferleistungen ausbleiben. Stattdessen wird behauptet, dass die Target-Salden beziehungsweise die entsprechenden Target-Forderungen bestehende Forderungen seien, die von den Schuldnerländern nicht beglichen worden sind, und folglich noch ausgeglichen werden müssten, oder die weiterhin bestehen, obwohl die Kaufsumme bezahlt worden ist. Im Zitat von Sinn wird zudem postuliert, dass der Kapitalexport als Gegenposten zum Handelsbilanzüberschuss als Target-Forderung in der Bilanz der Bundesbank verzeichnet ist. Das kann aber nicht richtig sein. Denn ein bestehender Kapitalexport bedeutet, dass die Rechnungen der Verkäufer noch nicht bezahlt sind, so dass auch keine positiven Target-Salden beziehungsweise Target-Forderungen bei der Bundesbank auftauchen können. Damit ist die Definition der Target-

Forderung als Gegenposten der Überschussländer zur „Target-Schuld“ der Defizit-Länder im Euroraum nicht haltbar.⁷

Wir haben also gezeigt, dass die durch die Zahlung entstehenden „liquiden Mittel“ in der Kapitalbilanz, als Gegenposten zum Leistungsbilanzüberschuss, der (erfüllten) Target-Forderung bei der deutschen Zentralbank entsprechen. Denn die Zahlung führt zu einer Umbuchung in der Kapitalbilanz: Aus der Forderung auf Zahlung wird ein Bestand an „liquiden Mitteln“, gebucht als Target-Forderung. Statt des (Netto-)Kapitalexports, der eine Forderung Deutschlands gegenüber Spanien bezeichnet, ist in der Kapitalbilanz, als Gegenposten zum Exportüberschuss, die erfüllte Target-Forderung vorhanden, die konsolidierte Zahlungsbilanz ist also ausgeglichen, aber der spanische Käufer hat gezahlt. Es bestehen keinerlei Forderungen Deutschlands gegenüber Spanien mehr.

Manche Autoren bezeichnen die Target-Forderung von vornherein als Kredit und setzen sie mit der Forderung aus der Kapitalbilanz gleich. Das führt dazu, dass behauptet wird (so Sinn 2011, S. 6), dem Sparvolumen stehe ein Investitionsvolumen, zusammengesetzt aus privaten und öffentlichen Nettoinvestitionen im Inland, dem Nettofinanzkapitalexport, den Nettodirektinvestitionen im Ausland sowie dem „Nettokapitalexport durch die Bundesbank (=Target)“ gegenüber. Die über das EZB-System erzwungenen Kreditflüsse aus Deutschland heraus (die „Target-Kredite“) machten in den Jahren 2002 bis 2010 22% der möglichen Nettoinvestitionen aus (schreibt Sinn hierzu). Aber ist das richtig?

Der Kapitalexport ist eine Mittelbereitstellung des Inlands an das Ausland, beispielsweise in Form von Finanzkrediten oder Wertpapierkäufen. Investoren könnten beispielsweise ausländische

⁷ Möglicherweise resultieren die Missverständnisse daraus, dass man Zahlungsbilanztransaktionen zwischen unterschiedlichen Währungsräumen genauso behandelt wie Zahlungsbilanztransaktionen innerhalb einer Währungsunion. Bei Transaktionen zwischen Parteien aus unterschiedlichen Währungsräumen reicht es nicht aus, dass sich die Parteien auf einen Vertragspreis einigen. Darüber hinaus muss sich der Käufer die Währung des „Verkäuferlandes“ beschaffen, wenn wir einmal davon ausgehen, dass in dieser Währung fakturiert wurde. Versetzen wir uns in die Zeit vor der Europäischen Währungsunion zurück und nehmen wir an, Deutschland habe einen Leistungsbilanzüberschuss gegenüber den USA. Die Devisen (DM), die amerikanischen Produzenten durch den Export ihrer Produkte nach Deutschland erwirtschaftet haben, reichen somit nicht aus, um alle Importe deutscher Produkte zu finanzieren. Es muss somit andere Transaktionen zwischen in Deutschland und in den USA ansässigen Parteien geben, die in dem Wunsch resultieren, DM in Dollar einzutauschen. Das kann etwa dadurch geschehen, dass deutsche Inländer eine Nachfrage nach amerikanischen Aktien oder Wertpapieren entfalten oder dass sie amerikanischen Inländern Kredite einräumen. In allen Fällen wird der Leistungsbilanzüberschuss durch einen Kapitalexportüberschuss ausgeglichen. In einer Währungsunion gibt es demgegenüber eine zusätzliche Option: der Netto-Abfluss an Leistungen kann auch durch einen Netto-Zufluss an Zahlungen in der gemeinsamen Währung beglichen werden, wobei es keine Rolle spielt, durch welche in- oder ausländischen Transaktionen die entsprechenden Parteien die Zahlungsmittel erworben haben.

Aktien kaufen und unter Rendite- und Risikogesichtspunkten überlegen, welche sie anschaffen wollen und wie lange sie gehalten werden sollen. Verbucht wird diese Finanztransaktion als Kapitalexport in der Kapitalbilanz, verändert aber nicht deren Saldo und lässt auch den Saldo der Leistungsbilanz unverändert. In unserem Traktor-Beispiel hingegen liefert der deutsche Verkäufer den Traktor aus mit einem Zahlungsziel von 4 Wochen. Verbucht wird dieser Vorgang als Leistungsbilanzüberschuss von 100.000 Euro und als Kapitalexport von ebenfalls 100.000 Euro. Dieser Kapitalexport ist demnach ein Nebenprodukt des Güterexports und kein Resultat einer bewussten Investitionsentscheidung. In diesem Umfang gewährt somit der deutsche Verkäufer dem spanischen Käufer einen Kredit mit einer Laufzeit von 4 Wochen. Dieser „Target-Kredit“ entspricht also einem Kapitalexport von ebenfalls 100.000 Euro. Aber was geschieht, wenn der spanische Käufer seine Rechnung bezahlt? Dann wird der „Target-Kredit“ getilgt und der Kapitalexport ist keiner mehr. In der Kapitalbilanz wird die Forderung des deutschen Verkäufers ausgebucht und durch die (durch die Zahlung erfüllte) Target-Forderung ersetzt. Im Target-System wird das Geld aus Spanien durch die deutsche Zentralbank an die deutsche Geschäftsbank des Verkäufers weitergeleitet. Dass Deutschland „Target-Kredite“ an das Ausland vergibt und dass in gleichem Umfang ein Kapitalexport besteht, gilt folglich nur so lange, bis die Rechnung bezahlt wird. Nach Zahlung der Rechnung gibt es keinen „Target-Kredit“ und keinen Kapitalexport mehr. Ob die Rechnung durch eine Überweisung vom Konto oder durch einen Kredit bezahlt wird, spielt dabei keine Rolle. Wird *uno actu* mit der Lieferung bezahlt, entsteht überhaupt kein Kapitalexport, sondern nur eine (erfüllte) Target-Forderung. Dem Leistungsbilanzüberschuss steht dann in der Kapitalbilanz ein Netto-Zahlungseingang (die erfüllte Target-Forderung) in dem Posten „Übriger Kapitalverkehr“ gegenüber. Die Behauptung von Sinn ist demnach nicht richtig; sie gilt nur für den Fall, dass die Target-Forderung nicht erfüllt wird. Doch das ist in einer Marktwirtschaft undenkbar.

Wir erkennen, dass alle Autoren, die davon ausgehen, dass die Target-Forderungen Deutschlands gegenüber dem Euroraum weiterhin bestehen und nicht erfüllt sind, nicht zwischen erfüllten Verbindlichkeiten und Forderungen und unerfüllten Verbindlichkeiten und Forderungen unterscheiden und vor allem nicht exakt definieren, welche Forderungen und Verbindlichkeiten bestehen. Für diese Autoren sind Verbindlichkeiten und Forderungen immer nicht-erfüllte Verbindlichkeiten und Forderungen. Da bei einer Zahlung des Kaufpreises der Saldo der Kapitalbilanz unverändert bleibt, buchhalterisch findet lediglich ein Passivtausch statt, schließen

sie fälschlicherweise auf ein Gleichbleiben des Kapitalexports und ein Fortbestehen der Forderung. Doch diese ist erfüllt und durch einen Bestand an „liquiden Mitteln“ ersetzt worden, wodurch auch kein Kapitalexport mehr existiert. Allen Autoren ist gemeinsam, dass sie dadurch zu einer falschen Interpretation der Target-Salden und Target-Forderungen (und Target-Verbindlichkeiten) verleitet werden. So wird aus der (erfüllten) Target-Forderung in der Kapitalbilanz die (unerfüllte) Target-Forderung und aus der (erfüllten) Target-Forderung der deutschen Zentralbank gegenüber der EZB die (unerfüllte) Target-Forderung; die (unerfüllte) Target-Forderung aus der Zahlungsbilanz wird dann als (unerfüllte) Target-Forderung in der Bundesbankbilanz verbucht. Doch das ist falsch. Somit sind aber auch alle weiterführenden Argumente und Schlussfolgerungen nicht korrekt, sofern sie von dieser falschen Interpretation der Target-Salden und Target-Forderungen (und Target-Verbindlichkeiten) ausgehen.

Ziehen wir ein vorläufiges Fazit der Diskussion um die Interpretation der Target-Forderungen, Target-Verbindlichkeiten und Target-Salden.

1. Viele Verfechter der Interpretation der Target-Forderungen als noch offene Forderungen lassen eine Forderung simultan mit einem Exportüberschuss entstehen. Diese Forderung ist gegen ein anderes Land gerichtet und wird nicht weiter spezifiziert. Das ist eine rein makroökonomische Betrachtung, die mit Größen aus der Zahlungsbilanz argumentiert und als Akteure nur die Länder ansieht. In mikroökonomischer Betrachtung handeln nicht die Länder, sondern die Wirtschaftssubjekte. Deren Aktivitäten werden lediglich in der Zahlungsbilanz zusammengefasst. Das bedeutet aber, dass die Forderung aus dem Exportüberschuss auf dem Vertrag basiert, den Verkäufer und Käufer miteinander abgeschlossen haben. Daher kann diese Forderung auch durch eine Zahlung erfüllt werden und wird es in der Realität im Regelfall auch.

2. Die aus dem Exportüberschuss automatisch entstehende Forderung wird als Target-Forderung interpretiert und der deutschen Zentralbank zugeordnet. Sie entspricht dem Kapitalexport und kann ebenfalls nicht durch eine Zahlung erfüllt werden, sondern nur durch äquivalente Transferleistungen des Auslands ausgeglichen werden. Aus der Forderung des deutschen Verkäufers auf Zahlung wird so eine Forderung Deutschlands, vertreten durch die deutsche Zentralbank, gegenüber der EZB beziehungsweise dem Euroraum. Diese Forderung entspricht einem Kredit, den Deutschland dem Euroraum gewährt. Wir haben allerdings ausführlich gezeigt, dass diese Interpretation unzulässig ist. Eine Target-Forderung dieser Art gibt es nicht. Die sogenannte Target-Forderung in der Bilanz der deutschen Bundesbank unter dem Titel „Sonstige

Forderungen“ bedeutet, dass die deutsche Bundesbank den bilanzierten Betrag von der EZB erhalten und an die Geschäftsbanken weitergeleitet hat.

3. Die Zahlungen von Rechnungen durch das Ausland bedeuten, dass die Forderungen auf Zahlungen der Kaufpreise erfüllt worden sind. Dann wird aus dem Kapitalexport die erfüllte Target-Forderung, also letztlich der Nettozufluss von Euros aus dem Schuldner- in das Gläubigerland, wie sie in der Kapitalbilanz und in der Bilanz der deutschen Zentralbank verbucht wird. Es gibt dann keinen Kapitalexport und keine noch offene Target-Forderung mehr. Das Target-System hat genau diesen Zweck: Den grenzüberschreitenden Handel zu erleichtern, indem die Zahlung von Rechnungen erleichtert und sicherer gemacht wird, so dass nicht zwischen in- und ausländischen Käufern und Verkäufern diskriminiert wird.

4. Da der Target-Saldo erst durch eine Zahlung des Auslands entsteht und diejenige Menge an Geld beziffert, die netto aus dem Euroraum nach Deutschland geflossen und dort im Geld- und Wirtschaftskreislauf vorhanden ist, ist es folglich auch vollkommen unbegründet zu verlangen, dass der „Target-Kredit“ durch Transferleistungen aus dem Ausland auszugleichen ist und mit Risikozuschlag verzinst werden müsste. Das Ausland müsste dann doppelt bezahlen; die Marktwirtschaft wäre außer Kraft gesetzt. Hinzu kommt: Eine Forderung, die seit 17 Jahren nicht mehr ansatzweise bedient wird und die mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit auch in Zukunft nicht bedient werden wird, muss unter kaufmännischen Gesichtspunkten zu 100 Prozent abgeschrieben werden. Sie darf nur noch mit einem Erinnerungswert von 1 Euro in der Bilanz erfasst werden. Ganz anders sieht das aus, wenn die Forderung eine durch die Weiterleitung des Geldes erfüllte Forderung ist. In diesem Fall muss die Target-Forderung als Gegenposten zu der Verbindlichkeit, das Geld auf die Konten der Geschäftsbanken gutzuschreiben, in voller Höhe in der Bilanz der deutschen Zentralbank erscheinen, falls man sie nicht außerbilanziell verbucht. Da sie aber keine werthaltige Forderung ist, erscheint sie lediglich unter „Sonstige Forderungen“.

5. Ebenso fehlerhaft ist es, die Target-Forderungen als Auslandsvermögen zu bezeichnen. Denn sie bezeichnen lediglich die Summe an Geld, die Deutschland aus dem Euroraum im Tausch gegen Güter wie Maschinen oder Wertpapiere erhalten hat. Diese Geldmenge ist auf die Konten der deutschen Geschäftsbanken bei der deutschen Zentralbank gebucht worden und befindet sich bereits im deutschen Geld- und Wirtschaftskreislauf. Außerdem wäre der Marktwert dieser Forderungen und mithin des Auslandsvermögens null Euro.

6. Dadurch, dass man von einer Forderung ausgeht, die immer fortbesteht und nicht erfüllt werden kann, und nicht von einer Forderung, die durch Zahlung erfüllt werden kann, gelangt man zu Fehlinterpretationen und Fehlschlüssen. Dies ist sicherlich auch dem Sprachgebrauch geschuldet, die von der deutschen Zentralbank an die Geschäftsbanken weitergeleitete, aus dem Euroraum kommende Geldmenge Target-Forderung zu nennen und in der Bilanz zu verbuchen. Angemessener wäre es, die Target-Forderung außerhalb der Bilanz zu belassen. Korrekter wäre es auch, nur von Verbindlichkeiten der im Target-System agierenden Banken zur Weiterleitung der zu überweisenden Geldbeträge zu sprechen; die Verbindlichkeiten wären dann entweder negativ, das heißt, diese Verbindlichkeiten wären dann Forderungen, oder positiv, das heißt, sie wären Verbindlichkeiten im eigentlichen Sinne. Besser wäre es auch, genauer zwischen dem (Netto-)Kapitalexport, der als Gegenbuchung zum Exportüberschuss entsteht und eine Forderung auf Zahlung bedeutet, und dem „bezahlten Kapitalexport“, der aus „liquiden Mitteln“ besteht und eine erfüllte Forderung meint, zu unterscheiden. Die Gefahr einer Fehlinterpretation wäre dann sehr viel geringer.

5. Erläuterungen zur Entstehung und Entwicklung der Target-Salden

5.1. Determinanten der Target-Salden

Um die Bedeutung der Target-Salden zu verstehen, ist es hilfreich, sich zunächst zu verdeutlichen, durch welche Transaktionen die hohen Target-Salden tatsächlich entstanden sind. Man versteht dann besser, warum in wirtschaftlicher Hinsicht kriselnde Länder wie Italien, Spanien und Portugal hohe defizitäre Target-Salden aufgebaut haben, während ökonomisch starke Länder wie Deutschland und die Niederlande hohe positive Target-Salden aufweisen. Man versteht dann auch besser, warum ein relativ kleines Land wie Luxemburg einen derart hohen positiven Target-Saldo hat. Und man kann dann besser abschätzen, welche Risiken entstehen, wenn die Target-Salden im Zeitablauf so stark divergieren.

Der internationale Warenhandel zwischen Ländern der Eurozone ist nur *eine* Ursache für ungleiche Zahlungsströme zwischen den Ländern und damit für das Entstehen von Target-Salden. Im Zeitraum 2000 bis 2007 spielten die Target-Salden keine nennenswerte Rolle. Das bedeutet, dass sich die Zahlungsströme zwischen den Ländern der Eurozone tendenziell mehr oder weniger ausgeglichen haben. So gab es beispielsweise nicht nur Warenexporte von Deutschland nach Spanien, die zu Zahlungsströmen von Spanien nach Deutschland führten. Gleichzeitig

konsumierten deutsche Touristen Dienstleistungen in Spanien und deutsche Investoren erwarben spanische Immobilien, was zu Zahlungsströmen in die entgegengesetzte Richtung führte. Nach einem kurzen Anstieg der Target-Salden bis 2008 und einem Rückgang in 2009/10 erreichten die Target-Salden, nach dem „kleinen Höhepunkt“ in 2008, im Herbst 2012 einen zweiten Höhepunkt mit jeweils über 1 Billion Euro, das heißt ca. 1 Billion Euro Target-Forderungen der „Kernländer“ und der gleiche Betrag an Target-Verbindlichkeiten der „Peripherieländer“. Nach einem deutlichen Rückgang bis 2015 stiegen die Target-Salden seit Frühjahr 2015 wieder stark an und erreichten 2018 einen neuen Höhepunkt, der bis heute (Juni 2019) mit über 1,3 Billion deutlich über dem von 2012 liegt (Hellwig/Schnabel 2019b, S. 632; EZB). Wir werden im Folgenden zwei Determinanten der Target-Salden diskutieren, die bei deren tatsächlicher Entwicklung seit 2007 eine große Rolle spielten.

Mit der Finanzkrise seit 2007 und insbesondere nach der Lehman-Pleite im Herbst 2008 verloren die Sparer und Investoren in den „Peripherieländern“ zunehmend an Vertrauen in die Sicherheit ihrer Einlagen und Anlagen. Das gleiche galt für das Vertrauen der Banken in den „Kernländern“ gegenüber der Solidität der Banken in den „Peripherieländern“, was zur Folge hatte, dass der Interbankenmarkt insbesondere zwischen „Kernländern“ und „Peripherieländern“ weitgehend zusammenbrach. Damit waren die Banken in letzteren weitgehend auf Kredite der EZB angewiesen.

Gleiche Effekte auf die Target-Salden hatte auch der seit 2011 bis Herbst 2012 beschleunigte Verkauf von in den Peripherieländern ausgegebenen Wertpapieren, die von Banken und anderen Investoren der „Kernländer“ gehalten wurden, sofern diese Papiere von Investoren der „Peripherieländer“ gekauft wurden (Hellwig/Schnabel 2019b, S. 633).

Tatsächlich ging die EZB aufgrund des Zusammenbruchs des Interbankenmarktes ab Oktober 2008 dazu über, die für die Kapitalflucht aus den Peripherieländern erforderliche Liquidität durch verbesserte Refinanzierungsbedingungen der Geschäftsbanken bereitzustellen (Mengentender mit Vollzuteilung, geringere Ansprüche an die erforderlichen Sicherheiten etc.).⁸ Es sei bereits an dieser Stelle erwähnt, dass diese Maßnahmen nicht nur den relevanten Akteuren in den „Peripherieländern“ der Eurozone zugutekamen, sondern auch den Finanzinstituten in den „Kernländern“ (nicht zuletzt Deutschland), denen es dadurch ermöglicht wurde, aus ihren

⁸ Vgl. etwa Steinkamp 2019, S. 75-9.

(leichtsinnigen) Engagements in den „Peripherieländern“ ohne größere Verluste herauszukommen (Hellwig/Schnabel 2019b, S. 634-5).

Eine weitere wichtige Determinante der Entwicklung der Target-Salden sind die massiven Wertpapierkäufe, insbesondere öffentlicher Anleihen, seitens der EZB seit Frühjahr 2015. Um zu vermeiden, dass es im Fall eines Bankrotts eines oder mehrerer der Krisenländer zu umfangreichen Transfers zwischen den Mitgliedstaaten der Eurozone kommt, wurde auf Initiative des Präsidenten der Deutschen Bundesbank, Jens Weidmann, vereinbart, dass die nationalen Zentralbanken jeweils die Anleihen ihres eigenen Staates auf eigene Rechnung erwerben und dass nur 20% der öffentlichen Anleihen gemeinschaftlich durch die EZB erworben werden. Da die öffentlichen Anleihen aller Länder der Eurozone zu einem beträchtlichen Teil von Anlegern, die in Deutschland, den Niederlanden, Finnland und Luxemburg ansässig sind, gehalten werden, führte auch diese Maßnahme zu einem hohen Anstieg der Target-Forderungen in den „Kernländern“ und der Target-Verbindlichkeiten in den Peripherieländern.

Insbesondere Luxemburg als relativ kleines Land mit geringem Warenhandel hat große Mengen an Target-Forderungen angesammelt. Luxemburg ist vor allem Standort für viele Fonds, Vermögensverwalter und Finanzinstitute. Diese bieten diverse Dienstleistungen an, die in der Dienstleistungsbilanz als Export verbucht werden und zu einem hohen positiven Target-Saldo führten.

5.2 Mögliche Konsequenzen hoher Target-Salden

Alle Autoren, die über die Target-Falle klagen, gehen davon aus, dass die Länder mit positiven Target-Salden, also insbesondere die Bundesrepublik Deutschland, im Rahmen des Target-Systems noch offene Forderungen gegenüber der EZB bzw. dem Euroraum haben. Danach misst der Target-Saldo die Höhe dieser noch offenen Forderungen (bzw. Verbindlichkeiten). Wir haben gezeigt, dass es auf Ebene der zugrundeliegenden Transaktionen derartige Forderungen nicht gibt und auch gar nicht geben kann. Forderungen bestehen zwischen den Parteien der zugrundeliegenden Transaktionen, solange die Zahlung nicht erfolgt ist. Erst nach tatsächlich erfolgter Zahlung entsteht ein Target-Saldo, der somit misst, welche Nettozahlungen zwischen den Ländern der Eurozone erfolgt sind und nicht, wer wem noch etwas schuldet.

Wie kommen nun die Kritiker der hohen Target-Salden dazu zu behaupten, dass diese Salden noch offene Forderungen von Ländern mit positiven Salden (wie insbesondere Deutschland) gegenüber

Ländern mit negativen Salden (wie insbesondere Italien, Spanien und Portugal) signalisieren? Die grundlegende Argumentation der Target-Kritiker basiert darauf, dass es zwar für die Transaktionsparteien egal ist, wie das Zentralbankgeld in Umlauf gebracht wurde (Euro = Euro), dass die Herkunft des Zentralbankgeldes aber für die Volkswirtschaft als Ganzes sehr wohl eine Rolle spiele. Das folgende, etwas längere Zitat von Hans-Werner Sinn (2015, S. 315) macht das Argument deutlich:

„Natürlich kann es ... [den Vertretern der deutschen Exportindustrie] egal sein, wo das Geld herkommt, das sie erhalten. Jedoch spielt für Deutschland als Ganzes die Herkunft des Geldes sehr wohl eine Rolle. Leistungsbilanzüberschüsse bedeuten ..., dass eine Volkswirtschaft einen Teil ihrer Ersparnisse nicht zu Hause, sondern im Ausland investiert. Normalerweise wird dieser Teil der Ersparnisse von den Banken ins Ausland verliehen, damit dort entsprechende Defizite in der Leistungsbilanz bezahlt werden können. Dafür erhalten die Banken dann marktfähige Forderungstitel, also Schuldverschreibungen, Aktien oder einfach nur Buchforderungen. Im Fall der Target-Finanzierung der Leistungsbilanzüberschüsse ist es anders, weil die entsprechenden Spargelder von den Banken nicht für den Erwerb marktfähiger Forderungstitel, sondern für die Tilgung von Refinanzierungskrediten bei der Deutschen Bundesbank eingesetzt werden oder in Termineinlagen bei der Bundesbank fließen, während die Bundesbank eine Target-Forderung gegen das Eurosystem erhält. Damit agierte die Bundesbank ähnlich wie ein Staatsfonds, der mit den Einnahmen aus den Exportüberschüssen des Landes ein weltweites Vermögensportfolio aufbaut, nur mit dem Unterschied, dass der ‚Staatsfonds‘ bei der ‚Investition‘ keine Entscheidungsmöglichkeit hatte. Die Bundesbank erhielt ihre Forderungen ohne eigenes Zutun durch die Kontoüberziehung anderer Notenbanken. Aus freien Stücken hätte sie sich sicherlich nicht ein so riskantes und niedrig verzinsliches Anlageobjekt ausgesucht.“

Dieses Narrativ, das bei deutschen Target-Kritikern weit verbreitet ist, unterscheidet letztlich zwischen einer privaten („guten“, „marktkonformen“) Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten, die sich als Kapitalimport in Form von kommerziellen Transaktionen wie Handelskrediten, Portfolioinvestitionen und Direktinvestitionen in der Kapitalbilanz niederschlägt, und einer öffentlichen („schlechten“, „umverteilungsorientierten“) Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten, die sich als Veränderung der Target-Salden in der Kapitalbilanz niederschlägt. So hält beispielsweise Stefan Homburg die Guthaben und Schulden im Target2-System für „... ökonomisch nicht kosher, weil sie nicht auf Markttests und harten

Kreditwürdigkeitsbedingungen beruhen, sondern auf der Usance des Eurosystems, alle Papiere zu akzeptieren, deren Rating oberhalb von D liegt“ (2011, S. 48). Ähnlich sieht Klaus Reeh (2011, S. 90) die Target-Salden als Indiz dafür, „dass Binnengrenzen überschreitend nicht zu marktmäßig-kommerziellen Bedingungen finanziert wurde.“⁹

Nach diesem Narrativ sind die hohen Target-Forderungen der „Kernländer“ und die hohen Target-Verbindlichkeiten der „Peripherieländer“ letztlich die Folge einer unverantwortlichen Geldpolitik der EZB, die das Ziel einer umfangreichen Umverteilung von den „Kern“- zu den „Peripherieländern“ der Eurozone verfolgt. Insbesondere umfangreiche ELA-Kredite („Emergency Liquidity Assistance“), das sind Notfall-Liquiditätshilfen, welche die nationalen Zentralbanken „in eigener Verantwortung und auf eigene Rechnung“ an die Geschäftsbanken vergeben, in den „Peripherieländern“, aber auch die Vollzuteilungspolitik bei den Refinanzierungskrediten, die Absenkung der Anforderungen an die Pfänder, welche die Geschäftsbanken bei den Zentralbanken zur Refinanzierung hinterlegen müssen, u.a.m. führten demnach zu einer „Selbsthilfe mit der Notenpresse“ zugunsten der „Peripherieländer“ und zu Lasten der „Kernländer“ (vgl. etwa Sinn 2018, S.27-28). Nach Auffassung von Hans-Werner Sinn führen internationale Überweisungen aus anderen Ländern der Eurozone nach Deutschland dazu, dass die Bundesbank im Auftrag anderer Notenbanken Geld schafft, das nach den Wünschen der ausländischen Auftraggeber in Deutschland verausgabt wird, während diese anderen Notenbanken Zentralbankgeld im gleichen Umfang eingezogen haben (Sinn 2018, S. 26; Sinn 2015, S. 251-5, S. 281). Anstatt wie bei gewöhnlichen Refinanzierungsgeschäften Forderungen gegenüber den deutschen Geschäftsbanken oder private Vermögenstitel zu erhalten, erwerbe die Bundesbank nun gezwungener Maßen (wertlose) Forderungen gegenüber dem Eurosystem, das wiederum Forderungen gegenüber der Notenbank in dem entsprechenden „Peripherieland“ erhält (Sinn 2015, S. 252).

Zu diesem Narrativ seien zwei kritische Anmerkungen gestattet. Zum einen stellt sich die Frage, ob man internationale Überweisungen in einer Währungsunion tatsächlich so interpretieren sollte, wie Sinn das tut – dass nämlich Zentralbankgeld in dem Land, von dem aus eine internationale Zahlung erfolgt, vernichtet wird und in dem Land, in dem der Empfänger der Zahlung ansässig ist, neu geschaffen wird. Diese Beschreibung scheint doch eher für ein System unterschiedlicher Währungen mit festen Wechselkursen zuzutreffen, als für eine Währungsunion, wo eine

⁹ Ähnlich argumentieren auch Schlesinger 2011, S. 11, und Fuest/Sinn 2018.

gemeinsame Währung nach einheitlichen Regeln in den Kreislauf gebracht wird. Daran ändert auch eine gewisse Dezentralität des Notenbanksystems in der Währungsunion nichts, solange diese Dezentralität dem gemeinsamen Willen aller beteiligten Länder entspricht. In der Eurozone gilt: Euro = Euro, ganz unabhängig davon, welche Notenbank ihn in den Kreislauf gebracht hat. Unter diesem Gesichtspunkt scheint es sinnvoller, eine internationale Überweisung als durchlaufenden Posten bei den beteiligten Notenbanken zu betrachten, denn als sukzessive Vernichtung und Schaffung neuen Geldes.¹⁰

Zum anderen übersieht dieses Narrativ, dass die EZB weniger eine treibende Kraft ist, die mit allen Mitteln eine Umverteilung aus den wirtschaftlich stabilen Kernländern der Eurozone in die krisengeschüttelte Peripherie anstrebt, sondern eher eine Getriebene ist, die auf Marktunvollkommenheiten reagiert, die sich ihrem Einfluss entziehen. So begann einerseits der Anstieg der Target-Forderungen der Deutschen Bundesbank nicht damit, dass die „Peripherieländer“ plötzlich die Notenpresse anwarfen, um mit dem zusätzlich geschaffenen Geld deutsche Güter und Vermögenstitel zu erwerben, sondern dass deutsche Banken im großen Umfang Staatsanleihen der Peripherieländer kauften und den Banken dieser Länder Kredite gewährten, ohne deren Bonität hinreichend Aufmerksamkeit zu widmen.¹¹ Nutznießer der expansiven Geldpolitik waren daher in beträchtlichem Maße deutsche Banken als Gläubiger von Banken in den Peripherieländern. Verursacht wurden die hohen Target-Salden insofern durch eine unzulängliche Bankenregulierung.¹² Andererseits ist der niedrige Hauptrefinanzierungszinssatz der EZB nicht Ausdruck einer bewussten Geldpolitik, insbesondere zum Vorteil der „Peripherieländer“, die sich jederzeit wieder rückgängig machen ließe, sondern hat tieferliegende Ursachen. Wie Carl Christian von Weizsäcker in einer Reihe von Publikationen gezeigt hat, sind die niedrigen Realzinsen, die sich übrigens nicht nur in der Eurozone, sondern in der gesamten OECD sowie in China beobachten lassen, letztlich Folge der „Sparschwemme“ bei einer alternden Bevölkerung, denen nicht hinreichend viele Investitionsmöglichkeiten gegenüberstehen.¹³ So gesehen könnte man die geldpolitischen Maßnahmen der EZB in gewisser Weise auch als Reaktion

¹⁰ So schreiben auch Bindseil/König 2011, S. 24: „... it is completely irrelevant whether the reserve holdings of banks are due to a credit from its NCB or whether they are due to transfers of reserves from other banks via the payment system. Gresham's law does not apply in a monetary union.“

¹¹ Darüber hinaus hatte der Lehman-Konkurs in 2008 auch zahlreiche deutsche Banken in Schwierigkeiten gebracht.

¹² Vgl. hierzu insbesondere Hellwig 2018, S. 369 -371, Hellwig/Schnabel 2019b, S. 638-640, sowie auch Admati/Hellwig 2013.

¹³ Vgl. etwa von Weizsäcker 2011 und 2013, sowie das gerade erschienene Buch von Weizsäcker/Krämer 2019.

auf die mangelnde Unterstützung durch fiskalpolitische Maßnahmen, das heißt schuldenfinanzierte öffentliche Investitionen, interpretieren, die durch „Schuldenbremsen“ beeinträchtigt werden.

Hans-Werner Sinn vertritt angesichts der hohen Target-Forderungen der Deutschen Bundesbank in zahlreichen Publikationen die These, dass damit hohe Risiken für den deutschen Steuerzahler verbunden seien.¹⁴ Dieses Risiko wird zum einen damit begründet, dass bei Austritt eines Landes mit hohen Target-Verbindlichkeiten Deutschland anteilig auf seinen Forderungen sitzenbliebe. Zum anderen bestünde ein Haftungsrisiko auch ohne Austritte aus der Eurozone, wenn eine nationale Zentralbank mit Target-Verbindlichkeiten zahlungsunfähig wird, weil die eigenen Geldschöpfungsmöglichkeiten erschöpft sind.

Betrachten wir zunächst den ersten Fall – Austritt eines „Peripherielandes“ mit hohen Target-Verbindlichkeiten. Eine mögliche Reaktion der EZB bestünde darin, die nationalen Zentralbanken mit Target-Forderungen dazu zu veranlassen, diese entsprechend zu reduzieren. Da diese Forderungen einen Wert von null haben und da ganz allgemein die hohen Target-Forderungen der Deutschen Bundesbank keinen Einfluss auf die Höhe ihrer Einkünfte aus der Mitgliedschaft im EZB-System hat (Hellwig 2018, S. 360-1), lassen sich die Target-Forderungen auch nicht als Indikator für ein Risiko auffassen, dass der deutsche Steuerzahler bei Austritt dieses „Peripherielandes“ trägt. Das Risiko für den Steuerzahler, dem ja letztlich der entsprechende Anteil an den monetären Einkünften des EZB-Systems gutgeschrieben wird bzw. der ggf. auftretende Verluste anteilig zu tragen hat, ist unabhängig von den Target-Salden und wird vielmehr bestimmt durch die Differenz zwischen dem Beitrag der Zentralbank des austretenden Landes zu den monetären Einkünften des Eurosystems und deren Anteil an den Einkünften des Eurosystems.¹⁵

Bestehen nun Risiken für die Steuerzahler der „Kernländer“ aus den hohen Target-Forderungen ohne den Austritt eines Landes aus der Währungsunion? Sinn (2018) und Fuest/Sinn (2018) bejahen diese Frage, und stützen sich dabei insbesondere auf die bereits erwähnte „Emergency Liquidity Assistance“ (ELA), welche die nationalen Zentralbanken „in eigener Verantwortung und auf eigene Rechnung“ an die Geschäftsbanken vergeben und die zum Hauptrefinanzierungszinssatz, der allerdings gegenwärtig bei null liegt, gegenüber dem

¹⁴ Vgl. etwa Sinn/Wollmershäuser 2012; Sinn 2012; Sinn, 2018; Fuest/Sinn 2018.

¹⁵ Vgl. hierzu ausführlich Hellwig/Schnabel 2019a, S. 557-559. Die eigentlichen Risiken eines Austritts aus der Eurozone sind die komplexen Folgen für die beteiligten Volkswirtschaften. Vgl. hierzu auch De Grauwe 2018, S. 159-63.

Eurosystem zu verzinsen sind.¹⁶ Kann nun eine nationale Zentralbank eines „Peripherielandes“ die daraus resultierenden Verpflichtungen nicht mehr erfüllen, weil ihre Haftungsmasse beschränkt ist, dann tragen nach Fuest und Sinn die Zentralbanken der „Kernländer“ entsprechend ihrem Kapitalanteil ein Risiko. Damit könnten die „Peripherieländer“ die Risiken aus einer übermäßigen Vergabe von ELA-Krediten an die eigenen Geschäftsbanken auf die Steuerzahler der „Kernländer“ überwälzen. Hellwig/Schnabel (2019a, S. 556-557) kritisieren zu Recht an dieser Argumentation, dass die Refinanzierungskosten nicht berücksichtigt werden. Tatsächlich führt die Akquisition von Vermögenswerten durch eine „periphere“ Zentralbank über ELA-Kredite, die mit einer Erhöhung der Target-Verbindlichkeit dieser Zentralbank einhergeht, nicht zu einer Änderung der monetären Einkünfte dieser Zentralbank und damit des EZB-Systems und kann somit auch keine Risiken bei den „Kernländern“ erzeugen. Ganz allgemein sind die Risiken aus geldpolitischen Refinanzierungsgeschäften im Eurosystem unabhängig davon, welche nationale Notenbank das jeweilige Geschäft getätigt hat. Diese Risiken werden vielmehr den einzelnen Notenbanken gemäß ihrem jeweiligen Kapitalanteil an der EZB zugeordnet. Die jeweiligen Target-Salden sind insofern ein ungeeigneter Indikator für die Risikopositionen der nationalen Notenbanken.¹⁷

6. *Schlussbemerkungen*

Einige Autoren sehen ein Problem darin, dass die Target-Forderungen der Deutschen Bundesbank inzwischen etwa die Hälfte des deutschen Nettoauslandsvermögens ausmachen (Sinn 2018, S. 27; Fuest/Sinn 2018, S. 24).¹⁸ Da die Target-Forderungen lediglich Forderungen auf den gezahlten Geldbetrag des Käufers sind und der Verpflichtung, den Geldbetrag an den Verkäufer weiterzureichen, gegenüberstehen, haben sie keinen ökonomischen Wert bzw. einen Wert von Null. Der Target-Saldo für Deutschland beziffert den netto gerechneten Geldfluss nach Deutschland; insofern wäre die Target-Forderung Inlandsvermögen. Da aber in gleichem Umfang

¹⁶ Zur Dezentralisierung der Geldpolitik im EZB-System vgl. auch Steinkamp 2019.

¹⁷ Ulbrich/Lipponer 2011, S. 69. „So könnte eine ausländische Bank den von ihr benötigten Zentralbankkredit auch über ihre rechtlich selbständige Tochter oder Filiale in Deutschland aufnehmen, die dann diese Mittel via Target2 an die Mutter weitergibt. Diese Transaktion würde ceteris paribus den Target2-Saldo der Bundesbank senken. Das vom Eurosystem gemeinschaftlich getragene Risiko bliebe jedoch gegenüber einer direkten Refinanzierung bei der Zentralbank des Mutterinstituts unverändert“ (Ebenda, S. 70).

¹⁸ Zur Kritik an dieser Sichtweise siehe auch Hellwig/Schnabel 2019a, S. 554.

Gütervermögen exportiert worden ist, ist der Netto-Vermögenszuwachs Null. Gütervermögen ist in Geldvermögen umgetauscht worden.

Der Target-Saldo für Deutschland beträgt über 1 Billion Euro. Er gibt an, dass seit Beginn des Target-Systems vor vielen Jahren nach Deutschland netto über 1 Billion Euro geflossen sind. Es gibt keinen Grund, den Target-Saldo auszugleichen; alle jemals erzeugten Forderungen und Verbindlichkeiten sind erfüllt. Der Target-Saldo wird überhaupt erst durch die geleisteten Zahlungen definiert und nicht durch noch zu leistende Zahlungen. Müsste er ausgeglichen werden, müssten alle Länder, die in Deutschland gekauft haben, doppelt bezahlen: neben dem alten, bereits bezahlten Preis einen neuen, noch einmal den zu bezahlenden Preis.¹⁹

Letztlich sind die hohen Target-Salden zu einem beträchtlichen Teil durch die geldpolitischen Maßnahmen der EZB entstanden. Wie auch immer man diese Maßnahmen im Einzelnen beurteilt, eines sollte durch die obigen Ausführungen klar geworden sein: die Höhe der Target-Salden allein lässt sich nicht als „Falle“ für die Steuerzahler der „Kernländer“ betrachten, sondern stellt eher ein Scheinproblem dar, aus dem man keine wirtschaftspolitischen Empfehlungen ableiten kann.

Literaturverzeichnis

Admati, Anat/Hellwig, Martin (2013), *The Bankers' New Clothes. What's Wrong with Banking and What to Do about it*, Princeton.

Bindseil, Ulrich/König, Philipp Johann (2011), *The economics of TARGET2 balances*, SFB 649 Discussion Paper 035, Humboldt Universität zu Berlin.

Fuest, Clemens/Sinn, Hans-Werner, Non tacemus, *Oekonomenstimme*, 18. Januar 2016.

Fuest, Clemens/Sinn, Hans-Werner (2018), Target-Risiken ohne Euro-Austritte, *Ifo-Schnelldienst*, 24, 15.

De Grauwe, Paul (2018), *Economics of Monetary Union*, 12th ed., Oxford.

Hellwig, Martin, Si tacuissent, *Oekonomenstimme*, 8. Dezember 2015.

Hellwig, Martin (2017), Wachstumsschwäche, Bankenmalaise und Bankenregulierung, *Wirtschaftsdienst*, 43.

¹⁹ Kritisch zur Forderung eines jährlichen Ausgleichs der Target-Salden äußert sich auch Krahen 2018, S. 12 ff.

Hellwig, Martin (2018), Target-Falle oder Empörungsfalle? Zur deutschen Diskussion über die Europäische Währungsunion, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 4, 345.

Hellwig, Martin/Schnabel, Isabel (2019a), Verursachen Target-Salden Risiken für die Steuerzahler?, *Wirtschaftsdienst*, 8, 553.

Hellwig, Martin/Schnabel, Isabel (2019b), Target-Salden, Leistungsbilanzsalden, Geldschöpfung, Banken und Kapitalmärkte, *Wirtschaftsdienst*, 9, 632.

Homburg, Stefan (2011), Anmerkungen zum Target2-Streit, *Ifo-Schnelldienst* 16, 46.

Homburg, Stefan (2019), Targetsalden sind nicht empörend, sondern gefährlich. Kommentar zum Beitrag von Martin Hellwig, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 2, 98.

Krahen, Jan Pieter (2018), *Über Scheinriesen: Was TARGET-Salden tatsächlich bedeuten. Eine finanzökonomische Überprüfung*, SAFE White Paper No. 56, Frankfurt.

Reeh, Klaus (2011), Zahlungsbilanzausgleich in der Währungsunion: Eine alte Frage erscheint aus aktuellem Anlass in neuem Licht, *Ifo-Schnelldienst* 16, 90.

Sahin, Bedia (2014), *Zur Kausalität in der Zahlungsbilanz. Der Zusammenhang zwischen (reinen) Finanz- und Leistungstransaktionen in einer Währungsunion*, Chemnitz.

Schlesinger, Helmut (2011), Die Zahlungsbilanz sagt es uns, *Ifo-Schnelldienst* 16, 9.

Sinn, Hans-Werner (2012), *Die Target-Falle. Gefahren für unser Geld und unsere Kinder*, München.

Sinn, Hans-Werner (2015), *Der Euro. Von der Friedensidee zum Zankapfel*, München.

Sinn, Hans-Werner (2018), Fast 1000 Milliarden Target-Forderungen der Bundesbank: Was steckt dahinter?, *Ifo-Schnelldienst*, 14, 26.

Sinn, Hans-Werner/Wollmershäuser, Timo (2012), Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility, *International Tax and Public Finance*, 4, 468.

Spahn, Peter (2019), Targetsalden und die Vollendung der Währungsunion. Kommentar zum Beitrag von Martin Hellwig, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 2, 103.

Steinkamp, Sven (2019), Wie dezentral sind Geldpolitik und Bankenaufsicht in Europa?, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 1, 70.

Ulbrich, Jens/Lipponer, Alexander (2011), Salden im Zahlungsverkehrssystem Target2 – ein Problem?, *Ifo-Schnelldienst* 16, 69.

van Suntum, Ulrich (2019), Targetsalden und andere Risiken in der Europäischen Währungsunion. Kommentar zum Beitrag von Martin Hellwig, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 2, 107.

von Weizsäcker, Carl Christian (2011), *Public Debt Requirements in a Regime of Price Stability*, Reprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn, 20.

von Weizsäcker, Carl Christian (2013), Der Vorsorge-Albtraum, *Wirtschaftsdienst*, 7.

von Weizsäcker, Carl Christian/Krämer, Hagen (2019), *Sparen und Investieren im 21. Jahrhundert. Die große Divergenz*, Wiesbaden.

Whelan, Karl (2017), *Should we be concerned about TARGET-balances?* Report for the European Parliament, Directorate General for Internal Policies, Policy Department A: Economic and Scientific Policy,

http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/131947/MD%20WHELAN%20formatted_FINAL%20publication.pdf.