

Caspar Helmus und Stefan Mitzlaff\*

# Warum der deutsche TARGET-Saldo trotz restriktiverer Geldpolitik bisher nicht weiter sinkt

TARGET<sup>1</sup>-Salden resultieren aus grenzüberschreitenden Zahlungen innerhalb des Euroraums, die über die TARGET-Services abgewickelt werden. Diese Plattform wird sowohl von Geschäfts- als auch von Zentralbanken genutzt, um Zahlungen in Zentralbankgeld durchzuführen. Die Zahlungen basieren auf verschiedenen Geschäftsvorgängen wie Wertpapiergeschäften oder Kundenüberweisungen. Die TARGET-Salden waren in der Vergangenheit häufig Gegenstand wirtschaftspolitischer Diskussionen, da hohe Ungleichgewichte auch auf makroökonomische Spannungen hinweisen können (Deutsche Bundesbank 2017). Dieser Artikel soll dazu beitragen, die Entwicklung der Salden während der jüngsten geldpolitischen Straffung besser zu verstehen und die dahinterliegenden ökonomischen Dynamiken zu beleuchten.

## ENTSTEHUNG VON TARGET-SALDEN

TARGET-Salden entstehen, wenn Zentralbankgeld, das etwa durch geldpolitische Maßnahmen in einem Land des Euroraums geschaffen wird, über TARGET in ein anderes Land transferiert wird. Aufgrund der dezentralen Struktur des Eurosystems führen inner-tägliche Verbuchungen von grenzüberschreitenden Transaktionen in den TARGET-Services zu einer Veränderung der Gesamtsumme der Bestände auf den bei einer nationalen Zentralbank geführten Konten. Am Tagesende werden diese Anpassungen in einem multilateralen Verrechnungsverfahren zu einer einzigen Forderung oder Verbindlichkeit gegenüber der Europäischen Zentralbank (EZB) konsolidiert, die als TARGET-Saldo bekannt ist. Vereinfacht ausgedrückt zeigt ein positiver Saldo bzw. eine TARGET-Forderung an, dass einem Land seit Einführung des Euro als gemeinsamer Währung mehr Zentralbankgeld zu- als abgeflossen ist, während ein negativer Saldo bzw. eine TARGET-Verbindlichkeit auf einen Nettoabfluss dieser Liquidität hindeutet.

\* Caspar Helmus ist Analyst in der Abteilung Market Intelligence und Marktanalyse des Bereichs »Märkte« der Deutschen Bundesbank; Stefan Mitzlaff ist Analyst in der Abteilung Strategie, Politik und Überwachung des Bereichs »Zahlungsverkehr und Abwicklungssysteme« der Deutschen Bundesbank.

<sup>1</sup> TARGET steht für »Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer«, also ein transeuropäisches automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungsverkehrssystem (RTGS-System).

## IN KÜRZE

Im Rahmen der geldpolitischen Ankaufprogramme erwarben die Zentralbanken des Euroraums häufig Wertpapiere über internationale Banken, die aus historisch-institutionellen Gründen ihren Zahlungsverkehr über einen TARGET-Zugang bei der Deutschen Bundesbank abwickeln. Die Käufe – meist von Staatsanleihen – trugen seit 2015 zu einem relativ stetigen Anstieg der deutschen TARGET-Forderungen auf über eine Billion Euro bei. Ein gegenläufiger Effekt beim Abbau der geldpolitischen Wertpapierportfolien wäre zu erwarten, wenn diese Banken mit Guthaben bei der Bundesbank und deren Kunden vermehrt neu begebene Wertpapiere ausländischer Emittenten erwürben. Dadurch würde Liquidität aus Deutschland abfließen und der deutsche TARGET-Saldo für sich genommen sinken. Seit Mitte 2023 verlaufen die deutschen TARGET-Forderungen jedoch überwiegend seitwärts. Der Bilanzabbau im Rahmen der restriktiven Geldpolitik führte bisher also nicht zu einem ebenso gleichmäßigen Rückgang der deutschen TARGET-Forderungen, wie es beim vorherigen Aufbau der Bilanz zu einem Anstieg des TARGET-Saldos kam.

Dies scheint hauptsächlich auf ein verändertes Verhalten von Anlegern im Markt für Euro-Staatsanleihen zurückzuführen zu sein. In anderen Ländern des Euroraums erwarben zuletzt primär inländische Investoren Staatsanleihen, wodurch wenig Liquidität aus Deutschland abfloss. Zudem sorgte eine außergewöhnlich starke ausländische Nachfrage nach Bundeswertpapieren für Liquiditätszuflüsse. Die Entwicklung der TARGET-Salden wird jedoch von zahlreichen weiteren Faktoren beeinflusst, so dass es gegenwärtig an eindeutigen Bestimmungsfaktoren für die weitere Entwicklung fehlt.

## DER DEUTSCHE TARGET-SALDO IN DER ZAHLUNGSBILANZ

Es gibt zwar keinen durchgehend kausalen Zusammenhang zwischen der Veränderung des TARGET-Saldos und bestimmten Komponenten der Zahlungsbilanz (Eisenschmidt et al. 2017). Trotzdem liefert ein Blick auf die Zahlungsbilanz wertvolle Hinweise auf mögliche

che Faktoren, die den deutschen TARGET-Saldo beeinflussen könnten. Die Zahlungsbilanz erfasst systematisch alle Transaktionen zwischen Inländern und Gebietsfremden innerhalb eines bestimmten Zeitraums nach dem Prinzip der doppelten Buchführung. Veränderungen der *Nettokapitalanlagen der Bundesbank im Ausland* sind Teil des übrigen Kapitalverkehrs und spiegeln im Wesentlichen Veränderungen des deutschen TARGET-Saldos wider (Deutsche Bundesbank 2023).

Zu Beginn des Jahres 2023 gingen die deutschen TARGET-Forderungen zunächst deutlich zurück. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass Einleger von außerhalb des Euroraums mit Guthaben bei der Bundesbank ihre Liquidität zum Jahreswechsel 2023 abzogen (*Ausländische Kapitalanlagen bei der Bundesbank*, vgl. Abb. 1).<sup>2</sup> Dem deutschen Bankensektor floss im späteren Verlauf des Jahres 2023 ebenfalls Liquidität ab (*Nettoauslandsposition Banken*). Für sich genommen hätten diese Abflüsse zu weiteren Rückgängen beim deutschen TARGET-Saldo führen müssen. Auffällig ist jedoch, dass die genannten Liquiditätsabflüsse von Bundesbank und Geschäftsbanken von einem Anstieg ausländischer Anlagen in deutschen Staatsanleihen begleitet wurden. Dies deutet darauf hin, dass ausländische Investoren ihre Einlagen durch Bundeswertpapiere substituiert haben – und deren Liquidität im Ergebnis damit in Deutschland verblieb. So haben diese Umschichtungen letztlich keinen reduzierenden Einfluss auf die Entwicklung des deutschen TARGET-Saldos und dürften für dessen Seitwärtsverlauf mitverantwortlich sein.

<sup>2</sup> Die Bundesbank bietet im Rahmen des *Eurosystem Reserve Management Service (ERMS)* Verwahrungsdienstleistungen für Zentralbanken, Währungsbehörden und staatliche Institutionen außerhalb des Euro-Währungsgebiets an. Diese Dienstleistungen ermöglichen es diesen Organisationen, ihre in Euro ausgestellten Währungsreserven sicher und liquide zu verwalten.

**GELDPOLITISCHE STRAFUNG**

**Bilanzabbau des Eurosystems bislang kein struktureller Treiber des deutschen TARGET-Saldos**

Die in der Zahlungsbilanz beobachteten Umschichtungen dürften mit der geldpolitischen Straffung des Eurosystems zusammenhängen. Im Juli 2022 wurden etwa die Nettokäufe im Rahmen des geldpolitischen Wertpapierankaufprogramms (*Asset Purchase Programme APP*) beendet. Zudem folgten mehrere Zinserhöhungen ab Ende Juli 2022. Seit März 2023 werden die Bestände der Portfolien schrittweise reduziert (Deutsche Bundesbank 2024a).

Das APP und das spätere Pandemie-Notfallankaufprogramm (*Pandemic Emergency Purchase Programme PEPP*) trugen maßgeblich zum Anstieg des deutschen TARGET-Saldos ab 2015 bei (Bettendorf und Jochem 2021; Eisenschmidt et al. 2024).<sup>3</sup> Dies lag vor allem daran, dass die Zentralbanken des Euroraums Wertpapiere nicht nur von inländischen Banken kauften, sondern auch über Banken in anderen Ländern des Euroraums sowie Banken außerhalb des Euroraums, die über Niederlassungen im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) an TARGET-Services angeschlossen sind. Viele Kreditinstitute mit Sitz außerhalb des EWR wickeln aus historisch-institutionellen Gründen ihren Zahlungsverkehr über einen TARGET-Zugang bei der Bundesbank ab. Kauft eine andere Zentralbank des Eurosystems über ein solches Kreditinstitut ein Wertpapier, führt dies zu einem Zufluss von Zentralbankgeld nach Deutschland und folglich zu einem Anstieg der TARGET-Forderungen der Bundesbank.

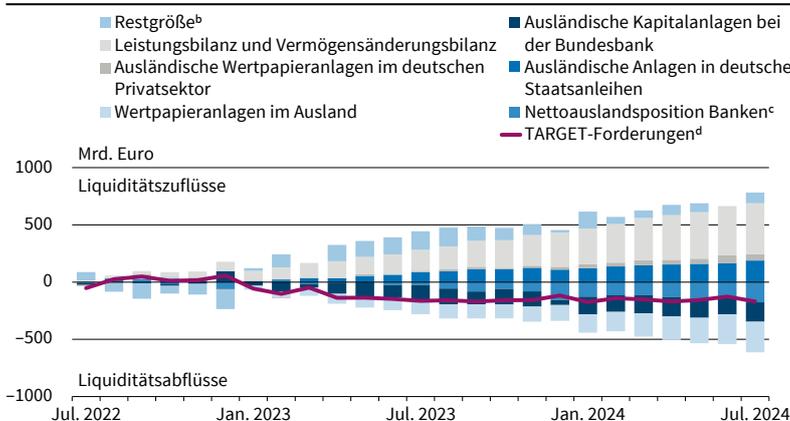
Ein gegenläufiger Effekt würde beim Abbau der geldpolitischen Wertpapierportfolien eintreten, wenn Käufer mittels Liquidität bei der Bundesbank wieder Wertpapiere im Ausland kauften. Dadurch würde *ceteris paribus* Liquidität aus Deutschland abfließen und der deutsche TARGET-Saldo sinken.<sup>4</sup> Der Wirkungszusammenhang lässt sich anhand des folgenden Beispiels veranschaulichen: Die italienische Zentralbank erwirbt im Rahmen des APP von einem außereuropäischen Investor eine italienische Staatsanleihe über die Niederlassung einer angelsächsischen Bank mit Konto bei der Bundesbank. Falls der Wertpapierverkäufer seine Liquidität danach nicht in ein anderes Land des Euroraums transferiert, steigen die deutschen TARGET-Forderungen und die italienischen TARGET-Verbindlichkeiten um den Kaufbetrag an. Zur Fälligkeit der Anleihe begibt die italienische Regie-

<sup>3</sup> Die coronabedingten fiskalpolitischen Maßnahmen der Europäischen Union, die gemeinschaftlich über die Emission von Anleihen finanziert werden, dürften seit 2020 ebenfalls einen Einfluss auf die TARGET-Salden haben (Drott et al. 2022).

<sup>4</sup> Verzerrende Effekte, die durch Reinvestitionen abweichend vom Kapitalschlüssel aufgrund des Smoothings beim APP (Europäische Zentralbank 2023) und PEPP (Schnabel und Rahmouni-Rousseau 2024) oder durch unterschiedliche gewichtete Durchschnittslaufzeiten der geldpolitischen Wertpapierbestände entstehen, dürften intertemporaler Natur oder vom Umfang her vernachlässigbar sein.

Abb. 1

**Deutsche TARGET-Forderungen und vereinfachte Zahlungsbilanz<sup>a</sup>**



<sup>a</sup> Monatsendwerte kumuliert ab Juli 2022 in Mrd. Euro. Bei den deutschen Anlagen im Ausland: Positive (negative) Werte entsprechen einem Abbau (Aufbau) der deutschen Auslandsaktiva. Bei den ausländischen Anlagen in Deutschland: Positive (negative) Werte entsprechen einer Zunahme (Abnahme) der deutschen Auslandsverbindlichkeiten. <sup>b</sup> Enthält Direktinvestitionen, Finanzderivate, andere Investitionen und statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen. <sup>c</sup> Differenz aus ausländischen Kapitalanlagen im Inland und inländischen Kapitalanlagen im Ausland; exklusive Wertpapieranlagen. Ohne Bundesbank. <sup>d</sup> Entspricht im Wesentlichen den Veränderungen der übrigen Kapitalanlagen der Bundesbank auf der Aktivseite; zur besseren Darstellung des Verlaufs als Linie, statt als gestapelte Säule.

Quelle: Deutsche Bundesbank; Darstellung der Autoren.

© ifo Institut

rung eine neue Anleihe. Kauft die Niederlassung der angelsächsischen Bank mit Guthaben bei der Bundesbank bzw. einer ihrer Kunden diese neue italienische Staatsanleihe, fließt Geld von Deutschland »zurück« nach Italien. Infolgedessen würden die deutschen TARGET-Forderungen und die italienischen TARGET-Verbindlichkeiten zurück auf ihr Ausgangsniveau sinken.

Der seit 2015 bestehende Zusammenhang zwischen der Entwicklung des deutschen TARGET-Saldos und den geldpolitischen Portfolien hat sich jedoch augenscheinlich im neuen geldpolitischen Umfeld verändert (vgl. Abb. 2). Um einen möglichen Strukturbruch zu identifizieren, wird ein ARIMA-Modell<sup>5</sup> geschätzt. Die Residuen des Modells werden in zwei Phasen aufgeteilt, und für jeden möglichen Zeitpunkt wird geprüft, ob statistisch signifikante Unterschiede zwischen den Phasen bestehen. Der 29. Dezember 2022 markiert den Zeitpunkt, an dem die Wahrscheinlichkeit eines Strukturbruchs statistisch am höchsten ist. Dies zeigt, dass das Modell ab diesem Datum nicht mehr dieselbe Dynamik erfasst wie zuvor, was auf eine grundlegende Veränderung im Zusammenhang hindeutet. Bis zu diesem Zeitpunkt wurde der Einlegesatz innerhalb weniger Monate von  $-0,5\%$  auf  $2\%$  angehoben und das zweistufige System für die Verzinsung von Reserveguthaben aufgehoben. Der teilweise Abbau der geldpolitischen Portfolien begann etwa zwei Monate später. Mit Hilfe einer angepassten Methode der kleinsten Quadrate (OLS) nach Prais-Winsten, die eine serielle Korrelation in den Fehlertermen berücksichtigt, wird die Abhängigkeit des deutschen TARGET-Saldos vom Gesamtbestand der Nettowertpapierkäufe des Eurosystems vor und nach dem Strukturbruch geschätzt (Drott et al. 2022). Die Analyse zeigt, dass im Zeitraum von 2015 bis zum Strukturbruch eine Veränderung der geldpolitischen Portfolien um 1 Euro zu einer Änderung des deutschen TARGET-Saldos um 0,14 Euro führt. Nach dem Strukturbruch hat sich dieser Effekt jedoch erheblich verringert, so dass eine vergleichbare Änderung der geldpolitischen Portfolien nur noch eine Veränderung des Saldos um 0,03 Euro bewirkt. Damit besteht seit dem Strukturbruch kaum noch ein nennenswerter Zusammenhang zwischen der Entwicklung der geldpolitischen Portfolien und dem deutschen TARGET-Saldo.

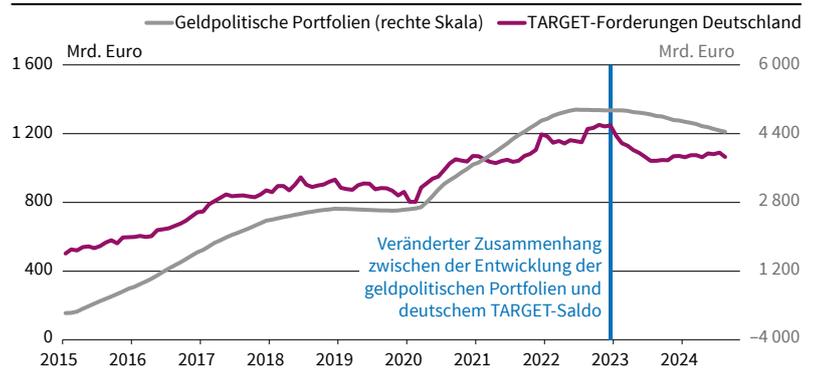
## DIE ROLLE DER STAATSANLEIHEMÄRKTE

Der beobachtete Wandel in der Beziehung zwischen geldpolitischen Portfolien und TARGET-Saldo fällt in eine Periode, in der das Eurosystem neben der Reduzierung seiner geldpolitischen Portfolien auch die Zinsen schrittweise erhöht hat. Veränderungen des Zinsniveaus setzen bei Finanzmarktteilnehmern

<sup>5</sup> Das Modell wird mit Hilfe der Funktion `auto.arima` aus dem R-Paket `forecast` auf ein ARIMA (0,1,0) geschätzt, das einem Random Walk entspricht. Dieses Modell wurde aufgrund seiner Eignung für die Modellierung von Zeitreihen mit Trendverhalten gewählt.

Abb. 2

### Zusammenhang TARGET-Saldo und geldpolitische Portfolien<sup>a</sup>



<sup>a</sup> Monatsdurchschnitte in Mrd. Euro.

Quelle: Europäische Zentralbank; Berechnungen der Autoren.

© ifo Institut

grundsätzliche Anreize für Veränderungen in ihren Portfolien (Deutsche Bundesbank 2018; Deutsche Bundesbank 2022).<sup>6</sup> Dieser Effekt ist insbesondere bei fallenden Zinsen gut dokumentiert, da Investoren dazu neigen, in riskantere Anlageinstrumente zu investieren (Europäische Zentralbank 2019; Deutsche Bundesbank 2020). Umgekehrt sollte ein Anstieg des Zinsniveaus die entgegengesetzte Wirkung haben und beispielsweise die Nachfrage nach (Staats-)Anleihen erhöhen, weil etwa Banken die Zinsen auf ihre Kundeneinlagen nur zögerlich anpassen. Parallel dazu haben insbesondere seit Ausbruch der Corona-Pandemie viele Staaten ihre Verschuldung erhöht, während Anleihen, die zuvor zur Besicherung langfristiger Refinanzierungsgeschäfte genutzt wurden, frei geworden sind. Dies führte zu einer erheblichen Steigerung der Verfügbarkeit von Staatsanleihen, die von privaten Investoren absorbiert werden mussten (Deutsche Bundesbank 2024b; Ferrara et al. 2024).

Aufgrund der Beobachtungen in der Zahlungsbilanz und des historischen Zusammenhangs zwischen geldpolitischen Portfolien und TARGET-Saldo liegt ein Blick in die Wertpapierhalterstatistik des Eurosystems nahe. Sie kann helfen, die Bewegungen im Markt für Staatsanleihen genauer zu identifizieren, und ermöglicht so, etwaige Auswirkungen auf die TARGET-Salden nachzuvollziehen.<sup>7</sup> Grundsätzlich wäre der Effekt der geldpolitischen Wertpapierankaufprogramme auf die TARGET-Salden symmetrisch, wenn diejenigen Investoren, die zuvor an das Eurosystem verkauft haben, nun wieder als Käufergruppe in Erscheinung träten. Die Veränderungen in der Wertpapierhalterstatistik zeigen jedoch gewisse Verschiebungen in der Käuferstruktur seit dem Ende der geldpolitischen Nettoankäufe.

Diese Verschiebungen dürften jedoch nur dann einen wesentlichen Einfluss auf die TARGET-Salden haben, wenn die betrachteten Staatsanleihemärkte

<sup>6</sup> Weitere bedeutende Treiber für Portfolioumschichtungen sind die konjunkturelle Entwicklung im In- und Ausland, die Entwicklungen an den Aktienmärkten, Unsicherheit, Rohstoffpreise und das internationale Zinsumfeld.

<sup>7</sup> Eindeutige Wirkungszusammenhänge sind jedoch nicht möglich. Dazu müsste genau bekannt sein, wo jeweils das Wertpapier und die dafür angewendete Liquidität herkommen bzw. hingehen.

eine nennenswerte Größe haben. Um die Veränderungen der Staatsanleihemärkte und deren potenzielle Auswirkungen auf die TARGET-Salden besser zu verstehen, werden im Folgenden nur die drei Länder mit den höchsten TARGET-Salden dargestellt.<sup>8</sup> Dazu zählen Italien und Spanien, auf die zusammen rund 55% aller TARGET-Verbindlichkeiten entfallen, sowie Deutschland, das rund 65% aller TARGET-Forderungen hält. Neben Frankreich haben diese drei Länder auch die größten Staatsanleihemärkte im Euroraum. Frankreich hat zwar einen großen Markt für Staatsanleihen, weist jedoch einen vergleichsweise geringen TARGET-Saldo auf.

<sup>8</sup> Die Beobachtungen bestätigen sich auch bei aggregierter Betrachtung aller Länder mit TARGET-Forderungen oder -Verbindlichkeiten.

Die Gläubigerstruktur der drei genannten Staatsanleihemärkte ist recht heterogen. Ohne Berücksichtigung der geldpolitischen Portfolien sind Investoren von außerhalb des Euroraums die wichtigsten Halter von deutschen Staatsanleihen. Italienische und spanische Staatsanleihen werden hingegen primär von inländischen Investoren gehalten. Während der geldpolitischen Ankäufe waren entsprechend auch Nicht-Euroraum Investoren die größten Verkäufer von deutschen Staatsanleihen (vgl. Abb. 3). Bei italienischen und spanischen Staatsanleihen haben zwar inländische Halter an das Eurosystem verkauft, aufgrund hoher Neuemissionen im Betrachtungszeitraum haben sie ihre absoluten Bestände aber etwas weniger reduziert.

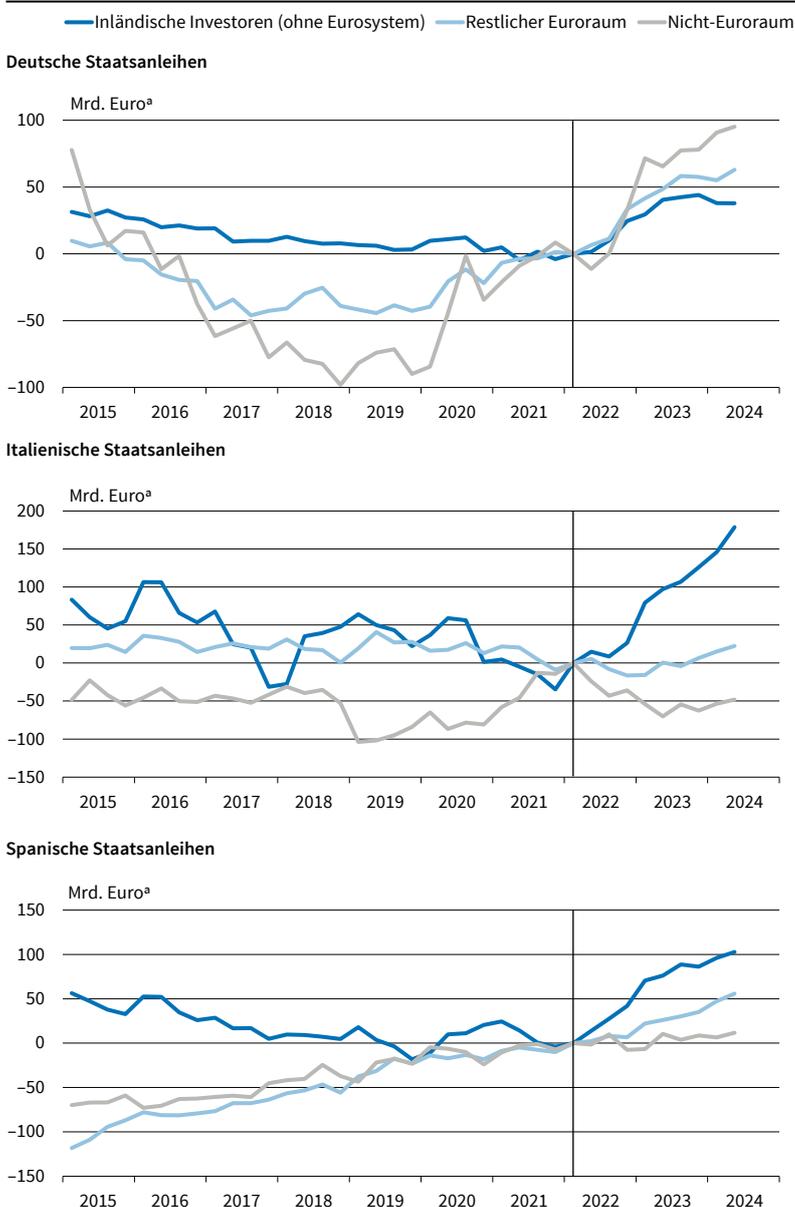
Seit dem Ende der Nettoankäufe treten inländische Investoren auffällig aktiv als Käufer auf. Insbesondere in Italien und Spanien, aber auch in Deutschland kaufen diese Staatsanleihen im historischen Vergleich außergewöhnlich schnell und viel. Ein wahrscheinlicher Treiber für diese außergewöhnliche inländische Nachfrage, insbesondere von privaten Haushalten und anderen Akteuren ohne Konto bei einer Zentralbank, könnte in der langsamen Zinsweitergabe der Banken an ihre Privat- und Geschäftskunden liegen. Dies dürfte die traditionell bereits hohe Nachfrage nach Staatsanleihen in Italien und Spanien durch Privatanleger noch verstärkt haben (Pavot und Valenta 2021). Förderlich dürften im Fall von Italien zudem die speziell auf Privatanleger ausgerichteten Valore-Anleihen sein. Diese bieten Steuervorteile, niedrige Mindestanlagesummen und den Erwerb ohne Provisionen (Ministerio dell'Economia e delle Finanze 2024).

Grundsätzlich haben inländische Käufe von Staatsanleihen keinen Effekt auf den jeweiligen TARGET-Saldo eines Landes, weil die dafür aufgebrauchte Liquidität in den meisten Fällen vor Ort liegen dürfte. Verdrängt eine hohe Inlandsnachfrage jedoch ausländische Investoren, wirkt dies Liquiditätszuflüssen entgegen. Die im Betrachtungszeitraum sinkenden Renditeabstände von italienischen und spanischen Staatsanleihen zu Bundeswertpapieren sind ein Indiz dafür, dass die hohe Inlandsnachfrage teilweise die Nachfrage ausländischer Investoren verringert haben könnte. Das könnte die TARGET-Verbindlichkeiten von Spanien und Italien sowie die TARGET-Forderungen von Deutschland weniger stark reduziert haben als erwartet.

Unterstützt wird dieser Trend von der Beobachtung, dass Investoren außerhalb des Euroraums primär Bundeswertpapiere kaufen. Diese Käufe werden aus historisch-institutionellen Gründen meist direkt über Niederlassungen ausländischer Geschäftsbanken in Deutschland abgewickelt und haben daher keinen Einfluss auf den deutschen TARGET-Saldo. Hingegen dürfte die vergleichsweise hohe Nachfrage nach Bundeswertpapieren aus anderen Euroländern sogar noch unmittelbar erhöhende Effekte auf die deutschen

Abb. 3

**Veränderung der Euro-Staatsanleihehalter nach Herkunft zu 2022Q1**



<sup>a</sup> Nominalwerte indiziert zu 2022Q1. Nur Zentralstaat. Bildet nur einen Teil der ausstehenden Staatsanleihebestände ab. Quelle: ESZB (SHS-S Datenbank); Berechnungen der Autoren.

TARGET-Forderungen haben. Neben Investmentfonds aus Luxemburg, Pensionsfonds aus den Niederlanden und italienischen Banken gehörten hierzu auch italienische Haushalte. Sie sind damit auch bei Bundeswertpapieren eine kleine, aber im Verhältnis zu anderen Haushalten nennenswerte Käufergruppe.<sup>9</sup>

Zusammengenommen könnten diese Beobachtungen erklären, warum die Korrelation aus TARGET-Saldo und geldpolitischen Portfolien seit 2022 verändert und ein Bruch in der Beziehung folgerichtig ist.

## FAZIT

Die Analyse zeigt, dass der Zusammenhang zwischen der Entwicklung des deutschen TARGET-Saldos und den geldpolitischen Wertpapierportfolien im Zuge der geldpolitischen Straffung seit 2022 deutlich abgenommen hat. Insbesondere im Markt für Staatsanleihen, der aus Sicht der geldpolitischen Implementierung von zentraler Bedeutung ist, lassen sich mehrere Faktoren identifizieren, die zu dieser Veränderung beigetragen haben:

1. *Relativ starke Käufe von Bundeswertpapieren aus anderen Euroländern:* Diese haben zu Liquiditätszuflüssen nach Deutschland geführt und damit für sich genommen den deutschen TARGET-Saldo erhöht.
2. *Käufe von Investoren außerhalb des Euroraums:* Diese haben zwar oft keinen Einfluss auf den deutschen TARGET-Saldo, da die dafür verwendete Liquidität häufig bereits in Deutschland gehalten wird. Wurde diese Liquidität jedoch nicht für den Erwerb von Emissionen aus anderen Euroländern genutzt, könnte ihr Verbleib in Deutschland zumindest einer Verringerung der deutschen TARGET-Forderungen verhindert haben. Damit einher geht die ...
3. *... hohe Inlandsnachfrage nach Staatsanleihen in anderen Euroländern:* Sie hat den Anreiz, dass Liquidität von Deutschland in andere Länder fließt, reduziert, was ebenso einer Verringerung des deutschen TARGET-Saldos entgegengewirkt hat.

In Hinblick auf die zuletzt eingesetzte Verringerung des Abstands zwischen Wertpapier- und Einlagenverzinsung sowie dem erneut rückläufigen Zinsniveau könnte perspektivisch die inländische Nachfrage nach Staatsanleihen wieder zurückgehen. Dies würde potenziell den Abfluss von Liquidität aus Deutsch-

land erhöhen und könnte zu einer Reduktion der deutschen TARGET-Forderungen führen. Die weitere Entwicklung hängt jedoch stark von der zukünftigen geldpolitischen Ausrichtung des Eurosystems sowie den makroökonomischen Rahmenbedingungen in den Mitgliedstaaten ab. Eine kontinuierliche Beobachtung und Analyse des Anlageverhaltens von Investoren sowie der grenzüberschreitenden Liquiditätsströme hilft dabei, die Dynamik der TARGET-Salden im Kontext der geldpolitischen Entwicklungen besser zu verstehen.

## REFERENZEN

Bettendorf, T. und A. Jochem (2021), »What Drives the German Target Balances? Evidence from a BVAR Approach«, Deutsche Bundesbank Discussion Paper 12.

Deutsche Bundesbank (2017), »Die Finanzmarktinfrastruktur des Eurosystems – Rückblick und zukünftige Ausrichtung des Leistungsangebots«, *Monatsbericht* Dezember, 69–88.

Deutsche Bundesbank (2018), »Der Markt für Bundeswertpapiere: Halterstruktur und wesentliche Einflussfaktoren auf die Renditeentwicklung«, *Monatsbericht* Juli, 15–39.

Deutsche Bundesbank (2020), »Sektorale Portfolioanpassungen im Euroraum in der Niedrigzinsphase«, *Monatsbericht* April, 19–44.

Deutsche Bundesbank (2022), »Einflussfaktoren internationaler Portfolioströme«, *Monatsbericht* Juli, 41–62.

Deutsche Bundesbank (2023), »Grenzüberschreitende Liquiditätsflüsse – zur Rolle des Bankensystems in der deutschen Zahlungsbilanz«, *Monatsbericht* Juli, 35–59.

Deutsche Bundesbank (2024a), Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2023, *Monatsbericht* März.

Deutsche Bundesbank (2024b), »Staatsschulden im Euroraum: Aktuelles zur Entwicklung der Gläubigerstruktur«, *Monatsbericht* April, 76–98.

Drott, C., S. Mitzlaff und J. Paulick (2022), »Warum die Corona-bedingten Fiskalmaßnahmen der Europäischen Union die TARGET2-Salden dämpfen«, *ifo Schnelldienst* 75(1), 35–41.

Eisenschmidt, J., D. Kedan, M. Schmitz, R. Adalid und P. Papsdorf (2017), »The Eurosystem's Asset Purchase Programme and TARGET Balances«, ECB Occasional Paper Series 196.

Eisenschmidt, J., D. Kedan und M. Schmitz (2024), »Euro Area Monetary Policy and TARGET Balances: A Trilogy«, *Journal of International Money and Finance* 141, March, 103000.

Europäische Zentralbank (2019), *Financial Stability Review*, November.

Europäische Zentralbank (2023), »FAQ on the Public Sector Purchase Programme«, FAQ, 9. August, verfügbar unter: [https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/ecb.faq\\_pspp.en.html](https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/ecb.faq_pspp.en.html), aufgerufen am 5. September 2024.

Ferrara, F.M., T. Hudepohl, P. Karl, T. Linzert, B. Nguyen und L. Vaz Cruz (2024), »Who Buys Bonds Now? How Markets Deal with a Smaller Eurosystem Balance Sheet«, The ECB Blog, 22. März, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2024/html/ecb.blog20240322~54dcd060b1.en.html>, aufgerufen am 3. September 2024.

Ministerio dell'Economia e delle Finanze (2024), »FAQ – BTP Valore«, verfügbar unter: [https://www.dt.mef.gov.it/en/debito\\_pubblico/emissioni\\_titoli\\_di\\_stato\\_interni/comunicazioni\\_btp\\_valore/btp\\_valore\\_faq/index.html](https://www.dt.mef.gov.it/en/debito_pubblico/emissioni_titoli_di_stato_interni/comunicazioni_btp_valore/btp_valore_faq/index.html), aufgerufen am 4. September 2024.

Pavot, J. und V. Valenta (2021), »The Role of Households in Financing Government Debt in the Euro Area«, *ECB Economic Bulletin* 3, 63–81.

Schnabel, I. und I. Rahmouni-Rousseau (2024), »The dynamics of PEPP reinvestments«, The ECB Blog, 13. Februar, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2024/html/ecb.blog20240213~f7a429c230.en.html>, aufgerufen am 5. September 2024.

<sup>9</sup> Italienische Haushalte halten zuletzt ca. ein Fünftel der von Haushalten insgesamt gehaltenen Bundeswertpapiere (deutsche Haushalte ca. die Hälfte).