

## Inhaltsverzeichnis

1.1	DIREKTE UND INDIREKTE TEILNAHME .....	2
1.2	MODULARER AUFBAU .....	3
1.2.1	<i>Information and Control Module (ICM)</i> .....	3
1.2.2	<i>Payments Module (PM)</i> .....	3
1.2.3	<i>Home Accounting Module (HAM)</i> .....	4
1.2.4	<i>Reserve Management Module (RM)</i> .....	4
1.2.5	<i>Standing Facilities Module (SF)</i> .....	4
1.2.6	<i>Contingency Module (CM)</i> .....	5
1.2.7	<i>Nebensysteme und Ancillary System Interface (ASI)</i> .....	5
1.3	LEISTUNGSUMFANG .....	6
1.3.1	<i>Zahlungsarten</i> .....	6
1.3.2	<i>Liquiditätsbereitstellung</i> .....	6
1.3.3	<i>Liquiditätspooling</i> .....	7
1.3.4	<i>Liquiditätssteuerung</i> .....	8
1.3.5	<i>Verrechnung mit den Nebensystemen</i> .....	9
1.3.6	<i>Zahlungsfluss</i> .....	9
1.3.7	<i>Prinzipien der Zahlungsabwicklung</i> .....	10
1.3.8	<i>Ablauf einer Zahlungsüberprüfung</i> .....	10
1.4	TARGET2-SECURITIES .....	11
1.4.1	<i>Startschuss für das Projekt TARGET2-Securities (T2S)</i> .....	11
1.4.2	<i>Was ist TARGET2-Securities?</i> .....	12
1.4.3	<i>Gründe für TARGET2-Securities</i> .....	12
1.4.4	<i>Die Beteiligten</i> .....	13
1.4.5	<i>Funktion von TARGET2-Securities</i> .....	13
<b>ANHANG 1: INTERVIEWLEITFADEN .....</b>		<b>15</b>
<b>ANHANG 2: INTERVIEWS .....</b>		<b>17</b>
KATEGORIE 1: ZUSAMMENHANG ZWISCHEN TARGET2-SALDEN UND LEISTUNGSBILANZDEFIZITEN .....		17
KATEGORIE 2: AUSWIRKUNGEN DES KRISENMANAGEMENTS AUF DIE TARGET2-SALDEN .....		19
KATEGORIE 3: TARGET2-SALDEN .....		24
KATEGORIE 4: DIVERSE SZENARIEN .....		28
KATEGORIE 5: DIVERSE LÖSUNGSANSÄTZE .....		36

## **Abbildungsverzeichnis**

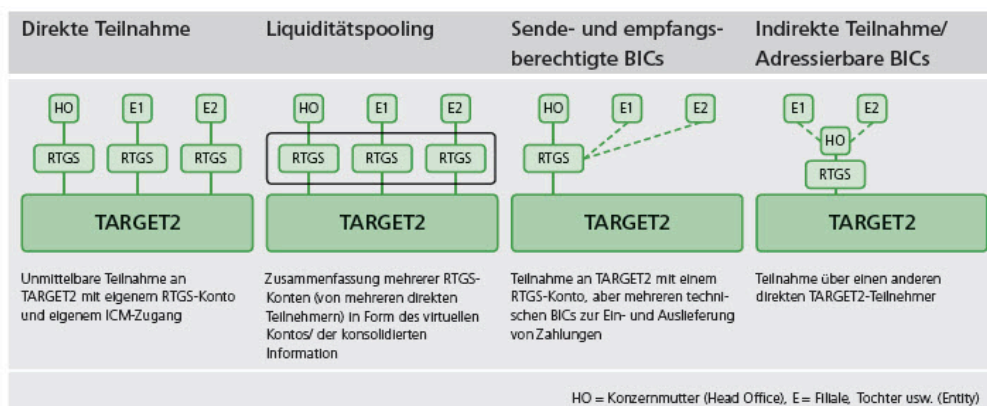
ABBILDUNG 1-1: ÜBERSICHT ÜBER DIE TEILNAHMEMÖGLICHKEITEN AN TARGET2 .....	2
ABBILDUNG 1-2: AUSGLEICH DER KONTOSALDEN AM ENDE DES GESCHÄFTSTAGES .....	8
ABBILDUNG 1-3: ABLAUF EINER ZAHLUNG ZWISCHEN ZWEI PAYMENTS MODULE-TEILNEHMERN.....	9
ABBILDUNG 1-4: ABLAUF EINER ZAHLUNGSÜBERPRÜFUNG .....	10
ABBILDUNG 1-5: FUNKTIONSÜBERSICHT VON TARGET2-SECURITIES .....	14

## 1.1 Direkte und indirekte Teilnahme

Gemäss dem Bericht der Deutschen Bundesbank bietet TARGET2 einen offenen und wettbewerbsneutralen Zugang zum Euro-Individualzahlungsverkehr, bei welchem den Kreditinstituten grundsätzlich die Möglichkeiten zwischen der direkten oder indirekten Teilnahme offen stehen (DBB. TARGET2 - ein einheitliches Europa für Individualzahlungen, 2012, S. 4).

Als direkte Teilnehmer kommen alle Kreditinstitute innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes (EWR) in Frage (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes DBB. TARGET2 – ein einheitliches Europa für Individualzahlungen, 2012, S. 4-5; DBB. TARGET 2 allgemein, 2012). Um direkt am TARGET2 teilnehmen zu können, sind ein RTGS-Konto im Zahlungsverkehrsmodul (Payments Module - PM) und der Zugang zum Informations- und Steuerungssystem (Information and Control Module - ICM) notwendig. Den Direktteilnehmern ist es möglich, mehrere Konten im Payment Module zu führen, welchen jeweils ein unterschiedlicher Bank Identifier Code (BIC) zugeordnet ist. Diese weiteren BIC's werden zum Teil nicht veröffentlicht, da die dahinter stehenden Konten allenfalls nur intern verwendet werden. Um Tochtergesellschaften, Filialen oder andere Teilnehmer anbinden zu können, gibt es drei Möglichkeiten, diese sind in der Abbildung 1-1 grafisch dargestellt. So können der Mutterkonzern sowie die Tochtergesellschaften unabhängig voneinander ein RTGS-Konto im Payment Module führen. Diese Konten können jedoch in einem Liquiditätspool, weitere Informationen dazu im Kapitel – 1.3.3 Liquiditätspooling -, zusammengefasst werden. Für die Preisberechnung werden die RTGS-Konten dieser Gruppe als Einheit betrachtet. Es ist auch möglich, dass nur die Muttergesellschaft der Direktteilnehmer ist und die Tochtergesellschaften, Filialen oder aber auch andere Kreditinstitute mit einem eigenen BIC über dasselbe RTGS-Konto Verbuchungen vornehmen können. Die dritte Möglichkeit ist die indirekte Teilnahme am TARGET2. Auch hier haben die Tochtergesellschaften kein eigenes RTGS-Konto und können somit keine Zahlungen direkt empfangen oder erhalten. Indirekte Teilnehmer müssen aus dem EWR sein. Hingegen gibt es keine regionalen Teilnahmebeschränkungen für Tochtergesellschaften, Filialen und Korrespondenzkunden der Direktteilnehmer bei der Variante Adressierbare BIC's, da es sich lediglich um Routing-Informationen handelt. Technisch besteht zwischen der indirekten Teilnahme und der Variante Adressierbare BIC's kein Unterschied, aus rechtlicher Sicht jedoch schon.

**Abbildung 1-1: Übersicht über die Teilnahmemöglichkeiten an TARGET2**



Quelle: Darstellung entnommen aus DBB. TARGET2-ein einheitliches Europa für Individualzahlungen, 2012, S. 5

## **1.2 Modularer Aufbau**

Das TARGET2-System ist modular aufgebaut und besteht einerseits aus Kernmodulen, die zum Basisservice erforderlich sind, und andererseits aus optionalen Modulen, die zusätzliche Funktionen abdecken (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes EZB. TARGET2 allgemein, 2012). Das Informations- und Steuerungsmodul (Information and Control Module - ICM), das Erhebungs- und Pflege der Stammdatenmodul (Static Data Module - SD), das Zahlungsverkehrsmodul (Payments Module - PM) sowie das Notfall Modul (Contingency Module - CM) bilden das Spektrum der Kernmodule. Diese können durch weitere drei optionale Module kombiniert werden, nämlich dem Heimatskontomodul (Home Accounting Module - HAM), dem Verwaltungsmodul der Mindestreserve (Reserve Management - RM) und dem Abwicklungsmodul der Ständigen Facilities (Standing Facilities - SF). Diese breite Modulpalette soll den Bedürfnissen der einzelnen Teilnehmer gerecht werden. Die Entscheidungsbefugnis, welche Module den Teilnehmer eines Euromitgliedstaates angeboten werden, liegt bei den jeweiligen autonomen Zentralbanken.

### **1.2.1 Information and Control Module (ICM)**

Das Information and Control Module ist eine Onlineplattform, welche dem User einen Überblick über die Geschäftsvorfälle verschafft (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes EZB. TARGET2 allgemein, 2012). Es handelt sich um ein sogenannte Single Window Acces, mit welchem auf alle Module zugegriffen werden kann. Es können die Salden aller Konten geprüft und pendente Zahlungen überwacht und falls nötig die Prioritäten geändert werden. Zudem können z.B. Liquiditätstransfers veranlasst werden oder auch Liquiditätslimiten gegenüber anderen Teilnehmern gesteuert werden. Die Daten werden nicht automatisch aktualisiert sondern immer nur, wenn der User die neusten Daten abfragt. Dem Teilnehmer stehen zwei Zugangsmöglichkeiten zum ICM zur Verfügung. Das eine nennt sich User-to-Application (U2A), das andere Application-to-Application (A2A). Der U2A-Zugang ist ein E-Banking ähnlicher Zugang. Bei diesem kann die Kommunikation über eine gesicherte Onlineverbindung, ohne dass eine weitere Software nötig ist, oder über das SWIFT-Netzwerk erfolgen. SWIFT steht für Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication. Der Zugang über die gesicherte Onlineverbindung wird hauptsächlich von kleinen bis mittelgrossen Banken angewendet und bietet via ICM einen Zugang zu den wichtigsten, aber nicht allen TARGET2 Modulen (EZB. SSP, 2011, S. 22). Beim A2A-Zugang kann der User via eigene Applikation über das SWIFT-Netzwerk auf das ICM zugreifen. Somit können die Daten von der eigenen Applikation direkt und ohne manuelles Eingreifen weiterverarbeitet werden.

### **1.2.2 Payments Module (PM)**

Das Payments Module ist das wichtigste Modul des TARGET2-Systems, es wickelt hauptsächlich Zahlungen ab (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes EZB. SSP, 2011, S. 21-25). Alle Direktteilnehmer müssen ein RTGS-Konto im PM führen. Daneben wird es jedoch auch zur Kontoführung genutzt, so verrechnet es z.B. die Salden des Hauptsystems mit den Nebensystemen. Die Direktteilnehmer können anderen Instituten einen indirekten Zugang zum PM verschaffen. Des Weiteren sind sie für das gesamte Liquiditätsmanagement, welches über das eine RTGS-Konto läuft, verantwortlich sowie für alle eigenen eingehenden und ausgehenden Zahlungen als auch für die Zahlungen der indirekten Teilnehmer.

### **1.2.3 Home Accounting Module (HAM)**

Dieses Konto ist unter anderem für Teilnehmer gedacht, die keinen Direktzugang zum TARGET2 wünschen oder wie z.B. für Korrespondenzbanken die sich ausserhalb des EWR's befinden und nicht dazu berechtigt sind (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes EZB. TARGET2 allgemein, 2012). Nicht-TARGET2-Teilnehmer führen diese Konten, um die Mindestreserve, Bargeldgeschäfte oder Einlagen bei der jeweiligen Zentralbank selbst verwalten zu können. Im HAM können aber auch Direktteilnehmer mehrere Home-Accounts für andere Geschäfte führen. Zahlungen können nicht direkt über das HAM-Konto erfolgen, jedoch können sie zur Steuerung der Liquidität auf dem eigenen RTGS-Konto oder auf dem eines anderen Teilnehmers genutzt werden.

Jede Nationalbank ist für die Führung aller HAM-Konten im jeweiligen Land verantwortlich und kann darüber bestimmen, ob die Konten lediglich als Eigenkapitalkonto oder auch als Ergänzung zu den RTGS-Konten genutzt werden dürfen (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes EZB. SSP, 2011, S. 14-15). Nationalbanken die HAM akzeptieren können den Teilnehmern einen weiterführenden Service anbieten, wie z.B. das Führen der Konten für die Eigenmittel oder das Beziehen von Bargeld. Des Weiteren sind Umbuchungen zwischen verschiedenen HAM-Konten innerhalb der gleichen NZB möglich. Direktteilnehmer können auch Liquidität zwischen den RTGS-Konten und den HAM-Konten verschieben.

### **1.2.4 Reserve Management Module (RM)**

Die Nationalbanken überwachen mit Hilfe von Mindestreservemodul die Mindestreserveanforderungen der Kreditinstitute (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes EZB. TARGET2 allgemein, 2012). RM errechnet am Ende des Tages das Total der Salden aus dem PM und dem HAM und prüft, ob die Mindestreserveanforderungen erfüllt werden oder nicht. Beim Erfüllen dieser Anforderungen werden durch das RM die Guthabenzinsen errechnet, beim Nicht-Erfüllen die Strafzinsen. Die Guthabenzinsen werden zwei Geschäftstage nach der Mindestreserveperiode gutgeschrieben, die Negativzinsen werden sofort vom PM oder vom HAM-Konto abgebucht. Die Mindestreserveperiode beginnt am 24. eines Monates und endet am darauffolgenden Monat am 23 (Bankazubi. Die Mindestreserve, 2000).

### **1.2.5 Standing Facilities Module (SF)**

Mit Hilfe dieses geldpolitischen Instrumentes werden Refinanzierungen der Geschäftsbanken vorgenommen (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes Bundeszentrale für politische Bildung. Ständige Fazilitäten. 2012). Es wird zwischen Spitzenrefinanzierungsfazilität und der Einlagefazilität unterschieden. Ersteres bietet Geschäftsbanken die Möglichkeit, Kredite über Nacht aufzunehmen. Zur Sicherheit werden dazu Wertpapiere hinterlegt wie bei einem Lombarkredit. Bei der Einlagefazilität können Geschäftsbanken überflüssige Mittel deponieren und erhalten dafür einen Zins.

Das SF wird mit dem, resp. mit einem der RTGS-Konten und falls vorhanden einem HAM-Konto verknüpft (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes EZB. TARGET2 allgemein, 2012). Ein automatisches Umwandeln des Sollsaldo am Ende des Tages in einen Übernachtskredit ist nur mittels PM-Konto möglich, nicht jedoch mit einem HAM-Konto. Auf Antrag kann jedoch auch im HAM ein Übernachtskredit in Anspruch genommen werden. Das SF verwaltet die Übernachteinlagekonten sowie die Übernachtskreditkonten. Die Sicherstellung der Übernachtskredite mittels Wertschriften wird ausserhalb des TARGET2-Systems vorgenommen, obliegt jedoch

im Verantwortungsbereich der Zentralbank.

#### **1.2.6 Contingency Module (CM)**

Das „Notfall“-Modul ist ein Pflichttool, das von allen Nationalbanken, welche am TARGET2-System angehängt sind, betrieben werden muss (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes EZB. SSP, 2011, S. 275). Es ist direkt mit dem SWIFT-Netzwerk verbunden und wickelt im Falle einer Nichtverfügbarkeit des TARGET2-Systemes oder Teile davon die wichtigsten und kritischen Zahlungen ab. Hierzu zählen Zahlungen, die bei Nichtausführung zu einem Systemrisiko führen könnten.

#### **1.2.7 Nebensysteme und Ancillary System Interface (ASI)**

Neben den vorhin erläuterten Modulen gibt es noch sechs Nebensysteme, welche durch das Ancillary System Interface (ASI) mit dem PM verbunden werden (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes EZB. SSP, 2011, S. 21-25). Für die Nebensysteme sind keine eigenen RTGS-Konten notwendig, denn die Zahlungen können dank der Verbindung zum PM durch ASI direkt über das bestehende RTGS-Konto abgewickelt werden.

#### **Massenzahlungsverkehrssystem**

Beim Massenzahlungsverkehrssystem handelt es sich um eine Plattform, über welche meist kleinere, nicht dringende Zahlungen von Retailkunden abgewickelt werden (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes DBB. Elektronischer Massenzahlungsverkehr (EMZ), 2012). In Deutschland sind etwa 700 Kreditinstitute und andere Kontoinhaber, z.B. Verwaltungen, am System angeschlossen. Es werden pro Arbeitstag etwa 10 Millionen Aufträge mit einem Gesamtwert von etwa 8 Mrd. Euro verarbeitet.

#### **Grossbetragszahlungssystem**

Das Grossbetragszahlungssystem EURO1 wird genutzt um grosse, systemrelevante Zahlungen sicher abzuwickeln und somit die Stabilität und die Effizienz des Finanzmarktes sicherzustellen (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes ECB. Large-value payment system, 2012). Im Gegensatz zu TARGET2 ist EURO1 nicht auf bestimmte Länder begrenzt. Das System wird von EBA CLEARING, welche ihren Sitz in Frankreich hat, betrieben.

#### **Devisensystem**

Das Devisensystem, Continuous Linked Settlement (CLS), wurde im Jahr 2002 in den USA durch die CLS Bank International AG gegründet (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes ECB. Large-value payment system, 2012). Das System führt Devisentransaktionen Zahlung-gegen-Zahlung durch. Es können 17 Währungen über dieses System abgewickelt werden. Dabei handelt es sich um die weltweit meist gehandelten Währungen.

#### **Geldmarktsystem**

Es gibt vier Formen von Geldmarktgeschäften (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes uni-protokoll, 20 Abb. 3-912). Beim Tages- und Termingeldhandel leihen sich unter anderem grosse Unternehmen Geld, um die Liquidität auszugleichen. Auch die kurzfristige Aufnahme eines Kredites bei der Nationalbank gegen Hinterlage von Sicherheiten fällt darunter. Ebenso die Ausgabe von Geldmarktpapieren, meistens bis einer Maximallaufzeit von einem Jahr, durch Banken oder Industrie- oder Handelsunternehmen. Bei Repurchase Agreements handelt es sich um die kurzfristige Beschaffung von Geld gegen Verkauf von Wertpapieren, welche zu einem späteren Zeitpunkt zurückgekauft werden.

## **Clearinghaus**

Das Clearinghaus ist "eine Verrechnungsstelle, die ein Clearing-System betreibt, welches aus einem Satz von Regeln und Verfahren besteht, über das Finanzinstitute Daten und/oder Dokumente in Verbindung mit Zahlungen oder Wertpapierübertragungen an einem einzigen Ort vorlegen und untereinander austauschen" (DBB. Leitfaden für TARGET2-NUTZER Leitfaden für TARGET2-NUTZER, 2011, S.141).

## **Wertpapierabwicklungssystem**

Ziel dieser Systeme ist es Wertschriften auf der ganzen Welt oder auch nur innerhalb eines Landes zu verschieben (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes EZB. Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3, 2000, S. 52). Es ist jedoch auch möglich, die Wertschriften in einem System als Sicherheit zu hinterlegen und sich bei der Heimatzentralbank einen Kredit gewähren zu lassen. Grundsätzlich werden mittels dieser Systeme jegliche Wertschriftentransaktionen abgewickelt, bestätigt, registriert und verwahrt (DBB. Leitfaden für TARGET2-NUTZER, 2011, S.162)

## **1.3 Leistungsumfang**

### **1.3.1 Zahlungsarten**

Den Teilnehmern stehen diverse Zahlungsarten zur Verfügung (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes DBB. TARGET2-Leistungsumfang, 2012). Die Informationen zu den Zahlungen werden mittels standardisierten SWIFT-Nachrichten versandt. Es kommen folgende SWIFT-Nachrichten zu Anwendung: MT103, MT103+, MT202 und MT204. MT103 und MT103+ werden für Einzelkundenzahlungen verwendet, MT202 sind Nachrichten für Bank-zu-Bank-Zahlungen und MT204 werden für die Lastschriftverfahren eingesetzt. Bei genügender Liquidität auf dem RTGS-Konto werden die Zahlungen sofort ausgeführt. Es besteht jedoch die Möglichkeit Zahlungen zu priorisieren. Es gibt drei Prioritätsklassen. Sehr dringende Zahlungen haben die Prioritätsklasse 0, dringende Zahlungen die Prioritätsklasse 1 und normale Zahlungen Prioritätsklasse 2. Zahlungen der Prioritätsklasse 0 dürfen nur von Zentralbanken und für Liquiditätsausgleiche der Nebensysteme durch TARGET2-Teilnehmern aufgegeben werden (Vgl. Österreichische Nationalbank, 2011, S. 34-35).

### **1.3.2 Liquiditätsbereitstellung**

Für das Ausführen der Zahlungen ist das RTGS-Konto notwendig (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes DBB. TARGET2- Leistungsumfang, 2012). Jede Nationalbank ist für die bei ihr geführten Konten verantwortlich. Es gibt jedoch auch die Möglichkeit, gewisse Transaktionen neben dem TARGET2-System abzuwickeln, hierzu gehören Bargeldgeschäfte. Um dies jedoch zu bewerkstelligen, ist ein weiteres Konto nötig. Die Teilnehmer können ein HAM-Konto führen oder sie entscheiden sich für die proprioritäre Heimatkontoführung. Dies bedeutet, dass ein Konto bei der jeweiligen Zentralbank geführt wird, welches nicht im TARGET2-System geführt wird. Es ist möglich, dass eine Nationalbank das HAM nicht anbietet und die Teilnehmer sich für die zweite Variante entscheiden müssen, wie z.B. in Deutschland. Für die Liquiditätsbereitstellung spielt es jedoch keine Rolle, welche Variante gewählt wurde. So ist es möglich, vom HAM-Konto wie auch vom proprietär geführten Konto jederzeit und in Echtzeit Gelder auf das RTGS-Konto zu transferieren. Somit stehen zur Abwicklung des Tagesgeschäftes die Salden aller RTGS-Konten, die durch die

Nationalbank gewährten Innertagskredite und die Salden der eingehenden Zahlungen zur Verfügung. Um die zur Verfügung stehende Liquidität zu erhöhen, gibt es auch die Möglichkeit eines Liquiditätspoolings.

### **1.3.3 Liquiditätspooling**

Den Direktteilnehmern ist es möglich, sich gegenseitig die Liquidität in einem Liquiditätspool zur Verfügung zu stellen (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes DBB. SSP, 2011, S. 83-86). Demzufolge werden die Salden aller RTGS-Konto der Gruppe zusammenfasst und den Teilnehmern dieser Gruppe zur Verfügung gestellt. Diese Serviceleistung wird von den Nationalbanken optional angeboten und soll vor allem multinationalen Banken, Bankengruppen oder solchen Banken dienen, die mehrere RTGS-Konten unterhalten. Es vereinfacht das gegenseitige zur Verfügung stellen von Liquidität und dies auch über die Landesgrenzen hinaus. Diese Pools können national oder international geführt werden. Das heisst, es können verschiedene Konten einer Bankengruppe innerhalb eines Landes, respektive einer Nationalbank zu einem Pool zusammengefasst werden. Es ist jedoch auch möglich die Liquidität auf Konten einer Bank, die RTGS-Konten bei verschiedenen Zentralbanken unterhält, zusammenzuführen. Um diese Liquiditätspools zu unterhalten gibt es zwei Arten, das virtuelle Konto und die konsolidierte Informationen.

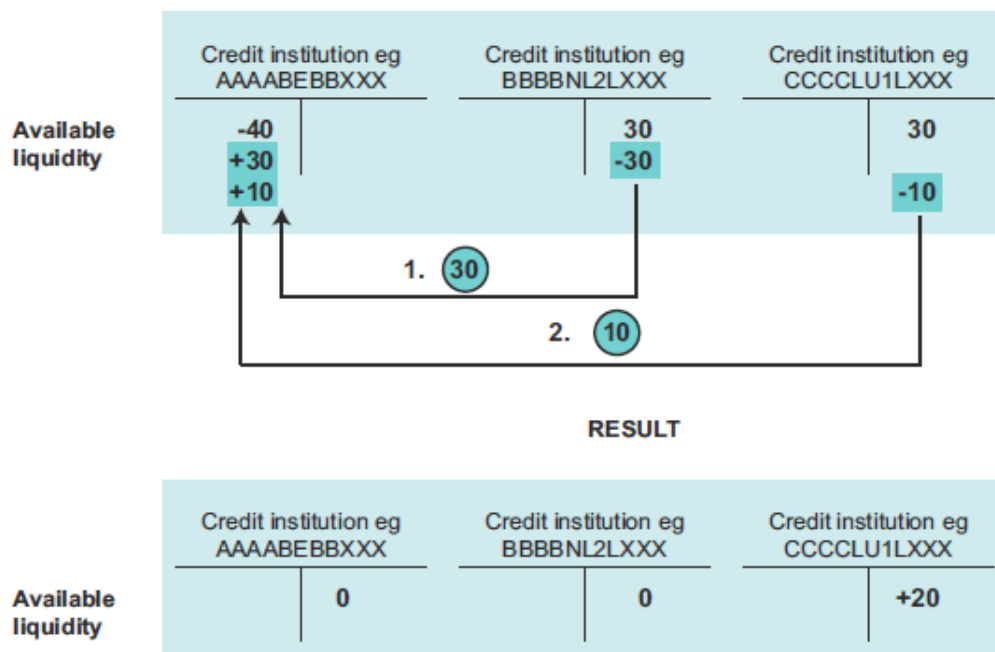
#### **Virtuelles Konto**

Sofern sich die Teilnehmer für das virtuelle Konto entscheiden, wenden sie automatisch auch die konsolidierte Information an (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes EZB. SSP, 2011, S. 87-97). Diese Variante des Liquiditätspools kann nur von Direktteilnehmern innerhalb der Europäischen Währungsunion angewendet werden, nicht jedoch von EU-Ländern, die den Euro nicht eingeführt haben. Für alle Teilnehmer dieser Gruppe wird ein virtuelles Konto geführt, auf welchem konsolidiert die Salden der RTGS-Konten und die zur Verfügung stehenden Kreditlimite auf den jeweiligen RTGS-Konten der Teilnehmer dieser Gruppe angezeigt werden. Somit kann jeder der Teilnehmer über den der Gruppe zur Verfügung stehende Saldo verfügen. Für dieses Konto gibt es keinen zugeordneten BIC, da das Konto nur virtuell besteht und darüber keine Zahlungen erfolgen können. Die Transaktionen der einzelnen Teilnehmer werden jeweils sofort auf dem eigenen RTGS-Konto gebucht, sofern die Gesamtliquidität abzüglich der reservierten Gelder für dringende und sehr dringende Zahlungen einen positiven Saldo aufweist. Ein Konto, welches einen Soll-Bestand ausweist, ist gedeckt durch die Guthaben der anderen Teilnehmer. Damit die Soll-Konto führende Nationalbank nicht zu Schaden kommt, wurde eine rechtliche Vereinbarung unter den Teilnehmer geschlossen, die der jeweiligen Nationalbank die Sollbestände absichern. Dennoch ist jeder RTGS-Kontoinhaber gegenüber seiner Zentralbank verantwortlich, dass die Anforderungen an die Mindestreserven gewährleistet sind.

Am Ende des Tages muss ein von den Teilnehmern bestimmter Liquiditätsmanager die Salden auf den RTGS-Konten glattstellen, siehe zur Veranschaulichung Abbildung 1-2. Dies erfolgt mithilfe des ICM, in welchem auch alle Salden ersichtlich sind. Es besteht jedoch die optionale Möglichkeit, dass dieser Liquiditätsausgleich am Tagesende automatisch stattfindet. Somit wird sichergestellt, dass kein Kredit der einzelnen Banken überzogen wird. Falls ein Tageskredit, welcher durch Wertschriften besichert ist, am Tagesende nicht zurückgeführt werden kann, wird dieser automatisch in einen Übernachtkredit umgewandelt. Ein allenfalls höherer Soll-Saldo wird durch die Konten der anderen Teilnehmer ausgeglichen.



**Abbildung 1-2: Ausgleich der Kontosalden am Ende des Geschäftstages**



Quelle: Darstellung entnommen aus EZB. SSP, 2011, S. 96

### Konsolidierte Informationen

Im Unterschied zum virtuellen Konto können auch Nationalbanken ausserhalb des Europäischen Währungsraumes zu einem Pool zusammengeschlossen werden (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes EZB. SSP, 2011, S. 98-100). Im ICM werden die konsolidierten Informationen der Gruppenteilnehmer für alle Teilnehmer ersichtlich und es besteht die Möglichkeit, Liquidität auf andere Accounts zu transferieren. Der Gruppenmanager hat Zugang zu den detaillierten, ausgenommen sind Zahlungsdetails, und den konsolidierten Informationen aller Konten und den Unterkonten der Gruppenteilnehmer. Die Manager der einzelnen RTGS-Konten haben Zugang zu allen Informationen in ihren Konten und zusätzlich zu den konsolidierten Informationen der Konten der Gruppe. Zu den detaillierten Informationen eines Kontos gehören Kreditlimite, Kontostände, Umsätze, ausgeführte Zahlungen, ausstehenden Zahlungen und die Liste der Konten. Bei den konsolidierten Informationen erhalten die Manager dieselben Daten wie vorhin aufgezählt, jedoch mit dem Unterschied, dass ihnen die Informationen nur konsolidiert zur Verfügung gestellt werden.

### 1.3.4 Liquiditätssteuerung

Wie bereits im Kapitel – 1.3.1 Zahlungsarten - erläutert, gibt es drei Prioritätsklassen im Zahlungsverkehr. Um zu verhindern, dass diese Zahlungen in gewissen Fällen nicht ausgeführt werden können, da zum Beispiel andere Teilnehmer durch den Liquiditätspool bereits Liquidität abgeschöpft haben, können bilaterale Limiten oder multilaterale Limiten gesetzt werden (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes EZB. SSP, 2011, S. 70-71). Bilaterale Limiten werden gegenüber einem PM Teilnehmer gesetzt, das heisst, es wird festgelegt, wie viel Geld an diesen Teilnehmer bezahlt wird, ohne dass von diesem Gelder eingehen. Bei dem multilateralen Limit gilt dieses Limit gegenüber allen Direktteilnehmer.

Es besteht die Möglichkeit sowohl Liquidität nur für sehr dringende Zahlungen als auch für Zahlungen der

Prioritätsklasse 1 zu setzen (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes DBB. TARGET2- Leistungsumfang, 2012). Des Weiteren kann Liquidität für die Verrechnung mit den Nebensystemen reserviert werden. Neben dem Sicherstellen, dass dringende und sehr dringende Zahlungen abgewickelt werden können, kann auch verhindert werden, dass zu viel Liquidität zu einem bestimmten Direktteilnehmer fließt. Damit soll dieser motiviert werden Zahlung zu Gunsten des Teilnehmers, der dieses Limit gesetzt hat, zu priorisieren.

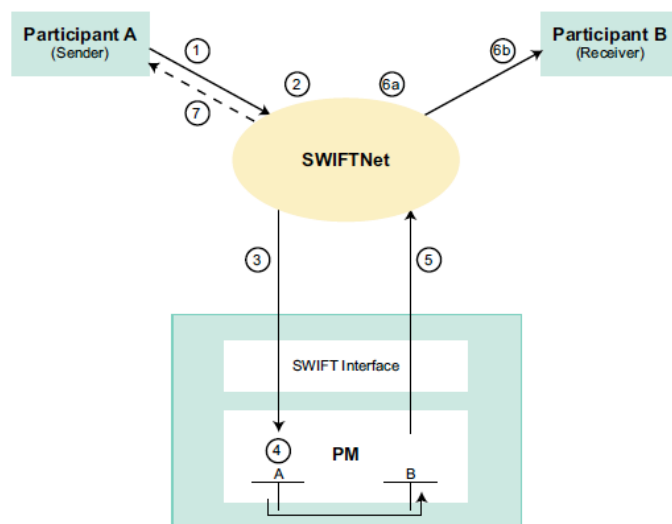
### 1.3.5 Verrechnung mit den Nebensystemen

Wie bereits im vorangehenden Abschnitt angedeutet, gibt es die Möglichkeit Gelder für das Betreiben der Nebensysteme zu reservieren. Es besteht jedoch eine breite Palette von vorteilhaften Funktionen durch das Nutzen des ASI (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes EZB. SSP, 2011, S. 174-175). Das ASI ist eine optimierte Schnittstelle zu den Nebensystemen Massenzahlungsverkehrssystem, Grossbetragszahlungssystem, Devisensystem, Geldmarktsystem, Clearinghäusern und dem Wertpapierabwicklungssystem. So kann zur Abwicklung aller Geschäfte auf den Nebensystemen das bestehende RTGS-Konto genutzt werden und somit mit dem Zentralbankgeld verrechnet werden. Eine Verrechnung ist auch möglich, wenn ein Nebensystem nicht im Land der kontoführenden Nationalbank betrieben wird.

### 1.3.6 Zahlungsfluss

Um den Zahlungsvorgang besser zu verstehen, wird nachfolgend der Ablauf einer Zahlung von einem Direktteilnehmer zu einem anderen Direktteilnehmer erläutert (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes EZB. SSP, 2011, S. 112-113).

**Abbildung 1-3: Ablauf einer Zahlung zwischen zwei Payments Module-Teilnehmern**



Quelle: Darstellung entnommen aus EZB. SSP, 2011, S. 113

(1) Teilnehmer A sendet eine SWIFT-Nachricht MT103 oder 103+, in welcher die Zahlungsdetails zum Begünstigten angegeben werden (Nr. in Klammer referenziert auf Abbildung 1-3). (2) Diese Nachricht wird kurzzeitig im SWIFT-System gespeichert. (3) Es wird eine Abwicklungsanfrage (MT096) mit einer Kopie aller Daten zum PM gesendet. (4) Bevor das RTGS-Konto belastet wird, muss die Nachricht (MT096) auf deren Gültigkeit geprüft werden, des Weiteren findet eine Prüfung des Saldos und allfälliger Limite (bilaterale oder multilaterale) statt. Sobald die Überprüfung abgeschlossen und alles in Ordnung ist, findet zeitgleich die

Belastung bei Teilnehmer A und die Gutschrift bei Teilnehmer B auf den entsprechenden RTGS-Konten im PM statt. (5) Eine Bestätigung der Buchung wird mittels MT097 an das SWIFT-System gesendet. (6a) Die Bestätigung wird mit dem Originalauftrag zusammengefügt, in der Fachsprache „gematched“, und mit dem Zeitstempel der Buchungsausführung versehen. (6b) Die Nachricht über diesen Zahlungsvorgang wird an Teilnehmer B gesandt, während Teilnehmer A (7) zeitgleich eine Ausführungsbestätigung mittels MT012 erhält, in welcher auch die Ausführungszeit ersichtlich ist.

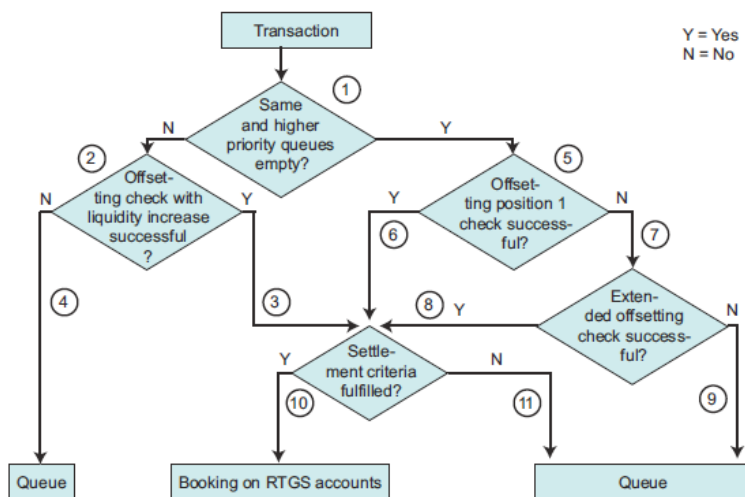
### 1.3.7 Prinzipien der Zahlungsabwicklung

Um ein möglichst effizientes Abwickeln der Zahlungen sicherzustellen, wurden einige Prinzipien definiert (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes EZB. SSP, 2011, S. 144). So sollen die Zahlungen in drei Ausführungsprioritäten eingeteilt werden. Zudem werden Zahlungen schnellstmöglich nach dessen Eingang ausgeführt und sofort endgültig auf den RTGS-Konten verbucht. Um die Abwicklung liquiditätsschonend auszuführen, werden eingehende und ausgehende Zahlungen so weit wie möglich miteinander verrechnet. Zahlungen die nicht sofort ausgeführt werden können, werden in der Reihenfolge des Eintreffens in die drei Prioritätsklassen eingeteilt. Das System versucht laufend die Zahlungen, welche sich in den Warteschlangen befinden, entweder mit eingehenden Zahlungen zu verrechnen oder aufgrund anderer Eingänge auszuführen.

### 1.3.8 Ablauf einer Zahlungsüberprüfung

Die Folgende Abbildung 1-4 zeigt den systematischen Ablauf einer Überprüfung, respektive die Verrechnung der Zahlungen der TARGET2-Teilnehmer innerhalb des PM (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes EZB. SSP, 2011, S. 147-148). Hier kommen die im vorhergehenden Kapitel aufgeführten liquiditätsschonenden Prinzipien zur Anwendung.

**Abbildung 1-4: Ablauf einer Zahlungsüberprüfung**



Quelle: Darstellung entnommen aus EZB. SSP, Sequence of settlement checks, 2011, S. 147

(1) Als erstes erfolgt die Überprüfung, ob für die Zahlung in der Warteschlange für Zahlungen gleicher oder höherer Priorität noch Platz vorhanden ist oder nicht (Nr. in Klammer referenziert auf Abbildung 1-4). Zahlungen mit der Priorität 2 werden nicht auf verfügbare Kapazität geprüft, da das first-in-first-out-Prinzip zur Anwendung kommt. (2) Falls für die dringenden und sehr dringenden Zahlungen keine verfügbare Liquidität vorhanden ist, prüft das System, ob die Zahlung mit einer entgegengesetzten Zahlung verrechnet werden kann.

Diese Verrechnung käme nur zu Stande, sofern die Gegenseite eine entsprechende Gegenzahlung im System hinterlegt hat und dem Sender nach der Verrechnung netto mehr Liquidität zur Verfügung steht. (3) Wenn eine solche Gegenzahlung vorhanden ist, wird geprüft, ob die Zahlung die Abwicklungskriterien, wie bilaterale oder multilaterale Limite und die reservierte Liquidität, nicht verletzt. (4) Falls keine entsprechende Gegenzahlung im System ist, wird die Zahlung in die Warteschlange eingereiht. Die Zahlungen mit Priorität 0 und 1 zuoberst und die Zahlungen mit normaler Priorität nach zeitlichem Eingang. (5) Falls für dringende und sehr dringende Zahlungen Kapazität vorhanden ist, wird auch hier geprüft, ob es eine entsprechende Gegenzahlung im System hat. Eine Verrechnung kann nur ausgeführt werden, falls die Gegenseite ebenfalls eine entsprechende Zahlung an erster Stelle in der Warteschlange hat. (6) Falls eine solche vorhanden ist, kommt wie unter Punkt 3 die Prüfung der Abwicklungskriterien zur Anwendung. (7) Falls keine zu verrechnende Zahlung an erster Stelle steht, wird bei einem erweiterten Check geprüft, ob es eine Zahlung mit niedrigerer Priorität gibt. Diese kann jedoch nur dann verrechnet werden, wenn dem Empfänger nach Verrechnung netto mehr Liquidität zur Verfügung steht. (8) Falls dieser Check erfolgreich ist, kommt auch die Prüfung der weiteren Abwicklungskriterien zum Zug. (9) Falls sich keine Zahlung mit niedriger Priorität verrechnen lässt, wird die Zahlung in die Warteschlange der entsprechenden Priorität weitergeleitet. (10) Falls die Prüfung der Abwicklungskriterien unter Punkt 3, 6 oder 8 erfolgreich war, kommt es zur endgültigen Verbuchung auf den entsprechenden RTGS-Konten. (11) Falls die Abwicklungskriterien nicht erfüllt sind, wird die Zahlung ebenfalls in die Warteschlange verschoben. Dort verbleibt sie, bis genügend Liquidität vorhanden ist oder die Abwicklungskriterien erfüllt werden. Falls bis 17.00 Uhr, respektive 18.00 Uhr keine Liquidität vorhanden ist oder die Kriterien nicht erfüllt werden, wird die Zahlung zurückgewiesen.

## **1.4 TARGET2-Securities**

Wie aus den vorhergehenden Kapiteln zu erfahren ist, gab es im Zahlungsverkehr in Europa mit TARGET2 eine Revolution im internationalen Zahlungsverkehr, so dass Zahlungen hoch effizient, kostengünstig und sicherer abgewickelt werden können. Ferner gilt es im folgenden Kapitel Bezug auf die Abwicklung des Wertschriftenverkehrs zu nehmen. Auch hier werden dieselben Optimierungsziele verfolgt, weswegen künftig eine Verknüpfung zwischen TARGET2 und TARGET2-Securities (T2S) angedacht ist, welche das Nebensystem Wertschriftenabwicklung ablösen würde (ECB. TARGET2-Securities, 2009, S. 3).

### **1.4.1 Startschuss für das Projekt TARGET2-Securities (T2S)**

Im Jahre 2006 hat Eurosystem festgestellt, dass auch Jahre nach der Einführung des Euros und des TARGET2 das Wertschriftenliefergeschäft im grenzüberschreitenden Geschäft längst nicht so effizient ist, wie die Abwicklung im Inland (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes ECB. TARGET2-Securities, 2009, S. 1). So hat der EZB-Rat am 17. Juli 2008 den Startschuss für das Projekt T2S gegeben, welches auch heute nach wie vor ein Projekt ist. Die Vorbereitungsarbeiten haben jedoch bereits davor begonnen, denn der Entscheid des EZB-Rates ist aufgrund eines davor gefertigten T2S-Nutzungsanforderungsdokuments gefällt worden. Gleichzeitig mit diesem Entscheid des EZB-Rates stellte dieser sicher, dass die benötigten Ressourcen bis zur Implementierung zur Verfügung stehen und beauftragte die vier Nationalbanken Deutsche Bundesbank, Banco de Espana, Banque de France und Banca d'Italia mit der Entwicklung und dem Betrieb des neuen Systems. Damit sichergestellt ist, dass das Projekt effizient geführt wird, wurde am 19. März 2009 das T2S Programm Board gegründet. Der Vorsitz dieses Boards hat Jean-Michel Godeffroy, der für die Deutsche Bundesbank

arbeitet. Das oberste Beschlussorgan des T2S ist jedoch der EZB-Rat.

#### **1.4.2 Was ist TARGET2-Securities?**

Wie vor der Einführung von TARGET2, als der Zahlungsverkehr noch dezentral geregelt war, erfolgt die Abwicklung des Wertschriftengeschäftes nach wie vor hauptsächlich auf nationaler Ebene (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes DBB. TARGET2-Securities, 2012). Obwohl es nicht wenige Zentralverwahrer, im Englischen Central Securities Depositories (CSD), gibt, findet der Wettbewerb im europäischen Raum nur begrenzt statt. Nun soll mit T2S dieser Wettbewerb gefördert und die Abwicklung harmonisiert werden.

T2S wird ein neues Abwicklungssystem für die CSD sein, mit welchem ein zentraler Service für die Abwicklung von Wertschriftenliefergeschäften im Bereich Lieferung-gegen-Zahlung (LGZ) implementiert wird (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes ECB. Settling without borders, 2012, S. 1). Die Geldabwicklung soll mittels Zentralbankgeld im TARGET2 erfolgen. Mit T2S soll sichergestellt werden, dass Liefergeschäfte kostengünstig, ungeachtet davon, ob es sich um eine nationale oder grenzüberschreitende Lieferung handelt, abgewickelt werden können. Im Jahr 2015 soll das System ihren Betrieb aufnehmen. Ab diesem Zeitpunkt würden für alle Lieferungen die gleichen Regeln gelten und dazu beitragen, dass die derzeitige Komplexität und Fragmentierung des Marktes innerhalb des Europäischen Raumes stark harmonisiert würde. Dennoch zwingt das System keinen CSD zur Teilnahme. T2S ist so aufgebaut, dass Wertpapiere in verschiedenen Währungen über dieses System abgewickelt werden können und somit Nicht-Euro-Länder den Zugang zum System zu gewähren.

#### **1.4.3 Gründe für TARGET2-Securities**

##### **Reduktion des Risikos**

Mit T2S soll das Abwicklungsrisiko im Settlement innerhalb von Europa reduziert werden (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes ECB. Settling without borders, 2012, S. 2). Dies geschieht durch die Echtzeitabwicklung von Lieferung und Zahlung unabhängig davon, ob es sich um eine nationale oder grenzüberschreitende Lieferung handelt. Zudem können Banken durch die Integration der Abwicklung von Wertschriften im bereits bestehenden Zahlungssystem ihr Liquiditätsmanagement und auch die Besicherung von Krediten durch Wertschriften optimieren, weitere Informationen dazu im Kapitel – 1.4.5 Funktion von TARGET2-Securities.

##### **Erhöhung der Effizienz**

Durch die Harmonisierung der Dienstleistungen und Regeln soll es für Banken einfacher werden das Settlement zu betreiben (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes ECB. Settling without borders, 2012, S. 2). Damit kann das Back-Office der Bank stark rationalisiert werden. Dies kann zu einer Zusammenlegung verschiedener Back-Office Standorte führen, da es sich noch weniger lohnen wird Back-Offices in verschiedenen Ländern zu führen.

##### **Erhöhung der Transparenz**

Durch T2S wird die Transparenz in der Abwicklung der Wertpapiere erhöht (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes ECB. Settling without borders, 2012, S. 2). Zudem werden die Finanzinstitute unabhängiger mit dem Entscheid, wo der Handel stattfinden soll, da der Service von der Infrastruktur getrennt wird.

##### **Reduktion der Kosten**

Aufgrund der einfachen und effizienten Abwicklung dank T2S werden sich die Kosten verringern, dies vor allem

im grenzüberschreitenden Geschäft (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes ECB. Settling without borders, 2012, S. 2). Aber auch durch die Förderung des Wettbewerbes unter den CSD, der unter anderem durch die Möglichkeit der Abwicklung von Wertpapieren in verschiedenen Währungen entstehen wird.

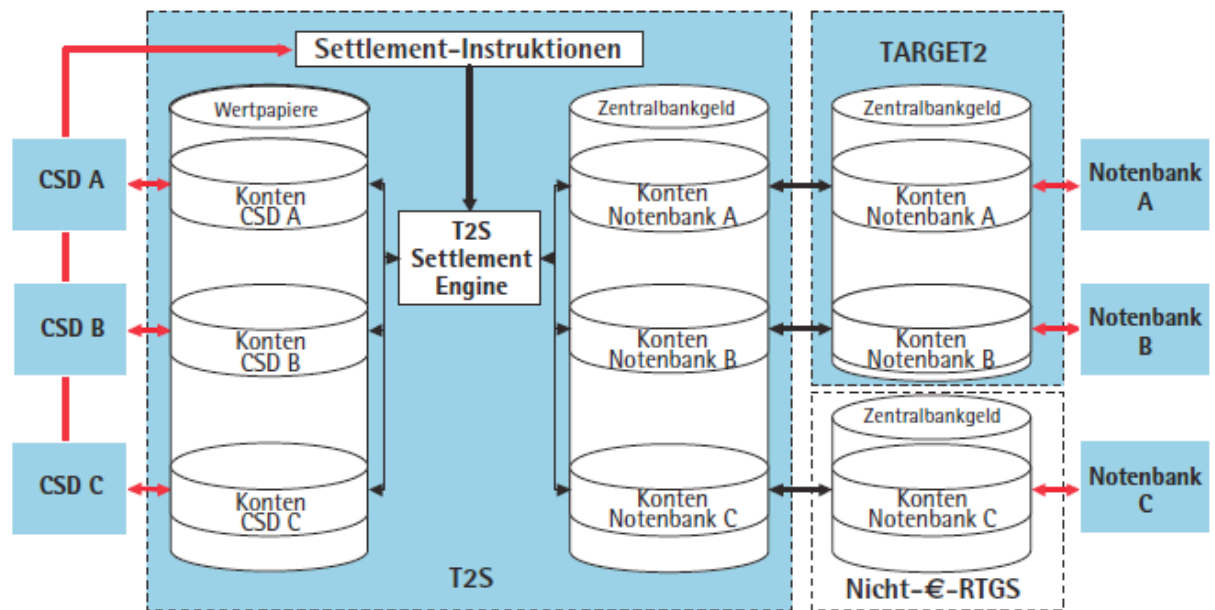
#### **1.4.4 Die Beteiligten**

Per Oktober 2012 haben sich bereits 23 CSD zum T2S bekannt (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes ECB. Settling without borders, 2012, S. 3). Daneben ist auch die EZB und die Dänische Zentralbank, die es ab dem Jahre 2018 erlaubt Dänische Kronen über T2S abzuwickeln. Es können sich jedoch laufend neue Teilnehmer dem T2S anschliessen. Der EZB-Rat hat das T2S-Programm-Board beauftragt, das System im Jahr 2015 einzuführen und danach unter Einhaltung des Budgets und den Erwartungen der Teilnehmer zu betreiben. Damit T2S den Anforderungen der Teilnehmer gerecht wird, haben sich die CSD der Eurozone zu der sogenannten CSD-Steering-Group zusammengeschlossen. Die CSD-Steering-Group informiert das T2S-Programm-Board im Auftrag der CSD über deren Bedürfnisse. Parallel dazu haben sich aus demselben Anlass die Nicht-Euro-Teilnehmer zur Non-Euro-Currencies-Steering-Group zusammengeschlossen. Zuletzt wurde auch die T2S-Advisory-Group gegründet, welche sicherstellt, dass die Bedürfnisse der Märkte befriedigt werden können. Zu dieser Gruppe gehören unter anderem Banken, Zentralbanken und weitere Interessengruppen.

#### **1.4.5 Funktion von TARGET2-Securities**

Die Wertpapierkonten der Marktteilnehmer, die durch die CSD geführt werden, sind im T2S-System integriert (vgl. zu den Ausführungen dieses Absatzes DBB. TARGET2-Securities – eine Vision wird Realität, 2009, S. 3). Die Wertschriften selbst werden jedoch, wie auch auf der Abbildung 1-5 erkennbar, bei den einzelnen CSD verwahrt und nicht auf der T2S-Plattform. Marktteilnehmer wie z.B. Banken können Wertschriftenkonten bei mehreren CSD halten. Auch Konten der Nationalbanken sind auf der T2S-Plattform integriert. Diese Konten sind mit den RTGS-Konten im TARGET2 verlinkt oder bei nicht-TARGET2-Teilnehmern, wie z.B. der Schweiz, mit den entsprechenden Konten des nationalen RTGS-Systems. Daher ist sichergestellt, dass nicht nur Euro sondern auch andere Währungen über T2S abgewickelt werden können. Überträgt, sprich verkauft nun Kunde A ein Wertpapier an Kunde B, der seine Wertschriften bei einem anderen CSD lagert, wird gleichzeitig mit der Übertragung der Wertschriften die Bezahlung im TARGET2 veranlasst. Diese Buchungen geschehen gleichzeitig und endgültig, womit sich folgende Möglichkeit eröffnet: „Zur Erhöhung der Abwicklungseffizienz bietet T2S auch die Möglichkeit zur Selbstbesicherung, das heisst, eine Transaktion kann trotz unzureichender Geldliquidität durch automatische Refinanzierung des Wertpapiers bei der Notenbank abgewickelt werden“ (DBB. TARGET2-Securities – eine Vision wird Realität, 2009, S. 3).

Abbildung 1-5: Funktionsübersicht von TARGET2-Securities



Quelle: Darstellung entnommen aus DBB. TARGET2-Securities – eine Vision wird Realität, 2009, S. 3

## **Anhang 1: Interviewleitfaden**

### **Analyse der potentielle Risiken und Gefahren des EU-Zentralbankensystems TARGET2 aus Sicht der Experten**

#### **Kategorie 1: Zusammenhang zwischen TARGET2-Salden und Leistungsbilanz**

1. Wie beurteilen Sie den Zusammenhang zwischen den TARGET2-Salden und den Leistungsbilanzdefiziten?
2. Können Sie sich vorstellen, dass die Leistungsbilanzdefizite für das Ansteigen der TARGET2-Salden verantwortlich sind?

#### **Kategorie 2: Auswirkungen des Krisenmanagements auf die TARGET2-Salden**

3. Was halten Sie von der politischen Pfadabhängigkeit aufgrund der getätigten Rettungsaktionen wie Staatsanleihenkäufe, Refinanzierungskredite sowie Lancierung der Rettungsfonds?
4. Wie ist Ihre Einschätzung bezüglich der Inflationsgefahr in der Eurozone aufgrund der Geldmengenausweitung, welche durch diese Maßnahmen entstanden ist?
5. Was halten Sie von der vordefinierten proportionalen Aufteilung des Haftungsanteils der Euro-Länder an den TARGET2-Forderungen?
6. Sind die TARGET2-Risiken bekannt? Wie äußern Sie sich dazu, dass Moody's Deutschlands Ausblick von stabil auf negativ unter anderem aufgrund den TARGET2-Salden ausrichtet?

#### **Kategorie 3: TARGET2-Salden**

7. Können Ihrer Meinung nach die TARGET2-Salden als TARGET2-Kredite definiert werden oder sehen Sie die TARGET2-Salden als Resultat des Konstrukts des Eurosystems mit den rechtlich selbständigen Nationalbanken?
8. Sehen Sie die TARGET2-Salden als „Kreditersatzpolitik“?
9. Die Befürworter des TARGET2-Systems (Burgold & Voll) argumentieren, dass die Banken den heutigen TARGET2-Schuldnern bereits vor der Finanzkrise zu hohe Kredite vergeben haben, welche auch unzureichend besichert waren. Teilen Sie diese Meinung?
10. Werden die TARGET2-Salden in Ihrem Institut als Risikoindikator auf der Makroseite mitberücksichtigt?
11. Wie beurteilen Sie den Einfluss der Tiefzinspolitik der EZB auf das Verschuldensverhalten der GIIPSZ-Staaten?

#### **Kategorie 4: Szenarien**

12. Wie beurteilen Sie die hinterlegten Sicherheiten (Pfänder) bezüglich der TARGET2-Verpflichtungen bei einem Ausscheiden von Griechenland aus dem Euro?
13. Wie schätzen Sie die Auswirkungen eines Austrittes Griechenlands für Griechenland und die EU ein?
14. Können Sie sich einen EU-Austritt eines der anderen GIIPSZ-Länder vorstellen?
15. Ist ein Zusammenbruch des Euros für Sie denkbar? Was wären die Folgen?
16. Halten Sie es für möglich, dass sich die EU in ein Süd- und einen Nordstaat aufteilen und auch je eine Währung (Nordo/Südo) einführen würden?



17. Sehen Sie die Schaffung einer Sonderwirtschaftszone in Griechenland als Chance für die griechische Wirtschaft?
18. Finnland könnte sich vorstellen auch ohne den Euro zu leben. Wie wahrscheinlich halten Sie einen Austritt von Finnland und was wären die Konsequenzen?
19. Wie würde sich ein Ausscheiden von Griechenland und ein Ausscheiden von Finnland auf das ganze System unterscheiden?

Kategorie 5: Lösungsansätze

20. Was sind Ihrer Meinung nach mögliche Lösungsansätze um die TARGET2-Problematik zu lösen?

## **Anhang 2: Interviews**

### **Kategorie 1: Zusammenhang zwischen TARGET2-Salden und Leistungsbilanzdefiziten**

#### **Frage 1**

*Wie beurteilen Sie den Zusammenhang zwischen den TARGET2-Salden und den Leistungsbilanzdefiziten?*

#### **Antwort Klaiber**

Der Hauptentstehungsgrund der TARGET2-Salden ist kurzfristig auf die Bewegungen in der Kapitalverkehrsbilanz zurückzuführen. Dementsprechend wird langfristig ganz klar ein Zusammenhang zwischen den Leistungsbilanzdefiziten und den TARGET2-Salden gesehen. Insbesondere bei den südeuropäischen Ländern, welche über die letzten zwei, drei Jahren zunehmend Leistungsbilanzdefizite ausgewiesen haben, weisen akkumulierte negative TARGET2-Salden auf. Die Ursache der TARGET2-Salden ist allerdings nicht in der Leistungsbilanz zu suchen, sondern viel mehr bei der Kapitalverkehrsbilanz, sprich bei der Kapitalflucht der betroffenen Länder. Rein technisch kann man sich vorstellen, dass es keine Leistungsbilanzdefizite mehr gibt, die TARGET2-Salden jedoch weiterhin fortbestehen bleiben. Das heisst, negative TARGET2-Salden können trotzdem aufgrund der Kapitalflucht verursacht werden.

#### **Antwort Reicherter**

Der Zusammenhang zwischen der Entwicklung der TARGET2-Salden und der Leistungsbilanzdefizite ist sehr umstritten. Allerdings ist das Thema Kapitalflucht klar unbestritten und hatte insbesondere in den letzten 24 Monaten deutliche Auswirkungen auf die TARGET2-Salden. Dieser Zusammenhang lässt sich ohne weiteres nachweisen, da zum Beispiel die Einlagen von privaten Anlegern bei Geschäftsbanken der Peripherieländern deutlich abgenommen haben und folglich eine Zunahme bei den Geschäftsbanken in stabileren Ländern, insbesondere in Deutschland, festzustellen ist.

#### **Antwort May**

Der relevanten Punkt ist nicht mit einer statistischen Korrelation, sondern mit dem ökonomischen Zusammenhang zu begründen. Ausgelöst durch das Zusammenschmelzen der Zinssätze innerhalb der Eurozone, wurde in den Krisenländern ein nachfrageindizierter Boom ausgelöst, der nicht selbsttragend war. Dieser wurde teilweise gestärkt durch die Hilfgelder aus den diversen europäischen Unterstützungstöpfen. Solch ein Aufschwung ist eine statistische Regelmässigkeit, welcher von einer starken Zunahme der Leistungsbilanzdefizite begleitet wird, jedoch ausgelöst durch einen Importsog. Die Länder produzieren und konsumieren mehr und dadurch erhöhen sich die Importe, weshalb die Leistungsbilanzdefizite im letzten Jahrzehnt verstärkt angestiegen sind. Dies stellte bis zum Ausbruch der Finanzkrise kein Problem dar, da der Kapitalmarkt bereit war diese Leistungsbilanzdefizite in Form von Krediten oder Anleihenkäufe durch ausländischen Anleger zu finanzieren. Dieses Ausmass hat sich in den Kapitalbilanzüberschüssen gezeigt. Dieser Finanzierungskanal ist mit dem Ausbruch der Finanzkrise zusammengebrochen, folglich wäre eine normale Marktreaktion gewesen, dass auch die Leistungsbilanzdefizite sinken, weil sie vom Kapitalmarkt nicht mehr finanziert werden. Allerdings hat das TARGET2-System diesen Korrekturmechanismus verhindert, was nicht im Sinne des Erfinders war. Die TARGET2-Salden haben eigentlich nur die Funktion Liquiditätsengpässe zur Aufrechterhaltung des Zahlungsverkehrs in der Eurozone zu schliessen. Mittlerweile ist das grosse Problem, dass

die TARGET2-Salden vorrangig nicht mehr die Leistungsbilanzdefizite finanzieren, sondern die Kapitalflucht aus diesen Ländern unterstützen.

### **Fazit Frage 1**

Siehe Fazit zu Frage 2. Die Antworten zur ersten und zweiten Frage sind so stark miteinander verknüpft, dass es nicht sinnvoll wäre diese zu trennen.

### **Frage 2**

*Können Sie sich vorstellen, dass die Leistungsbilanzdefizite für das Ansteigen der TARGET2-Salden verantwortlich sind?*

### **Antwort Klaiber**

Die Antwort ist in der Ausführung unter der ersten Frage zu entnehmen.

### **Antwort Reicherter**

Es ist nicht auszuschliessen, dass bei manchen Ländern ein Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Leistungsbilanzdefizite und der TARGET2-Salden nachzuweisen ist. Allerdings ist das Thema Kapitalflucht von grösserer Bedeutung und vor allem der treibender Faktor in den vergangenen Monaten gewesen. Dabei gilt es zu beachten, dass dies der Argumentation von Hans-Werner Sinn widerspricht, sprich die Bundesbank hat keine verdeckte Kredite über die TARGET2-Konten an die Peripheriestaaten vergeben. Im Endeffekt sind die TARGET2-Salden dadurch entstanden, dass viele Anleger oder viele Bewohner der Peripheriestaaten der Solvenz ihrer Banken nicht mehr trauten und dementsprechend die Gelder in ein stabileres Land überwiesen haben. Also war es diese Kapitalflucht, die die TARGET2-Salden in Deutschland ansteigen liessen.

### **Antwort May**

Ich mache niemanden für das Ansteigen der TARGET2-Salden verantwortlich. Wird ein Fahrzeug mittels einer Kreditfinanzierung der Bank erworben, kann die Bank nicht dafür verantwortlich gemacht werden, dass das Fahrzeug überhaupt gekauft wurde. Diese Ähnlichkeit sehe ich auch mit den TARGET2-Salden. Die TARGET2-Salden finanzieren die Leistungsbilanzdefizite und vor allem, das ist die neuere Entwicklung der letzten eineinhalb Jahre, in massivem Ausmass die Kapitalflucht aus diesen Ländern. Denn rein ökonomisch macht es keinen Unterschied, ob sich ein Grieche einen deutschen LKW kauft oder in München eine Eigentumswohnung. Der Zahlungsstrom bleibt derselbe. Politisch bedeutet das eine extreme Entwicklung, denn wir treiben einen Spaltpilz, nicht nur innerhalb von Europa wo wir ihn ohnehin schon haben, sondern innerhalb der einzelnen Krisenländer. Denn Vermögensbesitzer sind in der Lage Kapitalflucht zu begehen. Das sind die Gründe für die grossen Demonstrationen in diesen Staaten.

### **Fazit Frage 1 und 2**

Zusammenfassend zur Kategorie 1 ist festzuhalten, dass eine Einigkeit unter den Experten bezüglich dem direkten Zusammenhang zwischen den TARGET2-Salden und der Kapitalverkehrsbilanz und nicht nur den Leistungsbilanzdefiziten besteht. Der Miteinbezug der Kapitalverkehrsbilanz ist hauptsächlich aufgrund der Kapitalflucht, die in den Peripherieländern stattgefunden hat, begründet worden. Es wird ein direkter Zusammenhang zwischen den Kapitalbilanzüberschüssen in den Peripherieländern und den angestiegenen TARGET2-Salden hergestellt. Zwei Experten untermauern, dass langfristig die Leistungsbilanzdefizite einen

Zusammenhang zu den TARGET2-Salden haben, allerdings sind diese nicht für das Ansteigen verantwortlich. Ein Experte zeigt die rein technische Möglichkeit auf, dass auch ohne Leistungsbilanzdefizite TARGET2-Salden aufgrund alleiniger Kapitalflucht steigen können. Dies ist ein Gegenargument auf die getroffene Aussage eines anderen Experten, welcher den Zusammenhang zwischen TARGET2-Salden und der Leistungsbilanz kontrovers sieht. Ferner begründet dieser Experte den Zusammenhang damit, dass ein nachfrageindizierter Boom zu einer Zunahme der Leistungsbilanzdefizite geführt hat, welcher vor der Krise durch den Kapitalmarkt bereitwillig finanziert worden war. Nach dem Wegbrechen dieser Kapitalmarktfinanzierung in der Krise sind die TARGET2-Salden an dessen Stelle getreten.

## **Kategorie 2: Auswirkungen des Krisenmanagements auf die TARGET2-Salden**

### **Frage 3**

*Was halten Sie von der politischen Pfadabhängigkeit aufgrund der getätigten Rettungsaktionen wie Staatsanleihenkäufe, Refinanzierungskredite sowie Lancierung der Rettungsfonds?*

#### **Antwort Klaiber**

Ich sehe eine gewisse Pfadabhängigkeit, obwohl relativ schwierig abschätzbar ist, auf welchem Pfad man sich befindet, da solch ein Pfad historisch ohne Vergleich ist. Insofern wird allerdings eine Abhängigkeit gesehen, dass eine Rettungsaktion im Zeitablauf möglicherweise eine weitere verursacht hat. In Anbetracht der Abfolge seit dem ersten Griechenlandrettungspaket und der weiteren lancierten Rettungsfonds in den letzten zwei Jahren, spricht einiges für eine Abhängigkeit. Des Weiteren sehe ich eine gewisse politische Abhängigkeit, da die Politik von den schnellen Eingriffsmöglichkeiten der EZB abhängig ist. Gleichzeitig versucht aber die EZB sich möglichst doch nicht allzu politisch zu positionieren. Dementsprechend wird eine Abhängigkeit zwischen der eigentlichen unabhängigen EZB und der Politik gesehen. Die EZB betreibt insofern teilweise eine Fiskalpolitik und dadurch werden auch die Zuständigkeiten vermischt.

#### **Antwort Reicherter**

Es besteht kein zwingender Zusammenhang zu den TARGET2-Salden, da der ESM und die ganzen Rettungsmassnahmen nicht unbedingt als treibender Faktor für die TARGET2-Konten gelten. Wird der ganze Prozess mit der Kapitalflucht begründet, wäre die Fragestellung, wie die Kapitallücken mehr oder weniger bei den Peripherie Geschäftsbanken gestopft wurden. Wäre die EZB bei der Offenmarktoperation bei ihren Tendergeschäften nicht so freigiebig gewesen, wäre die Rettung nicht möglich gewesen. Dementsprechend hat die EZB im Zuge der Tenderoperation den Banken Zentralbankliquidität im unbeschränkten Umfang gegen Hinterlegung von Sicherheiten zur Verfügung gestellt. Allerdings ist der Anspruch an diese Sicherheiten im Zeitablauf deutlich zurückgegangen. Hätte die EZB nicht interveniert, wäre es möglicherweise zwanghaft zur Kapitalflucht gekommen, da die Banken relativ sehr stark gefährdet gewesen wären. Der Aufbau der TARGET2-Salden wurde dadurch begünstigt, da die EZB so freigiebig bei der Versorgung von Zentralbankliquidität war. In diese Richtung spielen natürlich auch die Staatsanleihenkäufe von der EZB sowie der ESM eine Rolle, allerdings entsteht das Problem bei der Kapitalflucht.

#### **Antwort May**

Das ist ein sehr starkes und richtiges Argument. Das zeigt sich auch in der inflationären Verwendung des Wortes

„alternativlos“. Jede Aktion wird als „alternativlos“ verkauft, damit das Parlament diese absegnen kann. Das Argument lautet immer, es müsse etwas getan werden, sonst bricht das ganze System zusammen. „Scheitert der Euro, scheitert Europa“ ist die schlimmste Formulierung der deutschen Bundeskanzlerin Angela Merkel, welche in der Krise gemacht wurde. Denn es ist die Aufgabe der Politik Alternativen zu suchen. Das Argument der Pfadabhängigkeit stuft ich als sehr stichhaltig ein.

### **Fazit Frage 3**

Zwei der Experten äussern sich klar zu einer politischen Abhängigkeit, so sind sie sich auch einig, dass eine Rettungsaktion die Folgende ausgelöst hat. Im Vordergrund der Diskussion steht einerseits die Gründung der Rettungsfonds und andererseits das Angewiesen sein der Politik auf das schnelle Eingreifen der EZB, um die beschlossenen Massnahmen umzusetzen. Dadurch, dass viele Massnahmen seitens Politiker als alternativlos bezeichnet werden, wird rascher auf dem Finanzmarkt interveniert, um Europa zu retten und beim Ausscheiden eines EU-Mitglieds aus dem Euro einen Dominoeffekt zu verhindern. Aufgrund dieser politischen Beschlüsse betreibt die EZB Fiskalpolitik. Ferner sieht der dritte Experte ebenfalls eine politische Abhängigkeit in Anbetracht der Staatsanleihenkäufe und dem ESM, jedoch weist er eher auf die Abhängigkeit der Peripheriebanken von der EZB hin und begründet dies hauptsächlich, dass bedingt durch die Kapitalflucht die Banken von der EZB abhängig wurden.

### **Frage 4**

*Wie ist Ihre Einschätzung bezüglich der Inflationsgefahr in der Eurozone aufgrund der Geldmengenausweitung, welche durch diese Massnahmen entstanden ist?*

#### **Antwort Klaiber**

Langfristig hat sich durch die ganzen umgesetzten Rettungsaktionen insbesondere auch durch die Geldmengenausweitung der EZB die Inflationsgefahr deutlich erhöht. Allerdings ist erst das Geldmengenaggregat M1 gestiegen, jedoch noch nicht die Geldmengenaggregate M2 und M3. Dies ist damit zu begründen, dass der Transmissionsmechanismus im Bankensystem sehr verzerrt ist und noch schwächer wurde seit der Lehman-Brothers Geschichte. Im Falle, dass dieser Transmissionsmechanismus im Bankensystem wieder in Fahrt kommt, ist unklar, ob rechtzeitig dieser Liquiditätsüberschuss dem Markt entzogen werden kann. Wie hoch die Inflation dann sein wird, ist reine Spekulation.

#### **Antwort Reicherter**

Momentan weist der Markt einen überheblichen Liquiditätsüberschuss im europäischen Geldmarkt, sprich den Banken wurde mehr Liquidität zur Verfügung gestellt, als sie eigentlich benötigen. Dieser Überschuss beläuft sich auf etwa 650 Milliarden Euro. Die Banken könnten theoretisch diese Liquidität für die Kreditvergabe verwenden, was sie allerdings nicht tun. Zum einen sind die Anforderungen an die Banken im Hinblick auf die Regulierung immer strenger geworden, was die Kreditvergabebereitschaft gedämpft hat. Zum anderen befindet sich die Eurozone in einer Rezession und die Nachfrage von der Industrie-Seite nach Krediten ist geringer geworden, somit findet diese Liquidität ihren Weg in die Volkswirtschaft vorerst nicht zurück. Dies hat einen Vorteil, dass keine kreditinduzierte Inflation droht. Hingegen sollte sich die Stimmung in der Eurozone deutlich aufhellen und die Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe wieder zunehmen, ist eine potentielle Inflationsgefahr zu befürchten. Ferner löst die EZB im Vergleich zur US-Notenbank dieses Problem ein wenig cleverer,

indem diese EZB-Liquidität ein automatisches Verfallsdatum hat. Insbesondere hatte die EZB über die Tenderoperationen, welche vergangenes Jahr mit einer dreijährigen Laufzeit aufgelegt wurde, längerfristige Geldmarktiliquidität zur Verfügung gestellt. Nach Ablauf dieser Frist geht theoretisch diese Liquidität aus dem Markt raus. Aus diesem Grund ist eine potentielle Inflationsgefahr im vergleichsweise engen Zeitraum begrenzt, da man nicht von einem Wirtschaftsboom ausgeht.

#### **Antwort May**

Ich sehe keine unmittelbare Inflationsgefahr, jedoch aber ein erhöhtes Inflationspotential. Wir stecken in einer Liquiditätsfalle, sprich das Geld von den Zentralbanken an die Geschäftsbanken, das in die Realwirtschaft gelangen soll, kommt dort nicht an, somit kann es auch nicht inflationär wirken. Dasselbe Bild zeigt sich anhand Japans Wirtschaft, die seit 15 bis 20 Jahren eine expansive Geld- und Fiskalpolitik betreibt. Gemäss Theorie müsste sich diese Politik tendenziell inflationär auswirken, was sie aber nicht tut. Aus diesem Grund sehe ich ein gewisses Inflationspotential im Falle, dass es nicht gelingen sollte die überschüssige Liquidität aus dem Markt wieder zu entnehmen.

#### **Fazit Frage 4**

Die Experten sind unter zweierlei Aspekten einstimmig, zum einen dass sich das Inflationspotential durch diese Massnahmen erhöht hat, zum anderen dass dieses Geld momentan nicht in die Realwirtschaft gelangt. Dies wird durch den Transmissionsmechanismus, der im Bankensystem sehr verzerrt ist, begründet. Auf der einen Seite wird das rückläufige Kreditangebot der Banken ergriffen, welches aufgrund der strengerer Regulatoren zu begründen ist. Auf der anderen Seite ist die Kreditnachfrage aufgrund der serbelnden Wirtschaftslage zurückgegangen. Zwei der Experten sehen vor allem ein gewisses Inflationspotential, wenn die Mittel nicht früh genug dem Markt wieder entzogen werden können. Hier sieht ein Experte ebenfalls kein Problem, da, wie er sagt, die EZB das Problem clever gelöst habe, in dem sie eine Tenderoperation durchgeführt habe, welche die Liquidität auf drei Jahre begrenzt und dann automatisch dem Markt wieder entzieht. Dass es innert dieser drei Jahre zu einem Boom kommt, glaubt er nicht.

#### **Frage 5**

*Was halten Sie von der vordefinierten proportionalen Aufteilung des Haftungsanteils der Euro-Länder an den TARGET2-Forderungen?*

#### **Antwort Klaiber**

Das ist die logische Konsequenz eines solchen Zahlungsbilanzsystems. Die Länder, welche höhere Kapitalanteile haben, wie beispielsweise Deutschland mit zirka 30 %, werden proportional zu ihrer Wirtschaftskraft und zu ihrem Geldmengenanteil innerhalb des gesamten Währungsverbundes belastet. Beim Eintreten eines Staatsbankrottes eines Landes würden die Forderungen gegenüber der EZB komplett ausfallen und somit würde sich das Eigenkapital der EZB anteilig verschmälern. Eine andere Aufteilung des Haftungspegels ist kaum vorstellbar. Allerdings ziehe ich eine andere Stimmverteilung im EZB-Rat in Erwägung. Anstatt dass jeder Staat eine Stimme hat, soll die Stimmgewichtung auch der Haftungsgewichtung entsprechen.

#### **Antwort Reicherter**

Im Endeffekt ist es definiert, dass mit dem Anteil des Grundkapitals an der EZB gehaftet wird. Diese Aufteilung

erfolgte wiederum auch über die Leistungsfähigkeit eines Landes. Also macht es auch Sinn, dass Volkswirtschaften, die tendenziell leistungsfähiger sind und einen höheren Anteil an Kapital der EZB halten, dementsprechend einen höheren Schaden im Zweifelsfall tragen sollen.

#### **Antwort May**

Hier wird ein extrem wichtiger Punkt angesprochen. Wenn Deutschland TARGET2-Forderungen gegenüber dem EZB-System von 750 Milliarden Euro hat, dann hat sie diese Forderung nicht gegenüber Griechenland, Spanien, Portugal sondern gegenüber dem gesamten EZB-System. An diesem ist sie relativ nur mit 27 % beteiligt und müsste nur 27 % des Ausfalles tragen. Dies zeigt sich nur als problematisch, im Falle dass der Euro auseinanderbrechen sollte. Folglich würde die Forderung gegenüber einem Institut bestehen, dass es unter Umständen nicht mehr geben würde, somit müssten die Forderungen den einzelnen Ländern wie Frankreich, Italien, etc., gestellt werden. Dies beachte ich als sehr kritisch, denn Deutschland trägt mit etwa 750 Milliarden den Löwenanteil von der Gesamtforderung von etwa einer Billion.

#### **Fazit Frage 5**

Es ist daraus zu schliessen, dass sich zwei Experten darüber einig sind, dass eine proportionale Aufteilung aufgrund der Leistungsfähigkeit sinnvoll ist und das dies eine logische Konsequenz eines solchen Systems ist. Ein Experte könnte sich jedoch vorstellen, dass die Stimmkraft ebenfalls dem Haftungsanteil entsprechen würde, nicht dass jedes Land die gleiche Stimmkraft hat. Ein weiteres Problem wird für Deutschland gesehen, dass, wenn das gesamte System zusammenbricht, es das Geld direkt bei den anderen Ländern einsammeln müsste.

#### **Frage 6**

*Sind die TARGET2-Risiken bekannt? Wie äussern Sie sich dazu, dass Moodys Deutschlands Ausblick von stabil auf negativ unter anderem aufgrund der TARGET2-Salden ausrichtet?*

#### **Antwort Klaiber**

In Bezug auf das Rating wird das souveräne Risiko von Deutschland durch die TARGET2-Salden berührt. Im Fall einer Insolvenz oder Ausscheidens eines EU-Landes werden die TARGET2-Salden von Relevanz. Dabei ist anzumerken, dass es für solch einen Fall keine klaren rechtlichen Ordnungen gibt und es existieren in dieser Form noch keine solchen Verträge. Würden die Griechen bei einem Austritt ihre Schulden nicht mehr zurückzahlen, so haften anteilig die Eigenkapitalgeber der EZB. In Anbetracht dessen würde Deutschland mit um die 30 % haften, respektive in erster Instanz der Eigenkapitalanteil von Deutschland an der EZB. Infolge dessen kann der Fall eintreten, dass die EZB nicht mehr über genügend Eigenkapital verfügt und müsste eine Kapitalerhöhung durchführen, und diese müsste dann der deutsche Steuerzahler schultern. Je mehr Länder austreten, je mehr wird die absolute Summe der TARGET2-Salden relevant. Dieser liegt jetzt bei etwa 700 Milliarden, was etwa 20 % des Bruttosozialproduktes von Deutschland entspricht. Bei einer Gesamtverschuldung Deutschlands von 80 % ist dies ein gewichtiger Faktor eines Landes und dass Moodys das so anerkannt hat, zeigt, dass das Bewusstsein in der Financial Community, um diese risikoreichen TARGET2-Salden vorhanden ist. Die Risiken treten nur bei einem Austrittsszenario auf, wenn sich nichts an der Währungsunion verändert, dann besteht die Gefahr die Salden zu prolongieren. Im Endeffekt ist das wie ein Dispokredit ohne Höhenbegrenzungen, den die Bank nie fällig stellt.

### **Antwort Reicherter**

Diese TARGET2-Risiken sind sicherlich dank Hans-Werner Sinn eher in den Fokus gerückt. Im Vorfeld war dieses Verrechnungskonto oder diese Verrechnungsmechanik wahrscheinlich den Wenigsten bekannt. Es ist durchaus relativ schwierig, die Salden für jedes einzelne Eurostaatenland zeitnah zu ermitteln. Daher gehend besteht hier Verbesserungspotential in Sache der Kommunikationen der Zentralbanken.

Mit Blick auf Moody's; dieser Ratingausblick wurde sicherlich sehr stark geprägt aufgrund der potentiellen Belastungen die Deutschland zur Rettung der Eurozone eingegangen ist. Nebst den ganzen relativen Zahlungen im Zuge der Rettungsschirme gehören auch die TARGET2-Salden theoretisch in das Haftungsrisiko. Die TARGET2-Forderungen weisen ungefähr 630 Milliarden Euro auf, allerdings ist die grosse Streitfrage, wie viel davon besichert sind. Aufgrund der vermutlich noch enthaltenen toxischen Staatsanleihen, müssen noch weitere Milliarden hinzugerechnet werden. Von daher sind diese Risiken sicherlich nicht ausser Acht zu lassen. Diese TARGET2-Salden waren eher noch das I-Tüpfelchen nebst den bereits eingegangenen Garantien und Risiken, die die Bundesrepublik auf sich geschuldet hat im Zusammenhang mit der Rettung der Eurozone. Letztendlich ist der negative Ratingausblick nicht hauptsächlich aufgrund dieser Salden genannt worden, diese haben jedoch sicherlich verstärkt dazu beigetragen.

### **Antwort May**

Die Öffentlichkeit hat davon überhaupt keine Ahnung und will es auch nicht wissen. Mitschuld daran ist unter anderem auch eine teilweise ideologisierte Presse, die beispielsweise einen Hans-Werner Sinn, der auf dieses Problem hingewiesen hat, im Grunde nieder macht und als Demagogen beschimpft hat. Aufgrund meiner Erfahrung aus Fachvorträgen für Finanzinstitute zeigt sich, dass null Ahnung und Null Problembewusstsein der TARGET2-Problematik vorhanden sind. Man regt sich über alle möglichen Rettungstöpfe auf, aber was hinter den TARGET2-Problemen steckt, weiss man in der Regel nicht.

Moody's betrachtet diese TARGET-Forderungen genau als das, was sie eigentlich sind, nämlich schlecht besicherte Forderungen. Insofern ist die Änderung in Deutschland durch Moody's absolut nachvollziehbar. Insbesondere hat das überhaupt nichts mit irgendwelchen amerikanischen oder irgendwelchen Verschwörungen amerikanischer Ratingagenturen zu tun, sondern das ist eine sachlich gerechte Einschätzung.

### **Fazit Frage 6**

Was die Bekanntheit der TARGET2-Risiken anbelangt, sind die Expertenmeinungen stark auseinanderlaufend. Ein Experte berichtet aufgrund seiner persönlichen Erfahrung, dass der Wissensstand der Öffentlichkeit und insbesondere der Banker sehr gering ist. Ein weiterer geht davon aus, dass zumindest in der Finanzbranche das Bewusstsein darüber vorhanden ist. Letztlich ist einer der Meinung, dass, seit Hans-Werner Sinn auf die Problematik aufmerksam gemacht hat, etwas Verständnis in der Öffentlichkeit vorhanden ist. Allerdings geht kein Experte davon aus, dass die Problematik der breiten Öffentlichkeit gut bekannt ist.

Zwei Experten sind sich einig, dass Moody's das Problem erkannt hat und dieses Risiko der TARGET2-Salden richtigerweise auch in das Rating mit einbezieht. Aber auch dem anderen Experten ist klar, dass die Risiken dieser Salden nicht ausser Acht gelassen werden dürfen, er sieht aber hauptsächlich den Abwertungsgrund bei den weiteren Verpflichtungen die Deutschland in Bezug auf die Rettungsaktion eingegangen ist.



### **Kategorie 3: TARGET2-Salden**

#### **Frage 7**

*Können Ihrer Meinung nach die TARGET2-Salden als TARGET2-Kredite definiert werden oder sehen Sie die TARGET2-Salden als Resultat des Konstrukts des Eurosystems mit den rechtlich selbständigen Nationalbanken?*

#### **Antwort Klaiber**

TARGET2 ist ein Zahlungsverkehrssystem und es gibt immer eine gewisse Kreditfunktion und somit ein Risiko in so einem System, auch wenn es nur ein Bruchteil einer Sekunde ist. Wenn beispielsweise etwas von jemandem angenommen wird und man nicht weiss, ob man es weitergeben kann oder ob es gefälscht ist, so besteht immer ein Risiko. Aus diesem Grund ist es ein Kredit und damit ist dieses Vertrauenselement auch sehr wesentlich. Das TARGET2-System vereinfacht sehr viel innerhalb eines Wirtschaftsraumes, da die Zahlungen sehr effizient und schnell abgewickelt werden können. Einerseits bringt dies den Vorteil in Bezug auf die Effizienz, andererseits aber besteht kein Ausgleichsmechanismus. Da diese immer verlängerbare Dispokreditfunktion nie fällig gestellt wird, handelt es sich klar um eine Kreditfunktion und muss als Kredit definiert werden.

#### **Antwort Reicherter**

Ich wehre mich gegen diesen Begriff, denn es war keine aktive Entscheidung der Bundesbank Liquidität gegenüber den Peripheriestaaten aufzuhäufen. Allein daher, dass es keine aktive Entscheidung der Bundesbank war, ist es leicht ersichtlich, dass es sich keineswegs um Kredite handelt. Diese Forderungen der Bundesbank sind einfach aufgrund des Konstrukts und der Kapitalflucht entstanden. Ich wehre mich vehement gegen diesen Begriff und auch Hans-Werner Sinn ist während seiner öffentlichen Diskussion immer mehr von diesem Begriff weggegangen und ist stiller geworden, von daher glaube ich, das Thema ist durch.

#### **Antwort May**

Es ist sowohl ein TARGET2-Kredit als auch ein Resultat des Konstrukts mit den rechtlich selbständigen Notenbanken. Die Zentralbanken haben das Recht eingeräumt bekommen im Rahmen dieser TARGET2-Systematik Liquidität vom EZB-System zu ziehen, was materiell Kredit bedeutet. Allerdings war die Intention vorübergehende Liquiditätsengpässe zu überbrücken, ähnlich wie einem Dispositionscredit. Der Dispositionscredit hat seine Funktion verfehlt, wenn er permanent negativ ist, dann wird er im Prinzip nicht mehr als Liquiditätspuffer verwendet, sondern er wird als permanenter Kreditrahmen verwendet und in dieser Rolle befindet sich zurzeit das TARGET2-System.

#### **Fazit Frage 7**

Die TARGET2-Salden haben eine klare Kreditfunktion, welche einem nie fällig werdenden Dispokredit ähnelt. Es ist einerseits ein Kredit, da die Banken Zentralbankgeld aus dem EZB-System beziehen können. Andererseits ist das Konstrukt des EZB-Systems bzw. der rechtlich selbständigen Notenbanken dafür verantwortlich.

## Frage 8

*Sehen Sie die TARGET2-Salden als „Kreditersatzpolitik“?*

### Antwort Klaiber

Das ist eine Wortschöpfung von Hans-Werner Sinn. Er hat gesagt, es sei eine Kreditersatzpolitik der EZB. Man kann es natürlich so verstehen, anstatt dass die EZB direkt Kredit an Banken gibt, macht sie es über das TARGET2-System. Sie refinanziert damit den Bankensektor. Insofern ist es eine Kreditersatzpolitik, dennoch möchte ich nicht voll hinter diesem Begriff stehen.

### Antwort Reicherter

Das geht im Endeffekt in die gleiche Richtung. Daher definitiv nein.

### Antwort May

Eindeutig ja, ich glaube aus allem was ich bisher gesprochen habe geht das hervor.

## Fazit Frage 8

Bei dieser Frage ist eine Uneinigkeit unter den Experten festzustellen. Für den einen handelt es sich ganz klar um eine Kreditersatzpolitik für den anderen jedoch nicht. Der eine Experte sieht zwar eine gewisse Kreditersatzpolitik, da die Banken anstatt von der EZB Kredite über das TARGET2-System beziehen, möchte allerdings nicht vollumfänglich hinter dieser Wortschöpfung stehen.

## Frage 9

*Die Befürworter des TARGET2-Systems (Burgold & Voll) argumentieren, dass die Banken den heutigen TARGET2-Schuldnern bereits vor der Finanzkrise zu hohe Kredite vergeben haben, welche auch unzureichend besichert waren. Teilen Sie diese Meinung?*

### Antwort Klaiber

Das TARGET2-System wurde gewissermassen missbraucht, um sich möglichst aus Sicht des privaten Sektors aus dieser Situation ohne Verluste zu entziehen. Viele Banken und andere Finanzmarktteilnehmer haben viel Geld in den südeuropäischen Ländern angelegt, als die Credit-Spreads nur minimal über denen der Euro-Kernländern waren. Vor der Krise wurde die Kreditwürdigkeit dieser Länder falsch eingeschätzt. Man ist davon ausgegangen, dass der Euro nie auseinander brechen oder ein Staat Konkurs gehen könnte. Dann wären null Risikounterschiede zwischen Ländern gerechtfertigt gewesen, aber sobald ein Land bankrott machen kann und das andere nicht, dann gibt es Risikounterschiede. Insofern ist es richtig, dass sehr viele Finanzmarktteilnehmer bis 2007, 2008 sehr grosszügig Kredite vergeben haben. Das Argument ist richtig, dass natürlich schon vorher sehr viele Finanzmarktteilnehmer sehr laxen Kreditvergabepolitiken in gewissen Südländern gehabt haben, aber das ist nicht die Ursache dieser TARGET2 Problematik.

### Antwort Reicherter

Im Endeffekt ja. Die Peripheriestaaten haben von der Rückbildung der Staatsanleihenrenditen deutlich profitiert und diese günstigen Kredite nicht genutzt, um Schulden abzubauen, sondern um sich günstig zu verschulden. In der Vergangenheit hat Europa den Peripheriestaaten bereitwillig Kredite vergeben, als dann aber die Immobilienblase in den USA geplatzt ist und die Schuldenkrise begann, wurden man vorsichtiger und die

Finanzierung durch die Banken oder den privaten Sektor in Kerneuropa ist mehr oder weniger ausgefallen. In diesem Zusammenhang musste die EZB einspringen, um die ganzen Peripheriebanken mit der ultralockeren Geldpolitik zu retten. Von daher kann ich dem Argument zustimmen, dass die Banken zu viele Kredite an die Peripherie vergeben haben und zu unvorsichtig waren.

#### **Antwort May**

Ich sehe nicht, was das Eine mit dem Anderen zu tun hat. Es kann sein, dass vorher zu viele schlecht besicherte Kredite vergeben wurden, aber dabei handelte es sich um privatwirtschaftliche Entscheidungen, die meist von Banken getroffen wurden. Diese mögen falsch gewesen sein, aber nun eine Legitimation abzuleiten, eine unkontrollierte Kreditvergabe im Rahmen des TARGET2-Systems zu zulassen, erschliesst sich mir in keiner Weise. Dass diese Kredite schlecht besichert waren und in hohem Ausmass vergeben wurden, ist das Problem der Gläubiger, die diesen Entscheid getroffen haben und sollte auch deren Problem bleiben. Allerdings wurde dieses Risiko aufgrund des TARGET2-Systems auf den Steuerzahler abgewälzt.

#### **Fazit Frage 9**

Es ist eine Einstimmigkeit vorhanden, sowohl dass die Kreditwürdigkeit der Peripherieländer vor der Finanzkrise falsch eingeschätzt wurde, als auch dass zu hohe Kredite an diese Länder vergeben wurden. Der eine Experte sieht zwar einen Zusammenhang, dass die EZB als Retter in der Not einspringen musste, geht allerdings nicht direkt auf das TARGET2-System ein. Für die anderen beiden Experten sind frühere Fehlentscheidungen nicht die Ursache der TARGET2-Problematik. Letztlich wird betont, dass daraus keine Legitimation abgeleitet werden darf, um unbegrenzt Kredite aus dem TARGET2-System zu beziehen.

#### **Frage 10**

*Werden die TARGET2-Salden in Ihrem Institut als Risikoindikator auf der Makroseite mitberücksichtigt?*

#### **Antwort Klaiber**

Es ist ein relevanter Indikator seit ungefähr Ende 2011 und insbesondere seit dem letzten Jahr. Allerdings handelt es sich hierbei um keinen vorlaufenden Indikator, da es schwierig ist an die Daten rechtzeitig zu gelangen. Es ist eine klare Korrelation zwischen den Credit-Spreads von den Südländern und den TARGET2-Salden feststellbar.

#### **Antwort Reicherter**

Dieser Indikator wird bei der EZB Analyse sicherlich mitberücksichtigt. Wenn der Geldmarkt näher analysiert wird, dann ist auch ein Fokus auf die TARGET2-Salden zu setzen, gar keine Frage.

#### **Antwort May**

Die Antwort lautet eindeutig ja, wir halten die TARGET2-Saldenproblematik für ein Störpotential. Wir glauben, dass in der TARGET-Problematik das Potential einer echten Währungskrise steckt, die mit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems 1972/73 vergleichbar ist. Es würde zu erheblichen Verwerfungen an den Finanzmärkten führen, wenn auch nicht gerade den Untergang der Finanzmärkte und auch nicht den Zusammenbruch des ganzen ökonomischen Systems. Die Rede ist von einer potentiellen Währungskrise und nicht von einer Währungsreform. Beim Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems war es eine echte ausgewachsene Währungskrise, welche von der Bevölkerung nicht gross wahrgenommen wurde. Eine

Währungsreform wäre hingegen sehr wohl bemerkt worden.

#### **Fazit Frage 10**

Die TARGET2-Salden sind gemäss befragten Experten einstimmig als Risikoindikator zu betrachten. Zum einen wird dies mit der Korrelation zwischen den Credit-Spreads der Südländer und den TARGET2-Salden begründet. Zum anderen wird darauf hingewiesen, dass die TARGET2-Problematik das Potential einer Währungskrise beinhaltet.

#### **Frage 11**

*Wie beurteilen Sie den Einfluss der Tiefzinspolitik der EZB auf das Verschuldensverhalten der GIIPSZ-Staaten?*

#### **Antwort Klaiber**

Zurzeit verlangt die EZB 0.75 % für die TARGET2-Kredite. Das sind für die griechischen, portugiesischen und spanischen Banken sehr attraktive Konditionen. Somit können sich die Banken relativ günstig refinanzieren. Insofern ist diese Tiefzinspolitik für diese Länder nicht adäquat, sprich diese TARGET2-Kredite werden nicht risikogerecht verzinst. Eine deutsche oder niederländische Bank muss gleich viel bezahlen, wie eine griechische. Müssten die Salden risikogerecht verzinst werden, könnte sich die griechische Bank das Geld auf dem Kapitalmarkt beschaffen, somit würden auch keine TARGET2-Salden entstehen. Dies könnte ein Lösungsvorschlag sein.

#### **Antwort Reichherter**

Die Nachfrage griechischer Bewohner oder Unternehmer dürfte sich trotz dieser billigen Zinsen in Grenzen halten. Erstens ist die Kreditvergabebereitschaft der griechischen Banken trotz Niedrigzinspolitik nicht so fein, da ihnen aufgrund der Kapitalflucht ein Teil ihrer Bilanz weggebrochen ist. Daher müsste ihre Bilanz eigentlich schrumpfen. Und auf der anderen Seite, wenn ich aus privater Sicht als Grieche keinen Beruf mehr habe, kann ich auch keinen Kredit bedienen. Aus Unternehmersicht, wenn ich keine wirtschaftlichen Perspektiven habe, nehme ich keinen Kredit auf. Das Argument von Herrn Sinn ist nicht ganz unberechtigt, aber aufgrund dessen, was ich gerade gesagt habe, bin ich nicht sicher, ob diese Problematik überhaupt besteht. Also wenn das Geld billig ist, aber keiner will es oder wenn ich es gar nicht kriege, dann bringt das ja alles nichts.

#### **Antwort May**

Nach meiner Einschätzung ist die Antwort ziemlich eindeutig, denn hier liegt eines der Hauptprobleme. Was die Tiefzinspolitik im Moment bewirkt ist, dass der Zins als Lenkungsmechanismus für den Kapitalmarkt überhaupt keine Rolle mehr spielt. Das heisst, eine Zinsspreizung, die wir vor Einführung des Euros hatten, die wird nicht mehr akzeptiert durch diese Zinspolitik. Sie wird als Werk böser Spekulanten interpretiert und auf dieser Grundlage wird dann im Grunde das Eingreifen der Zentralbanken oder der EZB legitimiert.

#### **Fazit Frage 11**

Der Tenor ist, dass die Tiefzinspolitik das Hauptproblem der Entstehung der TARGET2-Salden darstellt. Dies ist damit zu begründen, weil eine risikogewichtete Verzinsung der Schulden fehlt und dadurch der Lenkungsmechanismus am Kapitalmarkt keine Rolle mehr spielt. Hingegen schätzt einer der Experten dies nicht als allzu problematisch ein, da die Banken eine restriktivere Kreditpolitik fahren.

## **Kategorie 4: Diverse Szenarien**

### **Frage 12**

*Wie beurteilen Sie die hinterlegten Sicherheiten (Pfänder) bezüglich der TARGET2-Verpflichtungen bei einem Ausscheiden von Griechenland aus dem Euro?*

#### **Antwort Klaiber**

Im Falle, dass Griechenland aus dem Euro austritt, ist mit hoher Wahrscheinlichkeit ein Staatsbankrott ebenso denkbar. Dies wiederum würde zu hohen Abschlägen auf griechische Staatsschulden führen. In Anbetracht dessen, dass die Sicherheiten griechischer Banken vor allem griechische Staatspapiere sind, wären diese nur noch ein Bruchteil vom Nominalwert, meist 50 % oder noch viel weniger. Denn es ist absolut interdependent, wenn ein Land Pleite geht, sind auch die Sicherheiten, die von den Geschäftsbanken hinterlegt wurden, fast nichts mehr wert. Die Geschäftsbanken haben sehr oft hauptsächlich Staatsanleihen des eigenen Staates in den Büchern. Dieser „Home-Buyer“-Effekt hat sich im Zuge der Krise noch verstärkt. Die guten Länder haben das Kapital zurückgeführt und die anderen mussten sich irgendwie vor Ort finanzieren und haben ausländische Staatspapiere verkauft. Dieser bis 2010 vorhandene Diversifikationseffekt ist eher wieder zurückgegangen.

#### **Antwort Reicherter**

Die Sicherheiten stellen ein riesen Problem dar. Die Liquidität, die sich die griechischen Banken besorgt haben, dürften unter sehr zweifelhaften Sicherheiten erfolgt sein. In erster Linie dürften es griechische Staatspapiere sein. Im Endeffekt können die Sicherheiten, die den Forderungen von Deutschland gegenüber stehen, komplett abgeschrieben werden. Die griechischen Geschäftsbanken haben sich das Geld wahrscheinlich zu einem grossen Teil mit griechischen Staatsanleihen besorgt und wenn Griechenland austritt, sind die auch nichts mehr wert.

#### **Antwort May**

Hier haben wir zwei Probleme. Einerseits hat die EZB die Anforderungen an die hinterlegten Sicherheiten dramatisch abgesenkt und für irgendwelche Staatsanleihen völlig ausgesetzt. Das heisst, es gibt im Grunde keine Qualitätsanforderungen mehr an die Wertpapiere, die gegen die Ausgabe von Zentralbankgeld im Rahmen des TARGET2-Systems hinterlegt werden müssen. Der zweite Punkt ist, dass es für mich unklar ist, zu welchen Werten diese Sicherheiten akzeptiert werden. Ich habe ja nur die Information, dass die EZB eine Art Sicherheitsabschlag machen würde. Ich bin aber nicht sicher, ob sie diese Sicherheiten zu Marktwerten in die Bücher nimmt und dass lässt mich befürchten, dass im Falle eines Austrittes Griechenlands die letztlich wertlos sind.

#### **Fazit Frage 12**

Der allgemeine Tenor lautet, dass die Senkung der Bonitätsanforderungen bei der Liquiditätsaufnahme ein Riesenproblem darstellt. So werden die bei der Zentralbank hinterlegten Sicherheiten stark angezweifelt bzw. als toxisch bezeichnet. Im Wesentlichen werden die fast ausschliesslich mittels griechischen Staatsanleihen hinterlegten Sicherheiten kritisiert und dass bei einem Austritt diese wertlos wären.

### **Frage 13**

*Wie schätzen Sie die Auswirkungen eines Austrittes Griechenlands für Griechenland und die EU ein?*

#### **Antwort Klaiber**

Das wichtigste Argument, dass in dieser Debatte oft gebracht wird, ist, dass Griechenland eine deutliche Abwertung des Kosten- und Lohnniveaus benötigt, um wieder wettbewerbsfähig zu werden. Das sehe ich etwas skeptischer, da mir nicht allzu viele weltbekannte Exportprodukte bekannt sind. Kurzfristig sehe ich die Auswirkungen für Griechenland aber sehr negativ. Wie auch Herr Sinn bezweifle ich, dass Griechenland über 10 oder 20 Jahre permanent eine um zwei bis drei Prozent geringere Inflationsrate im Vergleich zu Resteuropa aufweisen kann, um wieder auf ein wettbewerbsfähiges Niveau zu kommen. Ein Austritt von Griechenland wäre kurzfristig die schmerzhaftere Methode, aber langfristig die wahrscheinlich erfolgsversprechendere. Das heisst, dass sie nur aus der Währungsunion und nicht aus der EU austreten würden. Das zweite Problem ist, dass die Staatsverschuldung von Griechenland in Euro ist. Da die neue Währung dann sicherlich viel tiefer bewertet sein würde, würden sich die Staatsschulden in Bezug auf das Bruttosozialprodukt noch stärker erhöhen. Das hätte höchstwahrscheinlich einen Staatsbankrott zur Folge und damit müssten auch die TARGET2-Forderungen gegenüber den Griechen anteilig von allen andern Ländern abgeschrieben werden.

#### **Antwort Reicherter**

Ich glaube das Thema ist durch, da von politischer Seite her mehr als klar gemacht wurde, dass man alles macht, um Griechenland in der Eurozone zu behalten. Im Hinblick auf die Kosten bei uns in der Bank hat sich die Meinung durchgesetzt, dass nach dem Schuldenschnitt ein Austritt Griechenlands verkraftbar gewesen wäre, auch wenn es einen Haufen Geld gekostet hätte. Allerdings muss man sagen, was hätte Griechenland eigentlich gewonnen bei einem Austritt. Weil im Endeffekt hätten sie eine Währung einführen müssen, die sich stark abgewertet hätte, die Staatsschulden wären aber in Euro geblieben. Somit wäre es noch schwieriger gewesen, die Schulden zurück zu zahlen. Ein Austritt hätte im Endeffekt aufgrund der Abwertung der eigenen Währung eine Hyperinflation bedeutet. Dementsprechend wäre der tägliche Gebrauch an Waren extrem teurer geworden und dies hätte für die Bevölkerung harte Einschnitte zur Folge gehabt. Die Wettbewerbsfähigkeit wäre einerseits sicherlich stark gestiegen, andererseits ist Griechenland nicht gerade eine Exportnation. Aber wie gesagt, man wollte Griechenland in der Eurozone behalten und tut nun alles dafür.

#### **Antwort May**

Ich glaube, für die Europäische Währungsunion wäre das ohne weiteres verkraftbar gewesen. Ich glaube, dass in den Publikationen einschlägiger Kreise die Auswirkungen dramatisch übertrieben werden. Das kann man auch am Fall Zypern sehen, was ja nun wirklich ein Winzling ist und selbst der sollte jetzt schon eine solche Krise verursachen können. Für Griechenland wäre es aus meiner Sicht ein wahrer Segen, denn die Griechen hätten endlich die Möglichkeit die Reset-Taste einer Währungsabwertung zu drücken und auf diese Weise ihre Wirtschaft wieder auf die Beine zu bekommen.

### **Fazit Frage 13**

Es ist eine eindeutige Meinung der drei Experten unter zweierlei Aspekten erkennbar. Zum einen wäre ein Austritt von Griechenland aus der EU finanziell verkraftbar gewesen. Zum anderen wäre dieser Austritt für Griechenland eine Chance ihre verlorene Wettbewerbsfähigkeit erneut aufzubauen. Zwei Experten glauben, dass

dies die griechische Bevölkerung hart getroffen hätte und dass die Schulden, die in Euro geblieben wären, noch schwerer auf Griechenland gelastet hätten. Ein Experte fügt noch hinzu, dass dies zu einem Staatskonkurs geführt hätte, sieht einen Austritt allerdings langfristig als erfolgsversprechende Variante. Dem entgegengesetzt äussert sich eine Stimme, dass Griechenland keine Exportnation ist und deshalb wäre es keine gute Alternative Griechenland austreten zu lassen.

#### **Frage 14**

*Können Sie sich einen EU-Austritt eines der anderen GIIPSZ-Länder vorstellen?*

#### **Antwort Klaiber**

Ganz aus der EU raus eher nicht. Ich könnte mir jedoch vorstellen, dass wenn eine sehr populistische agierende Partei an die Macht käme, die das dann durchziehen würde. Das kann ich mir aber höchstens bei Griechenland vorstellen. Griechenland erhält seit Jahren Subventionen von Brüssel. Daher ist die EU gar nicht das Problem für Griechenland, sondern der für Griechenland viel zu teure Euro. Was ich mir aber vorstellen kann, wäre eher ein Austritt eines Land auf der anderen Seite, also eines der positiven Risiken. Nicht dass ich es irgendwie erwarte, aber Finnland wäre für mich so ein Kandidat, die sagen, wir treten aus dem Euro aus, bleiben aber in der EU. Vorstellbar ist vieles, aber ich denke nicht, dass eines der GIIPSZ-Länder austreten wird. Vielleicht aus dem Euro ja, aber nicht aus der EU.

#### **Antwort Reicherter**

Ehrlich gesagt nein. Weil, wie gesagt, dieses Währungsproblem das grösste Problem ist. Sobald ich raus gehe und prinzipiell schwach dastehe, droht meiner neuen Währung im Endeffekt eine deutliche Abwertung und Schuldenberg bleibt ja in harten Euros und das würde es mir noch schwerer machen. Ausserdem tut Europa fast alles dafür, diese Länder unter den Rettungsschirm zu stellen. Ich wäre ja doof, wenn ich austreten würde - was kann ich gewinnen?

#### **Antwort May**

Leider ja, ich denke, dass grundsätzlich alle Länder, welche nicht in der Lage sind ihre Wettbewerbsfähigkeit nachhaltig aus eigener Kraft wiederherzustellen, dass all diese Länder potentielle Austrittskandidaten sind. Die Gelehrten streiten sich auch schon darüber, welche das sind. Ich denke es sind in jedem Fall Griechenland und Portugal, allenfalls auch Irland. Irland ist auf gutem Wege, aber noch nicht über dem Berg. Ich sehe auch nach wie vor Probleme mit Spanien und Frankreich. Das muss nicht gerade bedeuten, dass Frankreich ein Austrittskandidat ist, aber Frankreich hat grosse Probleme mit der Wettbewerbsfähigkeit und müsste die Kosten um 20 % senken um wieder mit Deutschland mithalten zu können. Ich würde mich nicht auf einzelne Länder fokussieren, sondern Faktum ist, das Land muss langfristig in der Lage sein seine Wettbewerbsfähigkeit aus eigener Kraft wieder herzustellen.

#### **Fazit Frage 14**

Hierbei sind sehr heterogene Aussagen festzustellen. Der eine Experte kann sich nicht vorstellen, dass eines dieser Länder aus der EU austreten wird, da Europa alles dem entgegenzuwirken unternimmt. Ein weiterer Experte ist eher skeptisch im Hinblick auf, dass eines der GIIPSZ-Länder aus der EU austreten wird. Im Falle, dass eine sehr populistisch agierende Partei in Griechenland an die Macht käme, ist ein Austritt eher vorstellbar.

Vielmehr erdenklich ist, dass Finnland aus dem Euro, aber nicht aus der EU austritt. Letztlich kommt für den anderen Experten jedes Land als Austrittskandidat in Frage, welches nicht aus eigenen Kräften die Wettbewerbsfähigkeit wieder herstellen kann.

#### **Frage 15**

*Ist ein Zusammenbruch des Euros für Sie denkbar? Was wären die Folgen?*

#### **Antwort Klaiber**

Ein Zusammenbruch des Euros in der jetzigen Form ist durchaus denkbar, das wäre aber bei einem einseitigen Austritt von Finnland schon der Fall. Einen Zusammenbruch des ganzen Gebildes sehe ich in absehbarer Zeit von drei bis fünf Jahren nicht. Ein kompletter Zusammenbruch würde man im Vorfeld sehen, wenn sich die Positionen zwischen Frankreich und Deutschland versteifen. Dies könnte der Fall sein, wenn der Nachfolger von Angela Merkel noch eine härtere Politik fahren würde und der Nachfolger von François Hollande noch mehr versucht seine These umzusetzen. Vorstellbar ist es, dass es komplett auseinander bricht, aber jetzt auf absehbare Zeit bei dieser politischen Gemengelage tendenziell nein.

#### **Antwort Reicherter**

Ehrlich gesagt nein. Im Moment wird von politischer Seite alles getan, um das Konstrukt am Leben zu erhalten. Dieses Konstrukt ist sicherlich sehr sinnvoll, insbesondere die deutsche Wirtschaft hat durch die Einführung des Euros profitiert, aber auch den anderen Eurostaaten hat das Wohlstand gebracht. Ich glaube, auch dieses Problem wird zwischenzeitlich vom Finanzmarkt nicht mehr gesehen. Aufgrund des Stabilitätspaktes, den man machen will, wird da auch ein bisschen Vertrauen zurück gewonnen. Der Markt geht zwischenzeitlich auch ein bisschen davon aus, dass wir die Kurve kriegen.

#### **Antwort May**

Ich halte es für absolut denkbar. Es wäre nicht die erste gemeinsame Währung, die auseinander bricht. Die aktuelle Problematik im TARGET-Saldenbereich ist von seiner Struktur her vergleichbar mit der Situation, die wir vor 1973 vor dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems hatten. Somit könnte ich mir vorstellen, dass die TARGET2-Saldenproblematik vielleicht in Kombination mit einem anderen Ereignis das gesamte System tatsächlich zum Kollabieren bringen kann. Es fehlt uns noch die Phantasie, was so ein auslösender Moment, so ein Triggerereignis, sein könnte. Denken Sie an Ereignisse, wie dass Japan massive Abwertung des Yens in Kauf nimmt oder denken Sie nur an die potentielle Abstimmung für den Verbleib in der Eurozone in Grossbritannien. All das können solch auslösende Momente sein, insofern kann ich es mir durchaus vorstellen.

Ich denke, die Konsequenzen wären gar nicht so schlimm, wie man aus interessierten Kreisen hört. Denn die gemeinsame Währung ist zunächst eine rein technische Angelegenheit mit der der Zahlungsverkehr erleichtert wird. Ich sehe keinen Grund, diese gemeinsame Währung politisch so dramatisch zu überhöhen, wie das von der deutschen Politik mit Sätzen wie "scheitert der Euro, scheitert Europa" geschieht. Das ist ein ganz, ganz schlimmer Satz. Denn die Zusammenarbeit, der gemeinsame Handel, die gemeinsamen Aufgaben der Grenzen und Frieden innerhalb Europas hängt nicht notwendigerweise an einer gemeinsamen Währung.



### **Fazit Frage 15**

Die Meinungsäusserungen sind verschieden. Der eine Experte geht davon aus, dass das heutige System in seiner Art auseinanderbrechen könnte, wenn Finnland austreten würde. Ferner sind sich zwei Experten unter dem Aspekt einig, dass der Zusammenbruch des ganzen Systems unwahrscheinlich ist, da die Politik zu stark an diesem Konstrukt festhält. Hingegen ist für den einen Experten durch die TARGET2-Problematik in Kombination mit einem anderen Ereignis die Möglichkeit eines Auseinanderbrechens des Systems gegeben.

### **Frage 16**

*Halten Sie es für möglich, dass sich die EU in ein Süd- und einen Nordstaat aufteilen und auch je eine Währung (Nordo/Südo) einführen würden?*

#### **Antwort Klaiber**

Ich halte den Übergang von einem Währungssystem in ein anderes immer für ein grosses Wagnis und insbesondere in dem Zusammenhang mit TARGET2-Salden im Hintergrund. Hier müsste eine Lösung gefunden werden. Im Sinne einer schnellen Rehabilitierung von den Südländern, dass sie wieder wettbewerbsfähig sind, wäre es wahrscheinlich eine gute Lösung. Aber es wäre politisch nicht durchsetzbar und im Endeffekt müssten alle zustimmen. Und der Punkt ist immer, wo sortiert man dann Grenzfälle wie Frankreich oder Österreich ein. Das ist relativ schwierig und an solchen Ländern kann es dann scheitern, weil der eine lieber bei den Einen oder eben bei den Anderen sein möchte und dann bleibt es beim Status quo.

#### **Antwort Reichherter**

Ehrlich gesagt halte ich nichts davon. Angenommen Deutschland würde aus der Eurozone austreten, würde eine neue D-Mark einführen, die sich massiv aufwerten würde gegenüber dem Euro. Dies würde die exportlastige Wirtschaft im Endeffekt stark beeinträchtigen. Also ein Aufspalten der Eurozone in einen gesunden und einen kranken Teil würde nicht funktionieren.

#### **Antwort May**

Nein, das halte ich ehrlich gesagt nicht für möglich. Ich könnte mir allenfalls noch einen Nordeuro vorstellen, aber einen Südeuro halte ich für in sich nicht stabil. Bevor ich mir ein Szenario vorstellen kann, in dem wir eine Spaltung in Nordeuro und Südeuro haben, glaube ich, dass das Gesamtsystem zusammenbricht. Also der wesentliche Aspekt meiner Antwort ist, dass der Nordeuro eine gewisse Stabilität hätte, aber den Südeuro würde ich als intrinsisch instabil beurteilen.

### **Fazit Frage 16**

Keiner der drei Experten hält die Aufteilung für möglich. Der eine Experte begründet dies damit, dass ein politischer Konsens fehlt, erachtet jedoch dieses Vorgehen für die Wettbewerbsfähigkeit der Südländer als vorteilhaft. Weiter wird das Problem vor allem bei Deutschland gesehen, deren heimische Währung würde sich so stark aufwerten, dass sie an Wettbewerbsfähigkeit verlieren würde. Letztlich wird bei dieser Variante der Nordeuro grundsätzlich als stabil und der Südeuro als instabil gewertet.

### **Frage 17**

*Sehen Sie die Schaffung einer Sonderwirtschaftszone in Griechenland als Chance für die griechische Wirtschaft?*

#### **Antwort Klaiber**

Die Schaffung einer Sonderwirtschaftszone finde ich, ist keine Chance für die griechische Wirtschaft. Günstigere und bessere Bedingungen könnte Griechenland von heute auf morgen schaffen, indem sie die Bürokratie abschaffen oder zumindest reformieren würden. Die Sonderwirtschaftszone wäre dann ein gutes Programm, wenn es von der griechischen Regierung inszeniert werden würde, aber das Problem ist immer, wo fängt eine solche Zone an und wo hört sie auf. Irland hat es geschafft jahrelang über günstige Steuern weltweit Firmen anzuziehen. So etwas kann ich mir in Griechenland auch vorstellen, aber dann muss das überzeugend von der heimischen Regierung kommen. Nur ein Teil von Griechenland als Sonderwirtschaftszone, dass sehe ich nicht und ganz Griechenland, dann ist es keine Sonderwirtschaftszone mehr.

#### **Antwort Reicherter**

Es gibt verschiedene Szenarien wie die griechische Wirtschaft wieder auf die Beine zu bekommen ist. Das Problem ist, was hat das Land eigentlich zu bieten, was produziert es, was ich unbedingt gebrauchen kann. Folglich müssten zuerst Unternehmen mit billigen Steuern angelockt werden. Die Frage stellt sich aber, ob die Infrastruktur in Ordnung ist und ob ich dort geeignete Arbeitskräfte finden werde und vor allem welchen Standortvorteil bietet Griechenland für meine Handelswege. Leider sehe ich hier keine grossen Standortvorteile, selbst wenn es super günstige Steuern gibt, müssen auch andere Faktoren stimmen. Ich weiss nicht, ob das erfolgreich sein könnte, aber Denkverbote soll es nicht geben.

#### **Antwort May**

Das halte ich für ein reines Planspiel, was man natürlich am grünen Tisch anstellen kann, was aber nie und nimmer in der Praxis funktionieren wird.

### **Fazit Frage 17**

Keiner der Experten kann sich eine Sonderwirtschaftszone für Griechenland vorstellen. Der eine sieht die Problematik hauptsächlich in der Bürokratie, sprich Griechenland könnte die Bürokratie von heute auf morgen reduzieren, um ausländische Firmen anzuziehen. Er könnte sich allerdings eine Sonderwirtschaftszone für ganz Griechenland vorstellen, nur wäre es dann keine Zone mehr, um Firmen mit günstigen Steuern anzulocken, so wie es Irland erfolgreich getan hat. Hingegen äussert sich ein weiterer Experte dazu, dass Steuervorteile alleine nicht ausreichend sind, er sieht die Probleme beim Fehlen von Standortvorteilen. Letztlich hält ein Experte die Gründung einer Sonderwirtschaftszone als ein Planspiel, das in der Praxis nie funktionieren würde.

### **Frage 18**

*Finnland könnte sich vorstellen auch ohne den Euro zu leben. Wie wahrscheinlich halten Sie einen Austritt von Finnland und was wären die Konsequenzen?*

#### **Antwort Klaiber**

Der Konsens in Finnland ist noch so, dass man da dabeibleibt und wenn ich das richtig verstanden habe, ist es im Endeffekt eine Partei, die jetzt diese Karte sehr stark spielt. Falls ein Land wirklich in den nächsten fünf Jahren

austritt, halte ich es für am wahrscheinlichsten, dass dies Finnland ist. Am zweit wahrscheinlichsten wäre es, dass für Griechenland Anreize geschaffen werden, damit sie letztlich freiwillig gehen. Ich denke, dass spätestens in zwei Jahren wieder eine neue Krise aufflackern wird, weil in den Südländer die Strukturreformen fehlen. Hierbei kann ich mir vorstellen, dass es dadurch nochmals zu einer verschärfteren Krise kommen wird, bei der die ersten happigen Zahlungen auf Deutschland, Finnland, Luxembourg und Frankreich zukommen würden. Dann könnte ich es mir vorstellen, dass eine politische Bewegung ein bisschen Dynamik gewinnt und dass sich innerhalb von ein, zwei Jahren so ein Austrittsszenario entwickeln könnte. Aber die Wahrscheinlichkeit halte ich für vielleicht 20 bis 30 %, dass es passiert.

#### **Antwort Reicherter**

Ich kenne die finnische Wirtschaftsstruktur nicht so sonderlich im Detail. Ich weiss jetzt auch nicht, ob die jetzt besonders viel exportieren oder importieren, aber eben man hat hier das gleiche Problem. Finnland hat mit die besten Zahlen im Hinblick auf die Staatsverschuldung und die Gesundheit der Staatsfinanzen. Also sollten sie eine eigene Währung einführen, hätten sie sicher auch das Problem, dass sich ihre Währung gegenüber dem Rest von Europa aufwerten würde, was die Exportwirtschaft belasten würde, aber wie gesagt, da fehlt mir jetzt ein bisschen die Expertise, was die finnische Wirtschaft überhaupt für eine Struktur hat. Aber ehrlich gesagt, glaube ich nicht.

#### **Antwort May**

Ich muss ehrlich sagen, das ist eine Aussage, die ich aus dem Munde eines deutschen Politikers auch mal vermisste, dass er sagt, wir können auch ohne den Euro überleben. In Deutschland wird es ja immer nur als riesen Katastrophe dargestellt und dann geht die ganze Welt unter und darum muss sie von uns gerettet werden. Also wenn die Finnen sagen, sie können auch ohne den Euro überlegen, dann ist das überhaupt keine schlimme Aussage. Wie gross nun die Wahrscheinlichkeit ist, dass Finnland austritt, kann ich nicht beurteilen. Was ich mir aber vorstellen könnte, ist, dass ein Austritt Finnlands für eine grössere Krise innerhalb der Eurozone eine Art auslösender Moment sein könnte. Denn bedenkt man diese Symbolwirkung, die es hätte, wenn ein Land, welches zu den Geberländern gehört oder zu den Nettoforderungsinhabern im Rahmen des TARGET2-Systems, plötzlich sagen würde, wir gehen raus. Also den Haupteffekt würde ich eher auf der symbolischen Ebene sehen, weniger auf der ökonomischen Ebene.

#### **Fazit Frage 18**

Es herrscht Konsens unter den Experten, dass sie nicht ernsthaft an einen Austritt von Finnland glauben. Für den einen ist es zwar innerhalb den nächsten fünf Jahren am ehesten denkbar, dass nebst allen anderen Kandidaten Finnland austreten würde. Ein weiterer kennt zwar die wirtschaftliche Situation nicht im Detail, begründet allerdings mit der wahrscheinlichen Aufwertung der neuen Währung für die Finnen. Letztlich findet der eine es gut, dass man die Möglichkeit mal in Betracht zieht, glaubt aber nicht daran. Das Problem würde er in der symbolischen Wirkung sehen.

### **Frage 19**

*Wie würden sich ein Ausscheiden von Griechenland und ein Ausscheiden von Finnland auf das ganze System unterscheiden?*

#### **Antwort Klaiber**

Der Kernunterschied ist, dass wenn Finnland ausscheidet, ein guter Beitragszahler weg ist, wenn Griechenland ausscheidet ist ein negativer Beitragszahler weg. Griechenland hat keine 3 % der Wirtschaftskraft der Eurozone, Finnland ist in dem Bereich um die 3 %, das ist ein dreissigstel des gesamten Kuchens. Finanziell würde das nicht so Auswirkungen haben. Entscheidender ist, dass der Signaleffekt dadurch ausgehen würde. Was passiert dann in Deutschland, wenn in Finnland wirklich der Weg eingeschritten wird. Möglicherweise gibt es dann auch in Deutschland so eine politische Bewegung, die in diese Richtung geht und wenn Deutschland diesen Weg machen würde, dann kippt das ganze Gebilde auseinander.

#### **Antwort Reicherter**

Das Szenario mit Finnland würde ich ausblenden. Aber bei Griechenland war halt wirklich das Problem, dass man sehr viel Angst vor diesen Ansteckungseffekten hat, wenn sie austreten oder rausgeschmissen werden. Wenn das nächste Eurozoneland überlegt auszusteigen, hätte das natürlich stark negative Folgen auf die gehandelten Staatsanleihen und deren Renditen würden deutlich in die Höhen getrieben. Da wäre es durchaus nicht auszuschliessen gewesen, dass es zu einer Ansteckung gekommen wäre und dass am Markt dieses Szenario durchgespielt werden könnte. Bei Finnland muss ich zugeben, da hätte ich die Diskussion gar nicht so am Markt mitgekriegt. Man hat sich immer auf die schwache Seite der Eurozone fokussiert und weniger auf die starke Seite.

#### **Antwort May**

Rein technisch und ökonomisch gesehen, müsste es sich überhaupt nicht auswirken. Dazu sind beide Länder im Grunde zu klein. Vergleicht man die Bruttoinlandprodukte im Verhältnis mit dem Bruttoinlandprodukt der gesamten Eurozone, dann ist festzustellen, dass sind lächerliche Summen. Der entscheidende Punkt ist, dass ein Austritt beider Länder, an beiden Enden sozusagen, auf der TARGET-Forderungsseite und auf der TARGET-Schuldnerseite, mit die beiden extremsten Länder, wenn eines oder beide austreten würden, hätte es eine unheimlich grosse Symbolkraft, sodass der Euro daran durchaus zerbrechen könnte.

### **Fazit Frage 19**

Der eine Experte blendet das Szenario von einem Austritt Finnlands aus. Jedoch sind sich alle drei darüber einig, dass die finanziellen Folgen, ungeachtet ob der positive oder negative Beitragszahler austreten würden, für die EU verkraftbar wären. Es liegt eine Einstimmigkeit in Bezug auf die problematische Symbolwirkung vor. Beim Austritt von Finnland wäre das Problem, dass dann allenfalls in Deutschland ähnliche politische Bewegungen aufkämen und dass bei einem Austritt Deutschlands das System zusammenbricht. Wiederum wird auch eher eine Ansteckungsgefahr gesehen, wenn Griechenland austritt. Letztlich geht man davon aus, dass, egal welches der beiden Länder austreten würde, das System zusammenbrechen könnte.

## **Kategorie 5: Diverse Lösungsansätze**

### **Frage 20**

*Was sind für Sie denkbare Lösungsansätze um die TARGET2-Problematik zu beheben?*

#### **Antwort Klaiber**

1. Der Preis für die Liquiditätsbeschaffung könnte mittels einem Strafzins oder einem risikoadjustiertem Zins, beeinflusst werden.
2. Man kann die Sicherheiten unterschiedlich bewerten, sprich grössere Abschläge vornehmen und nur noch gewisse Ratings zulassen, aber das wurde in den letzten Jahren eher lockerer gemacht und nicht fester.
3. Das Entscheidende ist, dass man ein Zahlungsverkehrssystem hat, dass periodisch ausgeglichen werden muss. Ferner darf es innerhalb von diesen Perioden nicht mehr möglich sein, die Salden ins Unendliche steigen zu lassen. Es werden ganz klare Beschränkungen und ein Ausgleichsmechanismus benötigt. Das hätte natürlich einen kleinen Effizienzverlust bei solch einem Zahlungssystem, welches sich über mehrere souveräne Notenbanken erstreckt, zur Folge.

#### **Antwort Reicherter**

1. Im Endeffekt Vertrauen fassen. Die Politik hat sich darauf verständigt, zukünftig verstärkt auf ausgeglichene Haushalte zu achten und hat Reformen in den einzelnen Ländern angestossen, um so die Wirtschaft wieder anzukurbeln. Das hat zwischenzeitlich wieder dazu geführt, dass die Einlagen bei den Banken in den Peripheriestaaten wieder ein wenig zugenommen haben und zum Teil, dass sich die TARGET2-Forderung der Bundesbank auch wieder zurück gebildet haben.
2. Was man aus der Krise lernen sollte, ist diese Geschichte mit dieser Besicherung. Also ob diese EZB-Kredite vielleicht zu leichtfertig vergeben wurden und dieser Sicherheiten-Katalog einfach zu locker ist.
3. Es gibt schon Stellschrauben, mit denen man ein Land und die Banken sicherer machen kann, in dem man die Kapitalanforderungen hochfährt. Da hat man schon was daraus gelernt, aber das ist ein Prozess der dauert an.

#### **Antwort May**

Wir müssen dafür sorgen, dass dieses System nicht weiter zur Kapitalflucht und zur Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite benutzt werden kann. Das bedeutet, man sollte als Minimummassnahme etwas einführen, was auch die Amerikaner in ihrem Zahlungssystem haben. Die Amerikaner fordern, dass im April jeden Jahres diese Distriktnotenbanken ihre Schulden gegenüber dem Federal-Reserve-System durch den Verkauf marktgängiger Wertpapiere zu Marktpreisen ausgleichen. Also wenn wir das fordern würden, dann wäre zumindest sichergestellt, dass nicht weiter ungewollt Kredite über dieses TARGET-System gezogen werden.

### **Fazit Frage 20**

Die von den Experten geschilderten Lösungsansätze sind in fünf Themenbereiche zu gliedern. Als erstes könnten Strafzinsen oder risikoadjustierte Zinsen auf die TARGET2-Schulden eingeführt werden. Zweitens werden hauptsächlich die schlechtbesicherten Pfänder kritisiert, weshalb empfohlen wird die Sicherheiten

unterschiedlich zu bewerten und vor allem bei den schlechteren grössere Abschläge auf die Staatsanleihen vorzunehmen. Des Weiteren wäre es sinnvoll nur noch gewisse Ratings, wie ursprünglich, zu akzeptieren. Der dritte Vorschlag ist es, die TARGET2-Salden periodisch auszugleichen, ähnlich wie beim Zahlungsverkehrssystem in Amerika. (Bemerkung: Dieses US-System wurde in dieser Arbeit nicht näher beleuchtet, da der Fokus auf andere Handlungsempfehlungen gesetzt wurde, um das Problem bei der Entstehung anzugehen.) Vor allem sollen Regeln definiert werden, damit die Salden nicht mehr ins Unendliche steigen können. Nicht zuletzt soll wieder Vertrauen gefasst werden, sprich man soll der Politik und den Reformen mehr Vertrauen schenken. Beispielsweise soll die Stabilität der Peripherieländer wieder aufgebaut werden, indem die Kapitalanforderungen an die Banken erhöht werden. Diese Entwicklung ist bereits im Gange, weshalb die TARGET2-Salden sich auch rückläufig entwickeln.

TARGET2 – ein wandelndes Pulverfass?

Risiken und Gefahren des EU-Zentralbankensystems

Karadzic, P.; Keller, A.

2014, XII, 103 S. 22 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-06063-3