



Dr. Martin W. Hüfner
Chief Economist

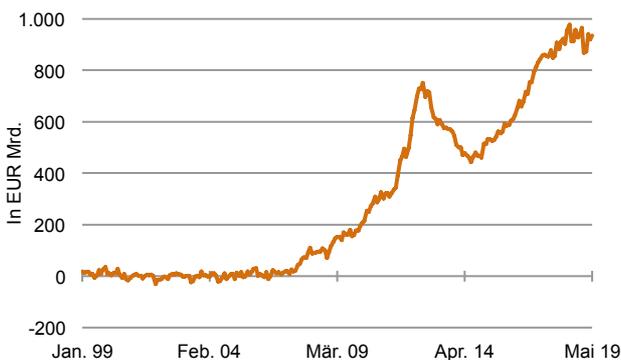
- Um die Target-Salden im Euro ist es ruhiger geworden. Zwar sind sie höher als zu den schlimmsten Zeiten der Krise, aber kaum jemand redet mehr davon.
- Entscheidend dafür ist, dass Vertrauen in die Währungsunion zurückgekehrt ist. Banken sind wieder bereit, sich grenzüberschreitend Kredit zu geben.
- Es ist zu befürchten, dass die Target-Salden wieder ansteigen – allerdings aus einem anderen Grund als bisher und mit anderen Folgen.

Wenn es keine Skandale gibt, wird es langweilig. Die Target-Salden der Bundesbank waren lange Zeit das "Enfant Terrible" des Euros. Was wurde nicht alles darüber geschrieben? Sie seien der Sprengsatz, der die Währungsunion zum Scheitern bringen werde. Sie führten zur Verarmung Deutschlands, weil die südeuropäischen Partner immer mehr Geld haben wollten. Deutschland ginge pleite, wenn Italien aus dem Euro ausscheiden würde, etc.

Und plötzlich ist der Spuk vorbei. Die Target-Salden sind heute zwar höher als zu den schlimmsten Zeiten der Krise. Aber mit einem Mal redet kaum jemand mehr davon (außer notorische Kritiker des Euros). Die F.A.Z berichtet nur noch selten von den neuen Zahlen. Irgendetwas muss da anders gelaufen sein, als sich das die Kassandra vorgestellt hatten. Ist es auch. Allerdings haben es die wenigsten bemerkt.

IST DER SPUK BALD VORBEI?

Target-Salden der Bundesbank



Quelle: Bundesbank

Zur Erinnerung: Target (genauer Target 2) ist eines der größten Zahlungsverkehrssysteme der Welt. Es wickelt täglich (!) Überweisungen im Wert von EUR 1.700 Mrd. innerhalb der europäischen Währungsunion ab. Zu größeren Pannen ist es dabei bisher nicht gekommen.

Wie bei jedem Clearing-System entstehen bei der Abwicklung der Zahlungen Salden, zum Beispiel wenn eine Bank an einem Tag mehr Zahlungen an das Ausland leistet als

sie empfängt. Normalerweise gleichen sich solche Salden über die Zeit aus. Das war in den ersten zehn Jahren der Währungsunion auch regelmäßig der Fall. Die Salden waren null (siehe Grafik).

»Die neuen Target-Salden sind etwas ganz anderes.«

Problematisch wurde es erst mit der großen Finanz- und Eurokrise. Da trauten sich die Banken gegenseitig nicht mehr über den Weg. Sie wollten auch vorübergehende Salden nicht mehr in ihren Büchern halten. Wenn es einen Saldo gab, wurde er sofort an die Notenbanken weitergereicht. Das war die Geburtsstunde der Target-Salden der Bundesbank. Sie sind also Ausdruck des Misstrauens zwischen den Banken in der Währungsunion. Sie sind ein Krisenindikator. Seit 2007 sind sie auf fast EUR 1.000 Mrd. gestiegen.

Das ist es, wovor die Menschen Angst haben: Ein riesiger Schuldenberg, der wohl nie wieder abgebaut wird. Der guten Ordnung halber muss man freilich hinzufügen, dass es in letzter Zeit noch einen anderen Grund für die Target-Salden gab. Das waren die Wertpapierkäufe der EZB. Durch die Art ihrer technischen Abwicklung entstehen ebenfalls Salden in Target 2. Das Kaufprogramm ist aber im vorigen Jahr ausgelaufen. Von dieser Seite gibt es also heute kein Störfeuer mehr.

Jetzt kommt die gute Nachricht. Auch die auf dem Misstrauen beruhenden Target-Salden erhöhen sich nicht mehr. Die Banken sind wieder bereit, sich gegenseitig Kredit zu gewähren. Wenn ein Saldo auftritt, wird er von den beteiligten Kreditinstituten in die eigenen Bücher genommen. Der Geldverkehr im Euroraum funktioniert nicht mehr anders als der auf den nationalen Märkten.

Daran ändern auch die immer noch bestehenden Probleme im Euro nichts. Siehe zum Beispiel die Streitereien zwischen Rom und Brüssel seit letztem Jahr über zu hohe italienische Budgetdefizite und über ein mögliches Defizitverfahren. Die deutschen Banken waren auch in dieser Zeit

weiterhin bereit, Italien Linien einzuräumen. Die Verhältnisse im Euro haben sich normalisiert. Die Target-Salden bleiben gleich. Es ist nicht viel anders als in den zehn Jahren vor den Krisen, nur leider auf höherem Niveau.

So schön so gut. Es bleibt aber ein Schönheitsfehler. Wenn alles wieder so gut ist, warum werden dann nicht auch die Bestände der Salden abgebaut, die bis jetzt aufgelaufen sind? Warum gehen sie nicht auf null zurück? Nach dem Höhepunkt der Eurokrise 2012 wurden die Salden ja auch eine Zeitlang abgebaut.

Das hat viele Gründe. Zum einen bewegen wir uns noch auf dünnem Eis. Es dauert eine Weile, bis das Ende der Krise überall in den Köpfen angekommen ist und die Risikomanager der Banken grünes Licht geben. Zum anderen handelt es sich um riesige Beträge, bei denen es Zeit braucht, um sie abzubauen. Hinzu kommt, dass Deutschland durch seine Leistungsbilanzüberschüsse Monat für Monat neue Forderungen aufbaut, die von den Partnerländern absorbiert werden müssen. Auch das ist ein Batzen Geld.

Es kommt aber noch schlimmer. Wegen der niedrigen Inflation und der schlechten Konjunktur ist damit zu rechnen, dass die EZB die Wertpapierkäufe wieder aufnimmt.

Damit entstehen neue Target-Salden. Sie werden also nicht weniger, sondern eher mehr.

Aber, und das ist wichtig: Die neuen Target-Salden sind etwas ganz Anderes als die bisherigen. Davor müssen wir keine Angst mehr haben. Sie sind nicht mehr ein Symptom von Krisen und mangelndem Vertrauen. Sie sind ein Kollateralschaden der Geldpolitik. Gegenpol sind auch nicht mehr Schulden Italiens oder Spaniens, sondern zunehmend Verbindlichkeiten der EZB. Man sollte darüber nachdenken, ob bei den Wertpapierkäufen nicht Lösungen möglich sind, die Salden zu vermeiden.

Für den Anleger

Die Normalisierung der Target-Salden ist ein gutes Zeichen für die Kapitalmärkte. Der Euro wird stärker. Für die Banken fallen Risiken weg. Freuen wir uns aber nicht zu früh. In den letzten Monaten sind neue Risiken dazugekommen. Per Saldo ist das Umfeld der Märkte eher schwieriger geworden.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com.
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf www.assenagon.com.

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u. a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter www.assenagon.com erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode. Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Die Assenagon Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten bzw. zu spät oder unvollständig ankommen können.