

28. November 2019



Dr. Martin W. Hüfner
Chief Economist

- Neue Entwicklung am europäischen Geldmarkt. Die Target-Salden steigen nicht mehr, sondern verringern sich.
- Grund ist die Einführung des Tierings durch die EZB, durch das die Belastung der Banken durch die Minuszinsen verringert werden soll.
- Effekt nicht überschätzen: Durch die Wiederaufnahme der Wertpapiergeschäfte seit 1. November werden die Target-Salden auch wieder nach oben gehen.

Zuerst hatte ich davon aus London gehört. Ein Kollege erzählte mir, dass deutsche Banken ihren Widerwillen gegen Geldzuflüsse aus Italien aufgegeben hätten und nun ihrerseits selbst kräftig Mittel bei Kreditinstituten in dem Land deponieren würden. Ich konnte mir das nicht vorstellen. Es schien eine der üblichen Sottisen zu sein, die Engländer über die "Konkurrenz" in Deutschland erzählen. Ich ging der Sache trotzdem nach und – was Wunder – der Kollege hatte tatsächlich recht. Deutschland und andere Länder des Euroraumes tun das, was sie sich immer geweigert hatten. Sie legen Geld bei Banken in Rom, Mailand und anderen Städten des Landes an.

»Es ist ein Schlag gegen alle Eurokritiker und Crash-Propheten, die aus den Target-Salden einen Zusammenbruch des Euros vorhersagten.«

Als Folge dessen gehen die viel gescholtenen Target-Salden – das heißt die deutschen Überschüsse beziehungsweise Defizite im europäischen Zahlungsverkehrssystem Target – zurück. Allein im Oktober war es ein Betrag von knapp EUR 80 Mrd. Wahrlich kein Pappenstiel. Siehe Grafik. Nach dem Auslaufen der Wertpapierkäufe der EZB Anfang des Jahres hatte jeder zwar damit gerechnet, dass die Target-Salden nicht mehr steigen würden. Aber dass sie zurückgehen, und das auch noch unmittelbar vor dem Beginn neuer Wertpapierkäufe im November, das hatten wohl wenige auf der Rechnung.

Es ist ein Schlag gegen alle Eurokritiker und Crash-Propheten, die aus den Target-Salden einen Zusammenbruch des Euros vorhersagten und vor allem auch eine Pleite der Bundesrepublik, die über die höchsten Target-Salden verfügt. Es ist daher nicht verwunderlich, dass in Deutschland bisher niemand über das neue Phänomen der Umkehr bei den Target-Salden spricht.

Was ist passiert, das so eine Revolution bei den Target-Salden auslöst? Um mit dem Negativen zu beginnen: An der wirtschaftlichen und politischen Situation Italiens liegt es nicht. Das Damoklesschwert einer Regierung Salvini ist

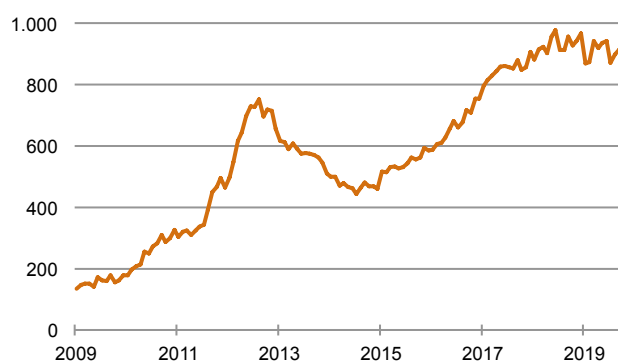
zwar abgewehrt worden. Aber die neue Regierung Conte geht die notwendigen Reformen keineswegs kraftvoll und überzeugend an. Sie ist auch nicht so gefestigt, dass man ihr eine lange Lebensdauer prognostizieren würde.

Die Zinsen in Italien sind gefallen. Sie liegen für 10-jährige Staatspapiere bei 1,3 %. Das ist zwar erfreulich. Angesichts der nach wie vor bestehenden Risiken in dem Land erscheint der Zinsrutsch vielen aber zu groß. Sie rechnen eher mit Zinssteigerungen. Auch das ist kein Grund für Geldtransfers in das Land.

Wirtschaftlich schrammt das Land an einer Rezession. Die Staatsverschuldung ist nach wie vor zu hoch. Die Leistungsbilanz ist zwar im Plus, aber nicht wegen der hohen Wettbewerbsfähigkeit, sondern weil das Wachstum so niedrig ist. All das was wir von unserem südlichen Nachbarn schon seit langem kennen.

GIPFEL HINTER UNS?

Target-Salden der Bundesbank, EUR Mrd.



Quelle: Bundesbank

Woher dann also die Geldzuflüsse? Sie haben einen ganz anderen Grund. Sie hängen nicht mit der Attraktivität Italiens für Kapitalströme zusammen. Hier spielt vielmehr die Einführung des "Tierings" eine Rolle, das die EZB am 12. September beschlossen hatte, um die Banken bei den negativen Einlagenzinsen zu entlasten. Durch das Tiering werden nicht wie bisher alle Überschussreserven der Banken mit Strafzinsen belegt, sondern nur ein Teil. Der Rest darf frei zu 0 % (statt minus 0,5 %) angelegt werden.

28. November 2019

Für die deutschen Banken ist das keine große Erleichterung. Sie haben so viele Überschussreserven, dass ihnen keine Freibeträge verbleiben. Bei den italienischen Banken ist das anders. Sie besitzen nämlich – ebenso wie etwa die spanischen Häuser – relativ wenig Überschussreserven. Der Freibetrag, den sie durch das Tiering bekommen, ist größer als das, was sie tatsächlich benötigen. Das bedeutet, dass sie den Freibetrag anderen zur Verfügung stellen können. Und genau das tun sie. Deutsche Kreditinstitute nutzen das. So kommt es zu den Geldflüssen von Deutschland nach Italien.

Das Ganze dürfte sich nicht nur auf Deutschland und Italien beziehen, sondern auch auf andere Euromitglieder, die Freibeträge für ihre Überschussreserven suchen beziehungsweise anbieten. Leider liegen dazu noch keine aktuellen Zahlen vor. Deutschland und Italien dürften aber die prominentesten Länder sein.

Was ist davon zu halten? Insgesamt ist es eine positive Entwicklung. Die Fragmentierung der nationalen Geldmärkte verringert sich. Es passiert ein Schritt in Richtung einer engeren Zusammenarbeit in der Bankenunion, die auch auf

deren Gebieten angestrebt wird. Das Ärgernis der Target-Salden, das so viel diskutiert und kritisiert wird (ob mit Recht oder nicht), verliert etwas von seinem Schrecken. Ich vermute, dass die Target-Salden im November noch stärker zurückgehen, da die Tiering-Regel dann offiziell in Kraft getreten ist.

Andererseits sollte man aber auch nicht übertreiben. Die gesamten Target-Forderungen der Bundesbank belaufen sich auf EUR 837 Mrd. Der Rückgang, den wir im Oktober gesehen haben, ist ein Tropfen auf den heißen Stein. Zudem ist zu berücksichtigen, dass die Europäische Zentralbank im November die Wertpapierkäufe wieder aufgenommen hat. Es handelt sich zwar um einen relativ geringen Betrag (EUR 20 Mrd. pro Monat). Aber auch dadurch werden die Target-Salden wieder steigen.

Für den Anleger

Für die Kapitalmärkte ist der Rückgang der Target-Salden gut. Die europäische Integration wächst weiter, wenn auch im Schneckentempo. Die Belastungen des Euros mindern sich. Insgesamt dürften sich die Effekte aber in Grenzen halten. Die Symbolkraft ist aber umso größer.

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. Jede 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 Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und für OGAW-Fonds die Wesentlichen 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.