

- Niemand hat bisher bemerkt, dass sich das Obligo Deutschlands gegenüber den Partnern in Europa derzeit trotz der Beruhigung in der Eurokrise weiter kräftig erhöht.
- Das ist eine Nebenwirkung des derzeitigen Wertpapierankaufprogramms. Ich bin ein Freund des Euros und halte viel von der EZB – aber das geht so nicht.
- Wenn die EZB ihre Geldpolitik unbedingt verschärfen will, sollte sie eher die Zinsen senken statt noch mehr Staatsanleihen zu kaufen.

Diese Tage stieß ich auf eine Statistik, die mich sehr irritierte. Sie passte so gar nicht in mein bisheriges Weltbild. Jeder weiß, dass in der Währungsunion nicht nur Griechenland, sondern auch Italien, Frankreich, Spanien und andere noch eine Reihe von Hausaufgaben zu erledigen haben. Andererseits hat sich das Tagesgeschäft im Euro beruhigt. Es gibt nicht mehr so viele Spannungen. Wenn es zu Nachtsitzungen in Brüssel kommt, dann nicht zum Euro, sondern zur Flüchtlingskrise.

Die Statistik, an der man diese Situation am besten ablesen können müsste, sind die Salden im innereuropäischen Zahlungsverkehr (Target-Salden). Sie sind gewissermaßen ein Fieberthermometer des Euros. Wenn alles ruhig ist, dann sind die Salden mehr oder weniger Null. So war das bis 2007 (siehe Grafik). Dann stehen den privaten Forderungen eines Mitgliedslandes entsprechende private Verbindlichkeiten anderer Länder gegenüber. Die Notenbanken müssen nicht aktiv werden. Ab 2007 hat sich das Fieber im Zuge der Finanzkrise erhöht. Da musste die Bundesbank zunehmend Forderungen übernehmen. (Die Bundesbank gehört zu den wenigen Zentralbanken im Eurosysteem, die diese Zahlen veröffentlichen.)

### DA STIMMT WAS NICHT

Target-Salden der Bundesbank



Quelle: Bundesbank

Bis 2012 hatten sich bei der Bundesbank Forderungen aus diesen Salden in Höhe von EUR 750 Mrd. aufgebaut. Das

war der Höhepunkt. Jeder wusste, dass das so nicht weitergehen konnte. Dann kam glücklicherweise die Wende. Der Target-Saldo ging zurück. Das Fieber ließ nach.

Aber jetzt passiert etwas, was gar nicht ins Bild passt. Trotz der äußerlichen Ruhe im Euro steigen die Salden wieder an. Seit eineinhalb Jahren haben sie sich um EUR 120 Mrd. erhöht. Zuerst konnte man das mit der Entwicklung in Griechenland und den Problemen der italienischen Banken begründen. Aber jetzt reicht diese Erklärung nicht mehr aus. Denn die Entwicklung geht ungebremst weiter. Seit März 2015 nehmen die Target-Salden pro Monat im Schnitt um EUR 7 Mrd. zu. Das ist so wie wenn Deutschland seinen Partnerländern jeden Monat einen Kredit dieser Höhe gäbe.

---

»Nun könnte man sagen: So ist das eben. Das ist ein Kollateralschaden, den man hinnehmen muss ... Ich glaube, dass man es sich damit zu einfach macht.«

---

Wie ist die Entwicklung zu erklären? In der öffentlichen Diskussion wird darüber nicht geredet. Wenn man sich die Zahlen genauer anschaut, dann liegt aber ein Verdacht nahe. In den letzten Monaten sind nicht nur die Target-Salden gestiegen, sondern die EZB hat auch ihr großes Wertpapierankaufsprogramm in Kraft gesetzt. Diese Koinzidenz kann kein Zufall sein.

Um dies zu erklären, muss ich leider etwas in technische Details einsteigen. Im Rahmen des Wertpapierankaufsprogramms der EZB kaufen die nationalen Notenbanken Wertpapiere von Kreditinstituten und ähnlichen Institutionen. Die Erwartung ist, dass die Verkäufer mit dem Geld entweder zusätzliche Kredite gewähren oder andere Anlagen vornehmen. Beides soll die Konjunktur anregen. Was aber, wenn beispielsweise eine italienische Bank das Geld, das sie durch den Verkauf von italienischen Staatsanleihen an die Banca d'Italia erhält, nicht mehr in Italien anlegen will, sondern etwa in Deutschland? Oder wenn die Banca d'Italia italienische Staatsanleihen von einer Bank in London kauft und diese Bank ihr Geld nicht erneut in Italien anlegen will? Das ist ja nicht auszuschließen.

Dann führen die Wertpapierkäufe nicht nur zu – gewollten – Umschichtungen in der Bilanz der Banken, sondern auch zu – ungewollten – zwischenstaatlichen Kapitalbewegungen.

Dann können Target-Salden entstehen. Die Forderungen der Bundesbank gegen die EZB erhöhen sich. Genau das passiert derzeit.

Nun könnte man sagen: So ist das eben. Das ist ein Kollateralschaden, den man hinnehmen muss, wenn man die Eurokrise mit den Mitteln der Geldpolitik überwinden will. Ich glaube, dass man es sich damit zu einfach macht. Es handelt sich nämlich um eine ganz gefährliche Entwicklung.

Erstens funktioniert das Wertpapierankaufsprogramm nicht so wie es soll. Es hilft nicht zur Überwindung der Eurokrise, indem die Banken mehr Kredite ausreichen. Es löst vielmehr auch, jedenfalls teilweise, Kapitalflucht aus. Damit nehmen die Unsicherheiten in Europa zu. Die Krise geht nicht zurück, sondern verschärft sich.

Zweitens gibt es unerwünschte Verteilungswirkungen. Einige Länder im Eurosystem bauen immer höhere Forderungen auf, andere haben immer höhere Defizite. Und das nicht nur vorübergehend, sondern mindestens noch bis Frühjahr nächsten Jahres. Die Target-Salden könnten dabei leicht wieder Werte erreichen wie zum Höhepunkt 2012. Im Falle eines Scheiterns des Euros muss Deutschland für die

Target-Forderungen mit seinem Kapitalanteil haften. Diese Haftung erhöht sich Monat für Monat.

Man kann das wollen. Aber dann sollte man das dem Parlament und dem Bürger auch offen sagen. Ich persönlich halte es nicht für gut. Wenn die EZB unbedingt mehr Gas geben will, sollte sie daher eher die Zinsen weiter senken als Staatsanleihen zu kaufen.

### Für den Anleger

In den letzten Monaten habe ich aus guten Gründen immer wieder Anlagen in Europa empfohlen. Aber wenn es wirklich so sein sollte, dass im Eurosystem eine neue Zeitbombe tickt, sollte man dies ins Kalkül ziehen. Ich will den Teufel nicht an die Wand malen. Der Euro wird durch die steigenden Target-Salden nicht zerbrechen. Es handelt sich hier eher um ein politisches Problem. Es könnte aber sein, dass im Euro eine neue Baustelle entsteht, die dann auch – negative – Auswirkungen auf die Kapital- und Devisenmärkte hat.

**Anmerkungen oder Anregungen?** Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com). Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://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, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren.

Alle Meinungsaussagen 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 u. U. 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 mit Wohn- oder Geschäftssitz in einer ausländischen Rechtsordnung sollten sich über derartige Einschränkungen informieren und sie entsprechend einhalten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen 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, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation 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 einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentlichen Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://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 Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlichen 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, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.