

Zeitbombe im Euro

29. März 2017

- › Die Targetsalden im Euro steigen immer schneller. Sie haben inzwischen ein beängstigendes Niveau erreicht.
- › Das ist nicht nur ein technisches Problem. Es weist auf nachhaltige Schwierigkeiten in der Währungsunion hin.
- › Wenn die Targetsalden auf die Tagesordnung der Finanzminister kommen (was früher oder später unausweichlich ist), ist eine größere Krise kaum zu vermeiden.

Der Euro ist wieder ins Gerede gekommen. Das hängt zum Teil mit dem Populismus und den politischen Wahlen zusammen. Zum Teil spielen die gefühlten ewigen Verhandlungen mit Griechenland eine Rolle. Der dickste Brocken sind aber die Targetsalden. Sie schießen in letzter Zeit geradezu nach oben. Nichts scheint sie stoppen zu können.

In der öffentlichen Diskussion werden diese Salden nicht so beachtet. Das beruht nicht darauf, dass sie nicht wichtig wären. Der Grund ist vielmehr, dass niemand versteht, um was es dabei geht. Jeder kennt die Probleme im Zusammenhang mit Griechenland oder den politischen Wahlen. Aber bei den Targetsalden? Da gibt es nur Kopfschütteln.

Dabei ist es ganz einfach. Target ist das Zahlungsverkehrssystem der EZB für die Banken im Euroraum. Es soll die Abwicklung der Überweisungen erleichtern. Wie in jedem Zahlungsverkehrssystem können hier immer mal Salden auftreten. An einem Tag etwa nehmen die Banken eines Landes mehr Zahlungen entgegen als sie selbst leisten. An einem anderen Tag ist es genau umgekehrt. Normalerweise gleichen sich solche Salden immer relativ schnell aus. Sollte das einmal nicht der Fall sein und einige Teilnehmer dauerhafte Salden aufweisen, dann müssen sie diese monatlich, quartalsmäßig oder jährlich durch bilaterale Zahlungen ausgleichen. So funktioniert das in jedem dieser Systeme.

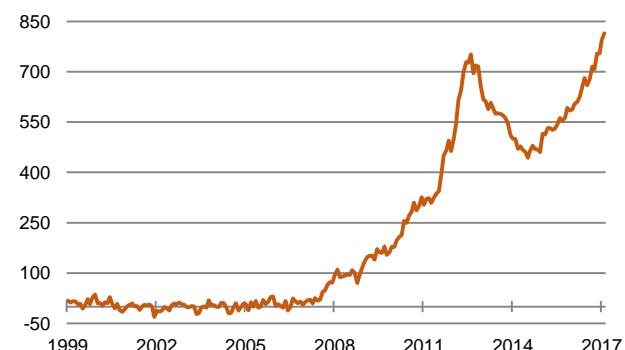
»Das kann so nicht weitergehen.
Irgendwann muss jemand den Finger
heben und sagen: So nicht.«

Im Targetsystem der EZB ging das auch lange Zeit gut. Erst in der Finanzkrise 2007/2008 kam Sand ins Getriebe. Das hing einmal damit zusammen, dass plötzlich größere und dauerhafte Salden auftauchten. Einzelne Teilnehmer des Systems gerieten in größere und dauerhafte Schwierigkeiten. Zum anderen rächte sich, dass man bei dem System (bewusst oder unbewusst) "vergessen" hatte, Ausgleichszahlungen vorzusehen. Die Salden wurden am Jahresende nicht abgerechnet. Sie wurden vielmehr bei der EZB "angeschrieben". Damit waren sie keine temporären Ungleichgewichte mehr, wie sie normal sind, sondern dauerhafte Kre-

dite der Überschuss- an die Defizitländer. Im Prinzip waren sie nichts anderes als die Darlehen, die die Finanzminister über den Europäischen Stabilitätsmechanismus ESM vergeben. Nur eben waren sie unbefristet, nicht mit Auflagen versehen und unterlagen keiner politischen Kontrolle. Das macht sie so problematisch.

TARGETFORDERUNGEN DER BUNDES BANK

In EUR Mrd.



Quelle: Bundesbank, Daten von Januar 1999 – Februar 2017

Die Grafik zeigt die Größenordnungen für den Fall der Bundesbank. Bis zur Finanzkrise war alles in Ordnung und die Salden waren Null. Dann aber flossen der Bundesbank als dem "sicheren Hafen" immer mehr Gelder zu als es Abflüsse gab. Inzwischen betragen die Salden im Schnitt EUR 16 Mrd. pro Monat. Das ist gewaltig. Zum Vergleich: Die Finanzminister verhandeln mit Griechenland seit Monaten über eine Summe von EUR 7 Mrd., die Athen bis Juli braucht. Ein solcher Betrag läuft im Targetsystem praktisch alle zwei Wochen auf. Insgesamt belaufen sich die Forderungen der Bundesbank aus den Salden heute auf EUR 814 Mrd.

Manche sagen, das hinge im Wesentlichen mit den Wertpapierkäufen der EZB zusammen. Es sei daher nur ein Kollateralschaden der expansiven Geldpolitik. Das ist richtig. Es ist aber nur die halbe Wahrheit. Die Salden gab es auch schon, bevor die EZB die Wertpapierkäufe tätigte. Sie wuchsen nur nicht so schnell. Zudem ist auch ein Kollateralschaden ein Schaden.

Zeitbombe im Euro

29. März 2017

Das kann so nicht weitergehen. Irgendwann muss jemand den Finger heben und sagen: So nicht. Das Signal kann von der Bundesbank kommen. Es kann aber auch von Berlin ausgehen (oder vielleicht vom Verfassungsgericht?). Im Augenblick traut sich niemand, weil keiner Öl ins Feuer der Schwierigkeiten in Europa gießen möchte. Es ist meines Erachtens aber nur eine Frage der Zeit, bis die Bombe hochgeht.

Was müsste getan werden, um die Targetsalden zurückzuführen? Das wichtigste wäre, die Ungleichgewichte im Euroraum abzubauen. Dann gäbe es wieder Vertrauen. Die Salden wären mit einem Mal weg. Freilich ist das, wie wir wissen, schwer und langwierig. Notwendig wären vor allem Strukturreformen in Italien.

Was helfen würde, wäre auch ein Ende der Wertpapierkäufe der EZB. Das wird im nächsten Jahr vermutlich kommen. Das ist aber relativ spät. Bis dahin werden die Targetsalden noch um weitere vermutlich EUR 150 Mrd. steigen. Zudem würde ein Ende der Wertpapierkäufe den Aufbau der Salden nicht stoppen, sondern ihn nur verlangsamen.

Man könnte auch daran denken, die Salden zu verzinsen. Das gäbe den Defizitärländern einen Anreiz, den weiteren Anstieg zu bremsen. Die Überschussländer bekämen – wie bei den offiziellen Krediten der Finanzminister – wenigstens

eine finanzielle Entschädigung. Derzeit werden die Salden nur mit dem Satz der Hauptrefinanzierungsfazilität verzinst, also mit Null.

Wenn gar nichts hilft, muss man das Targetsystem der EZB insgesamt in Frage stellen. Das wäre ein schwerer Rückschlag. Die Überweisungen innerhalb der Gemeinschaft würden teurer und langsamer. Die Durchschlagskraft der Geldpolitik würde geschwächt. Es wäre ähnlich wie mit den Grenzkontrollen, die es inzwischen im Schengen-Raum leider wieder gibt.

Für den Anleger

Die Targetsalden sind ein erhebliches Risiko für den Euro. Wenn es schlagend wird, wäre im Augenblick vor allem Italien betroffen, weil es derzeit die höchsten Defizite hat (EUR 386 Mrd.). Es würde Ängste auslösen, dass das Land eventuell doch aus dem Euro austreten müsste. Die Spreads italienischer Anleihen würden weiter steigen. Auch mit Spanien könnte es Probleme geben. Es hat die zweithöchsten Defizite. Darüber hinaus würden natürlich die Aktien- und Rentenmärkte in der Gemeinschaft insgesamt leiden.

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, Genaugigkeit, 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 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. Die vorstehenden Informationen richten sich 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 in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürgер 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 US 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. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. 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. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. 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. 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. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen. 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.