



TARGET 2 – Ein Ausweg für Europas Kapitalflucht

Die Kredite der EU an Griechenland, Irland und Portugal sind nur die Spitze des Eisbergs eines neu geschaffenen Transfersystems, das sich quasi durch die Hintertür in die Eurozone schleicht. Unter der Oberfläche wächst in Form von TARGET 2 ein wesentlich größeres und stillschweigend akzeptiertes Beihilfesystem heran.

Das innereuropäische Zahlungsverkehrssystem (das sich aus jeweils einem Brutto-Abwicklungssystem in Echtzeit jener Mitgliedsstaaten zusammensetzt, die dem Euro-Block angehören), kurz TARGET 2 genannt, ist für viele eine Black Box. Es ist das Zahlungssystem im Hintergrund, das es den Bürgern in der gesamten Währungsunion erlaubt, Euro-Transaktionen bequem auf elektronischem Wege durchzuführen. Mit einem Volumen von mehr als 500 Milliarden Euro ist die Forderung „TARGET 2“ an das Euro-System auch der größte und am schnellsten wachsende Bilanzposten bei der Bundesbank – und eine Quelle zahlreicher Missverständnisse und Debatten.

Geld stirbt nicht, solange es nicht von Hyperinflation aufgezehrt wird. Wenn die Europäische Zentralbank (EZB) Geld „erschafft“, wie sie das gegenwärtig in großem Stil tut, dann muss dieses Geld am Ende des Tages irgendwohin gelangt sein. Die Zusammensetzung der TARGET-2-Bilanzen der 17 nationalen Notenbanken, die zusammen mit der EZB das Euro-System bilden, gibt Aufschluss darüber, wohin der Markt das von der EZB „erschaffene“ Geld verteilt. Der Umstand, dass die Bundesbank eine große TARGET-2-Forderung an das Euro-System hat, während die Zentralbanken in Südeuropa und Irland zusammengenommen einen ebenso großen Außenstand haben, bedeutet nichts weiter, als dass ein Großteil des von der EZB „erschaffenen“ Geldes in Deutschland angekommen ist. Warum? – Wegen der Kapitalflucht.

Andrew Bosomworth

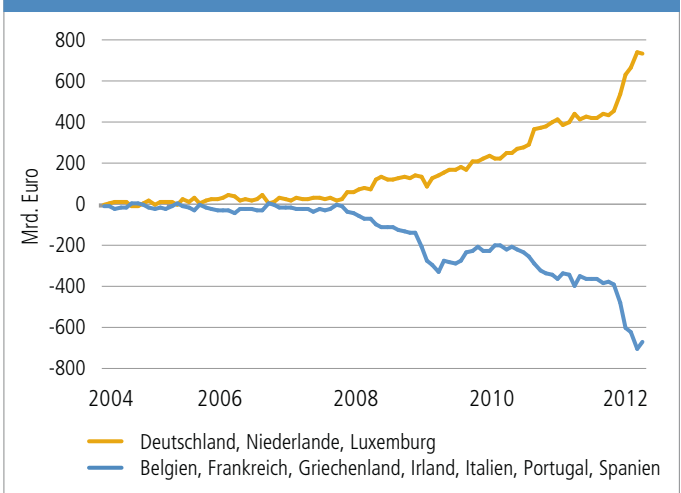
Portfolio Manager

Andrew Bosomworth ist PIMCO Managing Director und Leiter des deutschen Portfoliomanagements in München. Bevor er 2001 zu PIMCO kam, arbeitete er bei der Europäischen Zentralbank, bei Merrill Lynch sowie bei der neuseeländischen staatlichen Finanzagentur. Er ist zudem Mitglied des vom Handelsblatt initiierten EZB-Schattenrats. Andrew Bosomworth verfügt über 18 Jahre Investmenterfahrung und hat einen Master-Abschluss in Economics von der University of Canterbury, Neuseeland. Zudem absolvierte er das Advanced Studies Program am Kieler Institut für Weltwirtschaft.

Die Staaten Südeuropas haben bleibende – und in einigen Fällen auch große – Leistungsbilanzdefizite aufgebaut, seit sie im Jahr 1999 oder im Fall Griechenland im Jahr 2001 dem Euro-Club beigetreten sind. Ein Leistungsbilanzdefizit bedeutet, dass ein Land unter dem Strich mehr ausgibt, als es einnimmt. Den Differenzbetrag gleicht es aus, indem es sich im Ausland verschuldet. In Europa ist die Quelle solcher Ausleihungen in der Regel ein Land, das einen Leistungsbilanzüberschuss erwirtschaftet, wie zum Beispiel Deutschland. Seit der Euro das Risiko von Wechselkursschwankungen zwischen den Mitgliedsstaaten eliminiert hat, haben deutsche Anleger in der Tat einen beträchtlichen Teil ihrer Ersparnisse in solchen Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten investiert. Einige dieser Ersparnisse kehren nun zurück. Das ist Kapitalflucht.

Schauen wir uns die EZB an: Indem sie den betreffenden Zentralbanken mehr Geld geliehen hat, hat sie im Wortsinn die Lücke gestopft, die ausländische Anleger hinterlassen haben, als sie ihr Kapital aus den Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten abgezogen haben. TARGET-2-Bilanzen spiegeln somit die Kredite innerhalb des Euro-Systems wider, die sich Nationalbanken der Eurozone gegenseitig gegeben haben. Als es vor der Einführung des Euro zu Kapitalflucht nach Deutschland in großem Ausmaß kam, wurde der Kurs der D-Mark gegenüber den anderen Währungen angepasst. Es gab zwar einen definierten Korridor für Wechselkursschwankungen, doch waren die Wechselkurse als solche immer noch flexibel. Das änderte sich jedoch mit der Einführung des Euro. Heute sieht die Kapitalflucht so aus, dass die Bundesbank de facto Kredite an die anderen nationalen Notenbanken vergibt, was sich dann in den TARGET-2-Forderungen des Euro-Systems widerspiegelt.

Schaubild 1: TARGET 2 - Netto-Positionen der nationalen Zentralbanken



Quelle: Bundesbank, Banco de Portugal, Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, Banca d'Italia, Bank of Greece, Banco de España, De Nederlandsche Bank, Banque Nationale de Belgique, Banque de France, Banque centrale du Luxembourg, PIMCO

Einige Kommentatoren haben behauptet, die maximale Summe der TARGET-2-Außenstände bei der Bundesbank sei nach oben begrenzt, weil es eine ebensolche Grenze für die Summe gibt, die das Euro-System seinen Mitgliedsstaaten mit Leistungsbilanzdefiziten leihen kann. Die Bundesbank ist weit davon entfernt, diese Grenze zu erreichen. Die theoretische Grenze wird von zwei Faktoren bestimmt, die sich ihrer Kontrolle entziehen: dem Volumen an Sicherheiten, das die Banken in Südeuropa zusammentragen können, um sich von der EZB noch mehr Geld zu leihen, und dem Ausmaß der Kapitalflucht aus diesen Ländern.

Der Pool bankfähiger Sicherheiten in der Eurozone ist enorm groß. Die EZB hat ihn Ende des Jahres 2010 auf 14 Billionen Euro geschätzt und sie hat kürzlich Regeln eingeführt, die es Banken erlauben, noch mehr Sicherheiten einzusetzen – obschon schlechterer Qualität –,

um sich Geld aus diesem Topf zu leihen. Sollte die Kapitalflucht anhalten, gibt es also weiter einen Pool an bankfähigen Sicherheiten für weitere Ausleihungen.

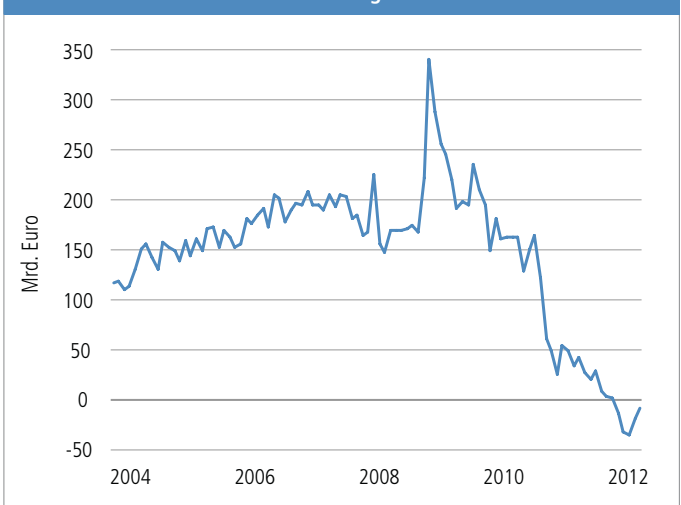
Wir sehen ein Risiko von anhaltender Kapitalflucht. Während die EZB großzügig Liquidität bereitstellt und die Märkte mit dem Aufkauf von Anleihen beruhigt, bleiben die langfristigen strukturellen Probleme der Eurozone ungelöst. Es gibt weiterhin Überschuldung, das Wachstum ist mäßig, und die Organisation des Regierungshandelns innerhalb der EU – also eine gemeinsame Geldpolitik ohne eine gemeinsame Steuer- und Haushaltspolitik – bleibt eine (ungelöste) Herausforderung. Die Geschichte ist vollgepackt mit Beispielen, bei denen gemeinsame Währungsräume wieder auseinanderbrachen, weil sie nicht den Schritt zu einer gemeinsamen politischen und fiskalischen Union gingen. Was sollte uns davon überzeugen, dass es diesmal anders ist?

Die Bilanz der Bundesbank wird so lange anwachsen, wie die Kapitalflucht aus Südeuropa nach Deutschland anhält und das Euro-System noch mehr Geld an die Banken verleiht. Der Bundesbank mag das nicht gefallen, aber es gibt dafür keine Obergrenze in der Bilanz der Bundesbank und auch keinen Mechanismus im TARGET-2-System, der das verhindern könnte. Die TARGET-Forderung der Bundesbank an das Euro-System auf der Haben-Seite ihrer Bilanz wird anwachsen, während sie auf der Verbindlichkeiten-Seite ein Netto-Schuldner von Einlagen deutscher Banken wird – was sie seit August vergangenen Jahres de facto bereits ist.

Die EZB hat Geschäftsbanken erlaubt, sich für drei Jahre so viel Geld zu leihen, wie diese möchten. Tatsächlich haben sich diese Banken zum Ende des Monats Februar insgesamt

1,2 Billionen Euro von der EZB geliehen – das Zwölfwache der vorgeschriebenen Reserven der EZB. Mit so viel überschüssiger Liquidität im Geldmarkt ist es fast schon sicher, dass es zu weiterer Kapitalflucht kommen und dieses Geld schlussendlich in Deutschland landen wird.

Schaubild 2: Bundesbank Nettokreditvergabe an Geschäftsbanken



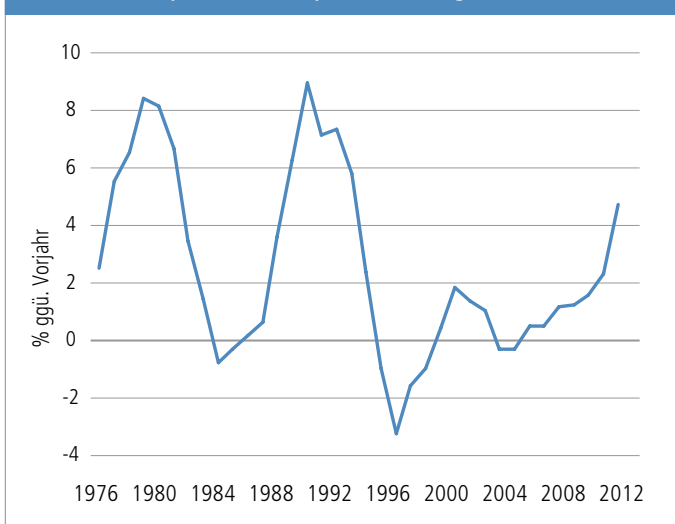
Quelle: Bundesbank, PIMCO

Es gibt drei erkennbare Konsequenzen dieser Kombination aus „billigem“ Geld und Kapitalflucht: Die Inflation in Deutschland wird zulegen; der interne Abwertungsprozess, der gerade in den Ländern Südeuropas stattfindet, wird sich verlangsamen; und das politische Fundament des Euros wird auf eine harte Belastungsprobe gestellt.

Bislang gibt es Anzeichen dafür, dass es in Deutschland eher zu einer Inflation der Vermögenspreise als zu schnell steigenden Verbraucherpreisen kommen wird. Die Kurse deutscher Bundesanleihen sind abnorm angestiegen, weil sie vom Status des „sicheren Hafens“ und der Kapitalflucht nach Deutschland profitiert haben. Es gibt Anhaltspunkte dafür, dass Deutschlands Sparer ihr Vermögen in Immobilien umschichten, weil sie um die Stabilität des Euro

besorgt sind. Die Preise für Wohnimmobilien und Mieten sind in Deutschland im vergangenen Jahr um 4,7 Prozent gestiegen, der stärkste Anstieg seit 1993 infolge des damaligen Wiedervereinigungs-Booms. Bislang gibt es jedoch keinen Massenandrang der Deutschen auf Immobilien. Das Wachstum bei Hypothekendarlehen ist mit 1,2 Prozent (Zahlen der EZB vom Dezember 2011) als eher dürftig zu bezeichnen, jedoch sind alle Zutaten für eine Hausse bei kreditfinanzierten Hauskäufen gegeben. Das Misstrauen in den Euro nimmt zu, und die Verschuldung der privaten Haushalte in Deutschland ist ebenso niedrig wie das Zinsniveau und die Arbeitslosenrate. Die Geldpolitik der EZB ist zu locker für Deutschlands wirtschaftliche Rahmendaten, so wie sie zu locker für Spanien und Irland in den frühen Tagen der Währungsunion war, als Deutschlands Wirtschaft schwächelte.

Schaubild 3: Hauspreis – und Mietpreisentwicklung Deutschland



Quelle: BulwienGesa AG, PIMCO

Mehr Inflation bei Vermögens- und Verbraucherpreisen in Deutschland würde dieses Szenario zu einem Paradies für Schuldner machen. Mehr Inflation und Binnennachfrage

würden den Leistungsbilanzüberschuss des Landes verringern. Gleichzeitig sollten die Politiker jedoch nicht unterschätzen, wie mobil Kapital heutzutage ist und wie sehr Deutschland an Preisstabilität interessiert ist. Wenn die Menschen das Gefühl bekommen, die EZB sei blind für das Inflationsrisiko in Deutschland, während die südeuropäischen Länder auf den Pfad der Haushaltsdisziplin zurückkehren, dann werden Sparer sehr schnell ihr Geld aus Euro-Papieren abziehen und in Immobilien stecken.

Die großzügige Geldpolitik der EZB verzögert die internen Abwertungsprozesse in den Staaten mit Leistungsbilanzdefiziten. Das Ziel der internen Abwertung ist simpel: Indem man das Preisniveau eines Landes gegenüber seinen Handelspartnern absenkt, stellt man dessen Wettbewerbsfähigkeit wieder her. Das kann dazu beitragen, das Leistungsbilanzdefizit zu verringern – so wie es auch infolge einer umfangreichen Abwertung der Währung passieren würde. Allerdings ist diese interne Abwertung eine bittere Pille im Vergleich zur Abwertung der Währung. Eine strengere Haushaltsdisziplin in Verbindung mit niedrigeren Löhnen und Gehältern sowie strukturellen Reformen zur Produktivitätssteigerung sind nicht unbedingt der Stoff, der dazu beiträgt, dass Politiker wiedergewählt werden. Das Geld, das das Euro-System den Banken dieser Länder zur Verfügung stellt, wirkt deshalb wie ein Schmerzmittel, weil es den Prozess der internen Abwertung abmildert. Aber wie zu viel Morphium kann auch zu viel Liquidität den beabsichtigten Effekt ins Gegenteil verkehren.

Griechenlands Leistungsbilanzdefizit betrug Ende des vergangenen Jahres immer noch neun Prozent des Bruttoinlandsprodukts – nur einen Prozentpunkt weniger

als 2010, und das trotz der seit drei Jahren andauernden Rezession. Der Anpassungsprozess wäre ganz sicher umfassender und schneller erfolgt, wenn die EZB nicht eingesprungen wäre, um die Kapitalflucht aufzuhalten. Mexikos Leistungsbilanzdefizit fiel Haver Analytics zufolge um 5,3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 1995, nachdem die Regierung angesichts der Kapitalflucht beschlossen hatte, den Wechselkurs des Pesos freizugeben. Mexikos Rezession war nach nur einem Jahr beendet. Griechenland hat jedoch nicht die Flexibilität, um einen so raschen Politikwechsel zu bewerkstelligen. Nachdem Griechenlands Lohnstückkosten im vergangenen Jahr um 3,7 Prozent gesunken sind, müssten sie um weitere zehn Prozent fallen, um im Durchschnitt der Eurozonen-Mitglieder zu liegen, und um weitere 25 Prozent, um das Niveau Deutschlands zu erreichen. Griechenland ist gefangen auf einem Fahrgeis mit schwachem Wachstum. Es hat schmerzhaft soziale Anpassungen vor sich, um seine Wettbewerbsfähigkeit wiederzugewinnen.

Ein weiteres Anwachsen der TARGET-2-Forderungen der Bundesbank beim Euro-System wird das politische Fundament des Euro höchstwahrscheinlich belasten. Große und stark divergierende TARGET-2-Bilanzen von der Bundesbank einerseits und den Zentralbanken der Peripherie-Staaten andererseits sind die natürliche Konsequenz einer Währungsunion ohne Fiskalunion. Wie Ulrich Bindseil und Philipp König in ihrer 2011 publizierten Studie „Die Wirkungsweise der TARGET-2-Bilanzen“ hervorheben, ist dies sogar die natürliche Konsequenz der Funktionsweise einer Währungsunion. Wenn sie jedoch ins Extreme verkehrt wird, wie das derzeit der Fall ist, dann wird die Geldpolitik zu einem Ersatz für Haushaltspolitik, ohne jedoch dieselben demokratischen Gremien passieren

zu müssen, die die Ausgaben- und Steuer-Entscheidungen einer Regierung zu durchlaufen haben.

Die großen TARGET-2-Außenstände, die die nationalen Notenbanken anhäufen, führen de facto das Lastenteilungsprinzip einer Fiskalunion ein, ohne die Steuerzahler zu fragen, wie das aber in einer funktionierenden Demokratie üblich sein sollte. Die Steuerzahler in der Eurozone sind bedingt haftbar für eventuelle Verluste, die dadurch entstehen, dass geldpolitische Operationen des Euro-Systems entsprechend dem Anteil des Kapitals erfolgen, das jedes Mitglied eingebracht hat – im Falle Deutschlands beträgt dieser Anteil 27 Prozent, im Falle Griechenlands nur drei Prozent. Würde zum Beispiel Griechenland die Eurozone verlassen und seine annähernd 109 Milliarden Euro an TARGET-2-Verbindlichkeiten (Stand: November 2011) schuldig bleiben, dann müssten die Steuerzahler in den anderen Ländern der Eurozone diese Summe schultern, wobei auf Deutschland der größte Anteil entfallen würde. Die Kredite der EU an Griechenland, Irland und Portugal sind deshalb nur die Spitze eines Eisberges – eines Transfersystems, das sich durch die Hintertür in die Eurozone einschleicht. Ein weitaus größeres implizites Beihilfesystem wächst unter der Oberfläche heran: in Form der TARGET-2-Ungleichgewichte und ohne Legitimierung durch die Wählerschaft. Es verwundert deshalb nicht, dass die Wähler in denjenigen Ländern der Eurozone, die einen Leistungsbilanzüberschuss erwirtschaften, dem Euro immer mehr misstrauen.

Wir wären deshalb nicht überrascht, wenn die jüngste Rettungsaktion für Griechenland ähnlich wie frühere Programme aus dem Ruder läuft, weil die sozialen Kosten der internen Abwertung zu hoch sein werden. Das Wiedererlangen politischer Flexibilität außerhalb der

Eurozone könnte deshalb für das Land die bessere Option sein als viele Jahre leidvoller Programme für mehr Haushaltsdisziplin, die am Ende doch nicht zu einer für Griechenland im Wortsinn „tragbaren“ Schuldenlast führen. Wir beabsichtigen deshalb derzeit weder in Griechenland noch in Portugal, wo die Lage ähnlich ist, Investments zu tätigen.

Wir wären indes sehr überrascht, wenn Europas politische Führung ein Auseinanderbrechen der Eurozone zulassen würde. Deutschlands explizite und implizite Forderungen an die Peripherie-Staaten der Eurozone summieren sich auf ungefähr ein Drittel seines jährlichen Sozialprodukts, was für sich schon ein Grund ist, die Währungsunion einen Schritt voranzubringen. Die derzeit zu beobachtenden Antworten der Politiker, die mehr ein Durchwursteln sind und nur dem Zweck dienen, Zeit zu gewinnen, machen die Kapitalmärkte anfällig für starke Schwankungen. So wie der Delors-Bericht von 1989 einen langen Fahrplan für den Weg zu einer Währungsunion skizzierte, sollte ein ebensolcher Plan für das noch ferne Ziel einer Fiskalunion langfristig orientierten Anlegern helfen, das Auf und Ab während dieser Reise besser zu verkraften. Solange wir jedoch nicht mehr Klarheit bei dieser unruhigen Reise sehen, werden wir mit unseren Engagements in Italien und Spanien vorsichtig bleiben.



PIMCO Europe Ltd., PIMCO Europe Ltd. Amsterdam Branch und PIMCO Europe Ltd. Zweigniederlassung München sind von der Financial Services Authority (25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS), in Großbritannien zugelassen und werden von dieser beaufsichtigt. PIMCO Europe Ltd. Munich Branch unterliegt zusätzlich der Aufsicht durch die BaFin gemäß § 53b des Gesetzes über das Kreditwesen in Deutschland und PIMCO Europe Ltd. Amsterdam Branch unterliegt zusätzlich der Aufsicht durch die AFM in den Niederlanden. PIMCO Europe Ltd - Italy ist darüber hinaus von der CONSOB in Übereinstimmung mit Artikel 27 des italienischen konsolidierten Finanzgesetzes reguliert. Die Dienstleistungen und Produkte, die PIMCO Europe Ltd. anbietet, sind ausschließlich für professionelle Kunden gemäß der Definition des Financial Services Authority Handbuchs verfügbar. Sie stehen individuellen Investoren nicht zur Verfügung, die sich nicht auf dieses Material verlassen sollten. | **PIMCO Deutschland GmbH** ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main) in Deutschland gemäß §32 des Gesetzes über das Kreditwesen in Deutschland zugelassen und von dieser beaufsichtigt. Die Dienstleistungen und Produkte, die PIMCO Deutschland GmbH anbietet, sind ausschließlich für professionelle Kunden gemäß § 31a Abs. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes zugänglich. Sie stehen individuellen Investoren nicht zur Verfügung, die sich nicht auf dieses Material verlassen sollten.

Der Begriff "risikofreie Anlage" bezieht sich auf eine Anlage, die theoretisch einen sicheren Ertrag aufweist. US-Staatsanleihen werden üblicherweise als „risikofreie Anlagen“ angesehen, da sie durch die US-Regierung gesichert sind. Alle Anlagen bergen Risiken und können an Wert verlieren.

Vergangene Performance ist keine Garantie oder ein zuverlässiger Indikator für zukünftige Performanceentwicklung. Alle Anlagen bergen Risiken und können an Wert verlieren. Anlagen am Anleihemarkt unterliegen bestimmten Risiken wie z.B. Markt-, Zins-, Emittenten-, Bonitäts- und Inflationsrisiken; der Wert der Anlagen kann zum Zeitpunkt ihrer Auflösung über oder unter dem ursprünglichen Kaufpreis liegen. Anlagen in Wertpapieren, die in Fremdwährung denominiert sind und/oder im Ausland begeben wurden, können mit höheren Risiken aufgrund von Wechselkursschwankungen sowie wirtschaftlichen und politischen Risiken behaftet sein.

Diese Veröffentlichung gibt die Meinung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung wieder, aber nicht unbedingt die der PIMCO Gruppe. Sie stellt keine Empfehlung für eine bestimmte Wertpapierstrategie oder ein bestimmtes Anlageprodukt dar und es wird keine Garantie dafür gegeben, dass die oben genannten Szenarien definitiv eintreten werden. Die vom Verfasser geäußerten Ansichten können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Diversifikation sichert nicht vor Verlusten. Die hier enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die wir für zuverlässig halten. Jedoch wird keine Gewähr für deren Richtigkeit und Vollständigkeit übernommen.

Aktien können ebenfalls an Wert verlieren infolge tatsächlicher oder antizipierter Veränderungen von Märkten, Branchen oder makroökonomischen Rahmendaten. Rohstoffe enthalten erhöhtes Risiko, einschließlich Markt-, politischen, rechtlichen und natürlichen Bedingungen, und sind möglicherweise nicht für alle Investoren geeignet.

Diese Veröffentlichung dient ausschließlich zu Informationszwecken und sollte nicht als Anlageberatung oder als ein Angebot zum Verkauf eines Wertpapiers verstanden werden. Ohne ausdrückliche schriftliche Erlaubnis darf kein Teil dieser Veröffentlichung in irgendeiner Form vervielfältigt oder in anderen Publikationen zitiert werden. ©2012, PIMCO

PER035-022412_DE

London

PIMCO Europe Ltd
Nations House
103 Wigmore Street
London W1U 1QS, Großbritannien
+ 44 (0) 20 7872 1300

Amsterdam

PIMCO Europe Ltd, Amsterdam Branch
Schiphol Boulevard 315, Tower A6
1118 BJ Luchthaven Schiphol, Niederlande
+31 (0) 20 655 4710

Mailand

PIMCO Europe Ltd - Italy
Largo Richini 6
20122 Mailand, Italien

München

PIMCO Deutschland GmbH
PIMCO Europe Ltd, Zweigniederlassung München
Seidlstr. 24-24a
80335 München, Deutschland
+ 49 (0) 89 1221 90

Zürich

PIMCO (Schweiz) GmbH
Dreikönigstrasse 31a
8002 Zurich, Schweiz
+41 (0) 44 208 3867

Hongkong

Newport Beach Firmenzentrale

New York

Singapur

Sydney

Tokio

Toronto

de.pimco.com

P I M C O