

Kapitalflucht im Euroraum

11. Oktober 2017

- Die Kapitalflucht aus den Peripherieländern des Euroraums ist in den letzten Monaten zum Stillstand gekommen.
- Sechs Gründe dafür, dass das nicht nur ein vorübergehender Ausrutscher ist, sondern sich fortsetzen wird.
- Das ist ein weiteres Zeichen, dass Vertrauen in den Euroraum zurückkehrt und es sich lohnt, dort wieder zu investieren.

Eines der großen Probleme in der Währungsunion ist seit Jahren die Kapitalflucht. Allein seit Anfang des Jahres haben Italiener und Spanier netto fast EUR 100 Mrd. aus ihren Ländern ins Ausland transferiert, vornehmlich nach Deutschland. Jeder weiß, dass das nicht ewig so weitergehen kann. Die Gelder fehlen in den Defizitstaaten. Sie blähen die Liquidität in der Bundesrepublik noch mehr auf. Die Forderungen Deutschlands an diese Länder nehmen zu. Das ist der direkte Weg zu einer vom privaten Sektor ausgelösten Transferunion.

Jetzt ist etwas passiert, was mich überrascht hat: Die Kapitalflucht ist mit einem Mal zum Stillstand gekommen. In den letzten zwei Monaten ist netto kein Geld mehr aus Italien, Spanien und anderen Ländern nach Deutschland geflossen. Im Gegenteil: Geld wird zum Teil aus Deutschland abgezogen und kehrt in die Ursprungsländer zurück.

Abzulesen ist das an den Salden des europäischen Zahlungsverkehrssystems Target II. Sie sind eine Art Fieberthermometer der Eurokrise. Immer wenn sie nach oben gehen, ist das ein Zeichen für mangelndes Vertrauen innerhalb der Gemeinschaft. Kapital weicht in sichere Häfen aus. Immer dann, wenn sie zurückgehen, wird die Situation besser. Es gibt "weniger Krise".

DER GIPFEL ERREICHT?

Target-Forderungen der Bundesbank in EUR Mrd.



Quelle: Bundesbank

Genau das beobachten wir im Augenblick. Bisher ist die Entwicklung noch zögerlich. Die Forderungen der Bundesbank haben sich in den letzten beiden Monaten erst um EUR 8 Mrd. verringert. Das könnte man noch als kurzfristi-

gen "Ausrutscher" interpretieren, der sich schnell wieder umkehren kann. So etwas hat es schon früher gegeben. Ich vermute aber, dass es diesmal anders ist.

»Kapitalflucht [...] ist der direkte Weg zu einer vom privaten Sektor ausgelösten Transferunion.«

Hier sechs Gründe dafür: **Erstens** nimmt die Kapitalflucht aus den Defizitländern nicht nur nach Deutschland ab. Auch in die Schweiz fließen weniger Mittel. Bisher war die Eidgenossenschaft immer ein sicherer Hafen wenn es Schwierigkeiten in der Währungsunion gab. Der Schweizer Franken wertete sich auf. Das nahm vor allem in der Griechenlandkrise dramatische Züge an. Jetzt ist davon nichts mehr zu sehen. Seit einiger Zeit wertet sich der Franken deutlich ab. Zeitweise ist der Wechselkurs in den letzten Wochen auf CHF 1,15 je Euro gestiegen.

Zweitens verringern sich die Zins-Spreads zwischen den einzelnen Mitgliedern des Euroraumes. Die Zinsdifferenz italienischer zu deutschen Staatsanleihen ist im letzten halben Jahr um über 30 Basispunkte kleiner geworden. In Frankreich war die Verringerung sogar noch größer (fast 50 Basispunkte). Nur Spanien macht eine Ausnahme. Das liegt aber in erster Linie an der Eskalation der Probleme mit Katalonien. Je geringer die Zins-Spreads, umso kleiner natürlich der Anreiz für Kapitalflucht.

Drittens wirken sich die Reformen, die es in den Peripherieländern gegeben hat und über die ich in diesen Kommentaren schon häufiger gesprochen habe, positiv auf das Vertrauen der Anleger in diesen Staaten aus. Das gilt vor allem natürlich für Frankreich. Zunehmend scheint sich aber auch die Situation in Italien zu stabilisieren. Selbst in Griechenland sieht es besser aus, von Spanien, Portugal und Irland ganz zu schweigen. Was in Italien noch belastet, sind die Wahlen, die im nächsten Jahr stattfinden werden und die eine Mehrheit europakritischer Parteien bringen könnten.

Viertens dürfte sich auch das Ergebnis der deutschen Bundestagswahl dämpfend auf die Kapitalflucht auswirken. Es

Kapitalflucht im Euroraum

11. Oktober 2017

hat den Standort Deutschland geschwächt. Es hat sich gezeigt, dass auch die Bundesrepublik nicht immun ist gegenüber populistischen Tendenzen. Die britische Financial Times sprach in einem Kommentar vom "End of German Exceptionalism" (Ende der deutschen Außergewöhnlichkeit). Unter diesen Umständen denkt nicht mehr jeder zwangsläufig daran, Geld nach Deutschland zu verlagern.

Fünftens wird sich in Zukunft positiv auf die Kapitalflucht auswirken, wenn die Europäische Zentralbank im nächsten Jahr ihre Wertpapierkäufe voraussichtlich zurückführt. Diese Käufe haben die Umsätze auf den Märkten für Staats- und Unternehmensanleihen in den letzten Jahren deutlich erhöht. Sie haben damit zur Kapitalflucht beigetragen. Denn jeden Monat werden durch diese Käufe – neben den üblichen Tilgungen – EUR 60 Mrd. frei und müssen neu disponiert werden. Jedes Mal ist das ein Anlass neu zu entscheiden, ob die Gelder wieder wie bisher in den entsprechenden Ländern angelegt oder ob sie in ein sichereres Land (= Deutschland) transferiert werden. Wenn die EZB jetzt weniger Anleihen kauft, gibt es auch weniger freie Gelder zum Disponieren.

Sechstens schließlich – etwas längerfristig gesehen – spricht viel dafür, dass nach den Initiativen des französischen Staatspräsidenten Macron die Zusammenarbeit in der Währungsunion in den nächsten Jahren enger wird. Dann wird auch die Banken- und Kapitalmarktunion vorangetrieben werden. Auch das wird den Anreiz zu Kapitalflucht mindern. Banken werden wieder verstärkt Debitoren anderer Mitgliedsstaaten in die eigenen Bücher nehmen.

Für den Anleger

Die Verringerung der Kapitalflucht in der Währungsunion ist ein gutes Zeichen. Sie macht die europäischen Kapitalmärkte wieder attraktiver. In den letzten sechs Wochen sind die Aktienkurse in Europa deutlich stärker gestiegen als in den USA (+8 % beim DAX verglichen mit +3 % beim S&P 500). Die Spreads zwischen den Peripherieländern und Deutschland werden weiter zurückgehen. Weniger Kapitalflucht in Europa hilft auch dem Euro. Er hat zuletzt etwas nachgegeben, wird auf absehbare Zeit aber stark bleiben.

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. 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 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 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.