

Meriten Makro-Brief

Volkswirtschaftliche Analysen und Kommentare

AUSGABE 6/2015 – 29. JUNI 2015



Holger Fahrinkrug, Chefvolkswirt
Meriten Investment Management

Was nun, Europa?

Nach dem Verhandlungsabbruch in Brüssel ist die Zeit geordneter Prozesse auf dem Gebiet der EWU-Hilfspakete und wahrscheinlich auch der Politik des (versuchten) Schuldenabbaus nach der Finanz- und Staatsschuldenkrise vorbei. Auch wenn die Risiken eines ungeordneten GREXIT am Wochenende größer geworden sind, glauben wir weiter an einen "faulen Kompromiss" am Ende der griechischen Dramas. Sein Preis wird allerdings umso höher je mehr Zeit verstreicht, denn je mehr Zeit verstreicht, umso stärker wird die Verhandlungsposition der griechischen Regierung, während die der Gläubiger immer schwächer wird, wenn sie einen GREXIT um jeden Preis verhindern wollen.

Kurzfristig dürfte die Verunsicherung die Finanzmärkte belasten und vermeintlich sichere Häfen stärken. Eine schlussendliche Einigung, die die Stabilitätsprinzipien der EWU aufgibt und Griechenland gewähren lässt, würde dieses Muster aber umkehren.

Die langfristigen politischen Konsequenzen haben das Potenzial, das Gesicht der EWU vollständig zu verändern und eine „De-facto-Transferunion“ zu schaffen, eventuell zunächst durch eine dauerhafte Etablierung von ELA und Anleihekäufen seitens der EZB.

Eines vorweg: Auch wenn viele Spontanreaktionen nach dem Abbruch der Verhandlungen zwischen Griechenland und seinen Gläubigern suggerierten, dass der GREXIT nun bereits Realität sei, kann derzeit tatsächlich niemand sagen, ob Griechenland am Ende dieses Sommers noch Mitglied der EWU und ob es zahlungsfähig sein wird. Wir haben stets die Meinung vertreten, dass es am Ende des Verhandlungsprozesses einen faulen Kompromiss geben wird, um Griechenland im Euro zu halten. Das ist auch heute noch unsere Meinung, auch wenn sich die Wahrscheinlichkeiten etwas zu ihren Ungunsten verschoben haben.

In einem Punkt haben wir uns allerdings klar geirrt: Wir hatten erwartet, dass es einen für alle Seiten gesichtswahrenden Kompromiss geben würde, der wesentlichen Schaden von der Eurozone abwendet. Das ist nach den jüngsten Entwicklungen nicht mehr möglich, denn jede Lösung, die nunmehr Griechenlands Solvenz durch externe Hilfen wiederherstellt, kann nur außerhalb des bestehenden EWU-Regelwerks stattfinden. Und schon jetzt ist klar, dass die Gläubiger Verlierer des Prozesses sind.

Fakt ist, dass das zweite Hilfspaket morgen ausläuft, und dass eine Auszahlung der verbleibenden 7,2 Mrd. Euro aus diesem Paket nicht mehr möglich ist. Griechenland hat seine Banken und die Börse geschlossen und Kapitalverkehrskontrollen eingeführt. Die sozialen Härten der Situation werden dadurch immer klarer werden und die politische Meinung der Wähler in Griechenland selbst, aber auch in den Gläubigerstaaten beeinflussen. Für die Krisendiplomatie der Griechenland-Gläubiger ist es nicht mehr möglich vorzugeben, dass sich alles im Rahmen von kontrollierten verlässlichen Prozessen bewegt. Das wäre nur dann der Fall gewesen, wenn das zweite Hilfspaket verlängert worden wäre.

Für Griechenland eröffnen sich somit völlig neue Verhandlungs-Optionen. Bislang konnte ein Schuldenschnitt nicht Teil der Verhandlungen sein, da es technisch und (für die Gläubiger) offiziell allein um das zweite Hilfspaket ging. Diese Hürde ist nun aus dem Weg geräumt, und da jedwede weitere Gespräche mit dem Ziel, Griechenland im Euro zu halten, außerhalb des vorgegebenen institutionellen Rahmens der EWU stattfinden werden, kann auch simultan über einen Schuldenschnitt gesprochen werden. Das wird die griechische Seite zu nutzen versuchen.

Je mehr Zeit verstreicht, umso klarer wird, dass die Gläubiger keinen Plan B haben, und dass sie daher unverdrossen weiter versuchen werden, eine Variante von Plan A zu verfolgen. Obwohl die Verhandlungen im Rahmen der Eurogruppe offiziell abgebrochen sind, und obwohl die griechische Regierung ausgeschlossen hat, vor dem angekündigten Referendum Entscheidungen zu treffen, will Kommissionspräsident Juncker heute "neue Vorschläge" vorlegen. Wirtschaftskommissar Pierre Moscovici meint, einen Einigung sei "nur Zentimeter entfernt" und die Tür der EU-Kommission sei offen. Auch der französische Finanzminister Michel Sapin und viele andere versuchen weiter, "Schönwetter" zu machen, und die Griechen an den Verhandlungstisch zurückzulocken. Die werden allerdings in dieser Woche wohl nicht mehr kommen, denn eine Einigung vor dem Referendum wäre für die Regierung von Alexis Tsipras innenpolitischer Selbstmord.

Für die Gläubiger bleibt also nur die Möglichkeit abzuwarten und sich auf noch schwierigere Verhandlungen nach dem Referendum einzustellen. Es dürfte also eine sehr zähe Woche werden, in der die Gläubiger weiter versuchen werden, eine gemeinsame Linie und Möglichkeiten zu finden, einen Verhandlungsprozess nach dem Referendum und außerhalb der EWU-Institutionen und -Prozesse zu gestalten. All das spielt der griechischen Seite in die Hände, die ihre Position festigen wird mit dem ultimativen Ziel, einen Schuldenschnitt, weitere Finanzhilfen und gleichzeitig einen Verbleib im Euro zu erreichen. Angesichts der Schwäche der Gläubiger-Position erscheint diese Quadratur des Kreises nunmehr durchaus erreichbar.

Unser Hauptszenario bleibt der viel beschriebene faule Kompromiss, der für die europäischen Steuerzahler teurer wird als ursprünglich angenommen, und der noch weitreichendere langfristige Konsequenzen für das Gesicht der Währungsunion haben dürfte als erwartet.

Die Einhaltung von klaren Regeln der Haushaltspolitik unter Androhung von Sanktionen wäre in diesem Szenario nur noch ein Relikt; wenn Griechenland mit seiner Verhandlungsstrategie durchkommt, wird keine demokratisch gewählte Regierung mehr zu überzeugen sein, sich im Zweifel gegen die vorherrschende Wählermeinung an die in den Europäischen Verträgen verankerten Prinzipien zu halten.

Wenn dies die neue politische Realität in der EWU werden sollte, würde damit auch die Unabhängigkeit der EZB auf dem Altar der "de facto-Transferunion" geopfert, denn ohne praktisch unbegrenzte geldpolitische Akkommodation ließe sich eine fiskalisch undisziplinierte Währungsunion nicht aufrecht erhalten. Anleihekäufe und ELA-Kredite würden damit zur geldpolitischen Normalität im Euroraum.

Noch ist es zu früh, dieses ordnungspolitische Horrorszenario als gegeben anzusehen, aber die absehbar weiche Haltung der Griechenland-Gläubiger lässt es als nicht unwahrscheinliche Zukunftsvision erscheinen. Einen politischen Vorgeschmack auf die "neue EWU" lieferte bereits der (konservative) spanische Ministerpräsident Mariano Rajoy. Unter dem starken Druck von gleich zwei populistischen Parteien vor der Parlamentswahl Ende dieses Jahres hat er ein Ende der Sparpolitik auch für Spanien zum Gegenstand des Wahlkampfes gemacht. Wie soll unter diesen Umständen den italienischen, portugiesischen und anderen Wählern vermittelt werden, dass ihre Regierungen sich dem Schuldenabbau verschreiben?

Was bedeutet die verfahrenene Situation für die Finanzmärkte? Solange die Unsicherheit über den weiteren Prozess anhält, dürfte sie belastend für den Euro, die Aktienmärkte, Peripherieanleihen und andere Risikoanlagemärkte sein, während vermeintlich sichere Häfen gewinnen. Das würde sich nochmals verschärfen, sollte es tatsächlich zu einem finalen Bruch zwischen Griechenland und seinen Gläubigern mit der Konsequenz eines GREXIT kommen.

Wenn sich aber wie oben beschrieben abzeichnet, dass die Gläubiger weiter nachgeben, dass es schlussendlich zu einem Schuldenschnitt oder zumindest Erleichterungen des griechischen Schuldendienstes kommen wird, dass Austerität auf absehbare Zeit politisch nicht mehr durchsetzbar ist, und dass dauerhafte geldpolitische Akkommodation den Weg zu einer "De-facto-Transferunion" in der EWU markiert, würden sich diese Trends umkehren. Denn dann wird die Aussicht auf einen dauerhaft schwachen Euro und dauerhaft hohe Liquidität, gekoppelt mit nachfrageorientierter Fiskalpolitik Wachstumshoffnungen und Gewinnerwartungen treiben.

Natürlich wäre ein solches Szenario endlich und könnte langfristig in einem totalen Überschuldungsdesaster enden. Aber die Befürworter dieses Kurses, vor allem die auf vier oder fünf Jahre gewählten politischen Entscheider, werden sich auf das berühmte Keynes-Zitat berufen: "In the long run, we are all dead" - "Auf lange Sicht sind wir alle tot." Als Alternative zu einem kurzfristigen politischen Selbstmord sicher eine verlockende Perspektive.

Wichtige Kundeninformation

Vorliegendes Dokument wurde durch die Meriten Investment Management GmbH (Meriten Investment Management), die der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt, erstellt.

Es beinhaltet weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zu einem Angebot durch Personen oder in einer Rechtsordnung, nach deren Vorschriften ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig oder die entsprechende Person zur Abgabe eines solchen Angebotes oder einer solchen Aufforderung nicht ermächtigt wäre. Es beinhaltet auch kein derartiges Angebot oder eine derartige Aufforderung gegenüber Personen, gegenüber welchen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig abgegeben werden dürfte. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen spiegeln die Einschätzungen und Meinungen des jeweiligen Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung verändern. Die vorliegende Präsentation dient lediglich der Kundeninformation und stellt naturgemäß keine steuerliche Beratung dar. Wir empfehlen den Kunden, einen Vertreter der steuerberatenden Berufe aufzusuchen.

Die Angaben in diesem Dokument sind öffentlich zugänglichen Quellen entnommen, die wir für zuverlässig halten, doch können wir weder zusichern noch garantieren, dass die Informationen richtig, vollständig oder für alle Zwecke geeignet sind, und sie sollten nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen genommen werden. Alle hierin enthaltenen Meinungen und Schätzungen, einschließlich der Renditeprognosen, beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise als nicht zutreffend herausstellen. Darüber hinaus können Anlagen auf internationalen Märkten durch eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst werden, einschließlich politischer und sozialer Umstände, diplomatischer Beziehungen, Beschränkungen oder Entzug von Geldmitteln oder Vermögenswerten oder der Auferlegung (oder Änderung) von Devisenkontrollen oder Steuervorschriften auf diesen Märkten. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Meinungen oder Schätzungen spiegeln unsere Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Außerdem unterliegen Anlagen in einer anderen Währung Wechselkursänderungen, die sich auf den Wert, Preis oder die Rendite der Anlage negativ auswirken können. Die Meriten Investment Management GmbH oder mit ihr verbundene Unternehmen dürfen Kauf- oder Verkaufspositionen in den hierin genannten Wertpapieren oder damit verbundene Termingeschäfte oder Optionen halten, solche Wertpapiere kaufen oder verkaufen, sich als Marketmaker oder auf andere Weise in einem sonstigen Geschäft mit diesen Wertpapieren engagieren und Courtage oder andere Vergütungen dafür erhalten. Eine Wertentwicklung in der Vergangenheit darf nicht als Hinweis oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung angesehen werden, und es wird keine - ausdrückliche oder stillschweigende - Zusicherung oder Gewährleistung einer zukünftigen Wertentwicklung gegeben.

Dieses Dokument soll nur der Information derjenigen dienen, an die es ausgegeben wird. Die Meriten Investment Management GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die sich aus der Nutzung des gesamten Dokuments oder eines Teiles davon ergeben. Kein Teil dieses Dokuments darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der Meriten Investment Management GmbH reproduziert oder weiter versandt werden. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

Sollte der Fonds Anlagen in einer Währung tätigen, die nicht der Heimatwährung des Investors entspricht, kann der Anteilswert zusätzlichen Wechselkursschwankungen unterliegen. Der Wert der Anteile und der Ertrag daraus können sowohl fallen als auch steigen, und ein Investor erhält unter Umständen nicht den angelegten Betrag zurück.

Anlagen in Investmentfonds sollten auf Grundlage des derzeit gültigen Verkaufsprospekts erfolgen. Dieser kann zusammen mit dem aktuellen Jahres- und Halbjahresbericht sowie den Wesentlichen Anlegerinformationen kostenlos bei der Meriten Investment Management GmbH, Herzogstraße 15, 40217 Düsseldorf oder unter www.meriten.de bezogen werden.

Dieses Material ist nur für professionelle Kunden bestimmt und nicht zur Aushändigung an Privatkunden gedacht bzw. darf von diesen nicht als Entscheidungsgrundlage herangezogen werden.

Sollte die Meriten Investment Management GmbH Rabatte auf Verwaltungsvergütungen von Zielfonds oder anderen Vermögenswerten als Rückvergütung erhalten, so trägt sie dafür Sorge, dass diese dem Investor bzw. dem Fonds zugeführt werden. Erbringt die Meriten Investment Management GmbH Leistungen für ein Investmentprodukt einer dritten Gesellschaft, so erhält die Meriten Investment Management GmbH hierfür eine Vergütung von dieser Gesellschaft. Typische Leistungen sind das Investment Management für oder der Vertrieb von Fonds anderer Investmentgesellschaften. Üblicherweise berechnet sich die Vergütung als prozentualer Anteil an der Verwaltungsvergütung (bis zu 100%) des betreffenden Fonds bezogen auf das durch die Meriten Investment Management GmbH verwaltete oder vertriebene Fondsvolumen. Hieraus kann das Risiko einer nicht interessengerechten Beratung resultieren. Die Höhe der Verwaltungsvergütung kann dem Verkaufsprospekt des jeweiligen Fonds entnommen werden. Auf Anfrage werden wir Ihnen weitere Einzelheiten hierzu mitteilen.

Diese Mitteilung richtet sich nicht an Personen im Vereinigten Königreich und darf nicht deren Anlageentscheidungen zugrunde liegen. Darüber hinaus richtet sie sich nur an Personen mit Sitz in Staaten, in denen die betreffenden Fonds zum Vertrieb zugelassen sind oder in denen eine solche Zulassung nicht erforderlich ist. Die Anteile dieses Fonds sind insbesondere nicht gemäß dem US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in seiner aktuellen Fassung zugelassen und dürfen daher weder innerhalb der USA noch US-Bürgern oder in den USA ansässigen Personen zum Kauf angeboten oder verkauft werden.

Diese Publikation dient als Marketinginstrument. Die gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen sind nicht eingehalten. Ein Verbot des Handelns der besprochenen Finanzprodukte vor der Veröffentlichung dieser Darstellung besteht nicht.

Copyright © 2014 Morningstar. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen, Daten und ausgedrückten Meinungen ("Informationen"): (1) sind das Eigentum von Morningstar und/oder seiner Inhaltelieferanten und stellen keine Anlageberatung oder die Empfehlung, bestimmte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, dar, (2) dürfen ohne eine ausdrückliche Lizenz weder kopiert noch verteilt werden und (3) werden ihre Genauigkeit, Vollständigkeit und Aktualität nicht zugesichert. Morningstar behält sich vor, für den Zugang zu diesen Ratings und/oder Rating-Berichten Gebühren zu erheben. Weder Morningstar noch seine Inhaltelieferanten sind für Schäden oder Verluste verantwortlich, die aus der Verwendung von Ratings, Rating-Berichten oder hierin enthaltenen Informationen herrühren.

248Q22015