

Meriten Makro-Brief

Volkswirtschaftliche Analysen und Kommentare

Was, wenn Draghi so weitermacht?

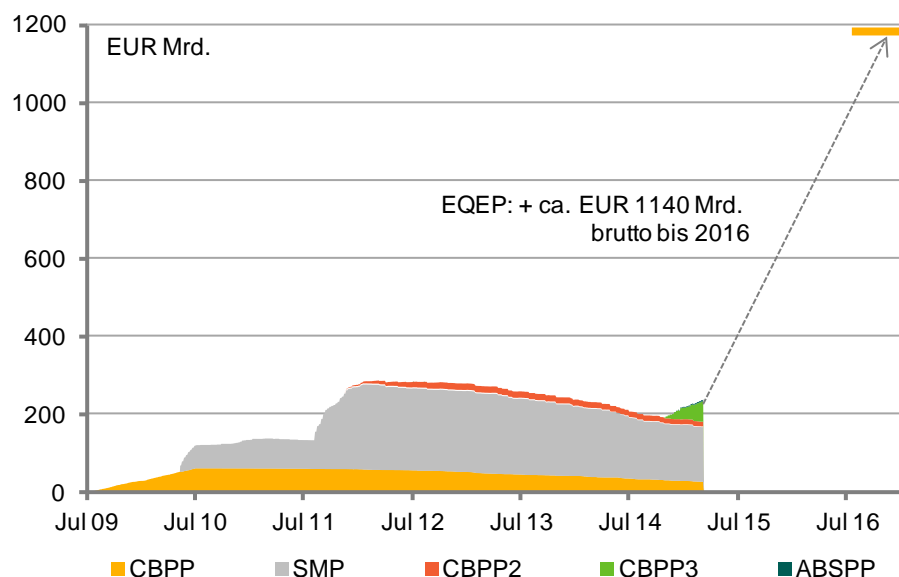


Holger Fahrinkrug, Chefvolkswirt
Meriten Investment Management

Wir haben lange die theoretischen Diskussionen geführt, ob Staatsanleihekäufe der Europäischen Zentralbank (EZB) ökonomisch notwendig, sinnvoll oder gar schädlich sind, ob sie politisch gesehen die falschen Anreize setzen, ob sie legal im Sinne der EU-Verträge und der EZB-Statuten sind, und ob sie im institutionellen Rahmen der EWU überhaupt Wirkung entfalten können. Diese Phase ist vorbei; Mario Draghi hat einmal mehr Tatsachen geschaffen.

Nachdem die EZB mit ihrem 1,14 Billionen-Euro-Quantitative-Easing-Programm (nennen wir es kurz: *EQEP*) „live“ gegangen ist, wird keine zuständige Institution – weder das Bundesverfassungsgericht, noch der Europäische Gerichtshof – es für rechtlich unzulässig erklären. Zu groß wäre der Schaden für die europäischen und nationalen Zentralbanken, für alle privaten Investoren, die mehr oder weniger widerwillig im Liquiditätsstrom mitschwimmen, für die Stabilität des EWU-Finanzsystems und der Mitgliedsstaaten. *EQEP* ist also *here to stay*...

Chart: EZB-Offenmarktkäufe: Ausstehende Beträge



Wie stark die Auswirkungen auf die Finanzmärkte sind, wurde bereits in der ersten Woche klar. Die bereits im Vorfeld gefallen Renditen von allen Euro-Fixed-Income-Instrumenten schmolzen wie Butter in der Sonne. In den ersten drei Tagen beliefen sich die Ankäufe auf 9,8 Mrd. Euro, entsprechend dem Ziel, 60 Mrd. Euro pro Monat zu kaufen. Wenn dieses

Tempo beibehalten wird, belaufen sich die Käufe auf 720 Mrd. Euro pro Jahr. Unter der Prämisse, dass 80 Prozent davon in Staatsanleihen der Euro-Mitgliedsstaaten fließen, würden EZB und nationale Zentralbanken circa 9 Prozent des ausstehenden Marktvolumens pro Jahr erwerben. Das ist doppelt so viel wie die Fed im Rahmen von QE3 gekauft hat (4,4 Prozent des US-Treasury-Marktes p. a.).

Es kommt hinzu, dass der Staatsanleihemarkt in der Eurozone fragmentiert ist, denn die einzelnen nationalen Märkte weisen äußerst unterschiedliche Liquiditätsgrade auf. Das dürfte die durchschnittliche Preisreaktion verglichen mit den Treasury-Käufen der Fed erhöhen. Auch andere Assetmärkte in der Eurozone haben eine geringere Markttiefe als ihre US-Pendants. Der von Mario Draghi angestrebte Portfolioeffekt, also die Verdrängung von Investoren aus niedrig bis negativ rentierenden Staatsanleihemärkten in andere Assetklassen, zum Beispiel die Creditmärkte, dürfte daher auch dort eine stärkere Preisreaktion auslösen als in den USA, bis hinein in die Aktienmärkte.

Und schließlich wird die Wirksamkeit von EQEP dadurch erhöht, dass die Regulierung des EWU-Finanzsektors viele Investoren zwingt, Staatsanleihen in der Bilanz zu halten. Unsere oben aufgemachte Rechnung, die auf dem Gesamtvolumen aller ausstehenden Staatsanleihen basiert, überschätzt also die tatsächlich verfügbare Liquidität, da die Abgabebereitschaft für Staatsanleihen und andere Durationsprodukte bei vielen Investoren gering und wenig preissensibel ist.

Wenn EQEP also bis zum frühesten von der EZB vorgesehenen Endpunkt (September 2016) 80 Prozent von 1.140 Mrd. Euro in den Staatsanleihemarkt investiert, so entspricht dies rechnerisch knapp 15 Prozent des Gesamtmarktes, repräsentiert aber tatsächlich einen erheblich höheren Anteil an den liquiden verfügbaren Marktinstrumenten. Etwas unvornehmer ausgedrückt: EQEP wird die EWU-Märkte in erheblich höherem Ausmaß manipulieren als QE3 der Fed dies je getan hat.

Damit zurück zur Ausgangsfrage: Was, wenn Draghi so weitermacht? Die bisherige Erfahrung mit EQEP lässt uns vermuten, dass es der EZB relativ schnell gelingen dürfte, nicht nur Renditen von Bundesanleihen mit Laufzeiten bis zu 10 Jahre in den (leicht) negativen Bereich, sondern auch das lange Ende der Kurve, das erheblich illiquider ist, weiter in Richtung Null-Linie zu drücken.

Investoren, die auf positive laufende Erträge angewiesen sind, werden also zusehends in andere Märkte gedrängt, wodurch auch Euro-Peripherie- und -Credit Spreads weiter schrumpfen dürften. Punktprognosen für das Ausmaß abzugeben, wäre allerdings unseriös. Eine Inversion der Zinsstruktur erwarten wir zunächst nicht, obwohl EQEP den Laufzeitbereich bis zwei Jahre auslöst.

Angesichts nicht mehr auskömmlicher Renditen in Euro-Märkten könnten Investoren – so dies zu ihrem Risikoprofil passt – in andere Währungen ausweichen. Dies schwächt den Euro und ist daher erklärtes EZB-Ziel. Auch in dieser Hinsicht hat uns die Stärke der Bewegung in den ersten EQEP-Tagen erstaunt. Noch vor wenigen Wochen hielten wir die Idee,

dass der Euro zum US-Dollar auf Parität fallen könnte, für aggressiv. Aus heutiger Sicht fehlt dazu weniger als eine Wochenbewegung.

Angesichts der Effektivität von EQEP an den Euro-Assetmärkten und der erwarteten geldpolitischen Wende in den USA steht heute eher die Frage im Raum, ob – und wenn ja, wie schnell – der Euro seinen historischen Tiefststand von etwas unter 0,83 US-Dollar aus dem Jahr 2000 erreicht. Ein Zwölfjahrestief hat er bereits erreicht. Wenn er mit derselben Geschwindigkeit wie im Durchschnitt der vergangenen drei Monate weiterfallen würde, wäre das historische Tief im Juli 2015 erreicht.

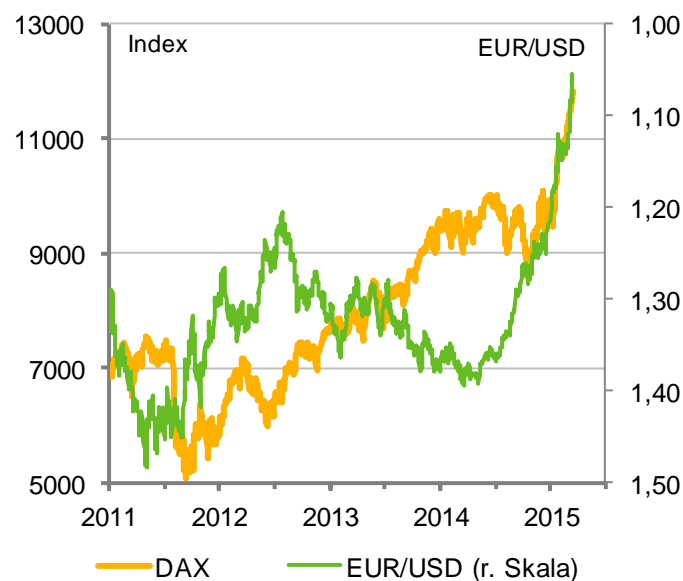
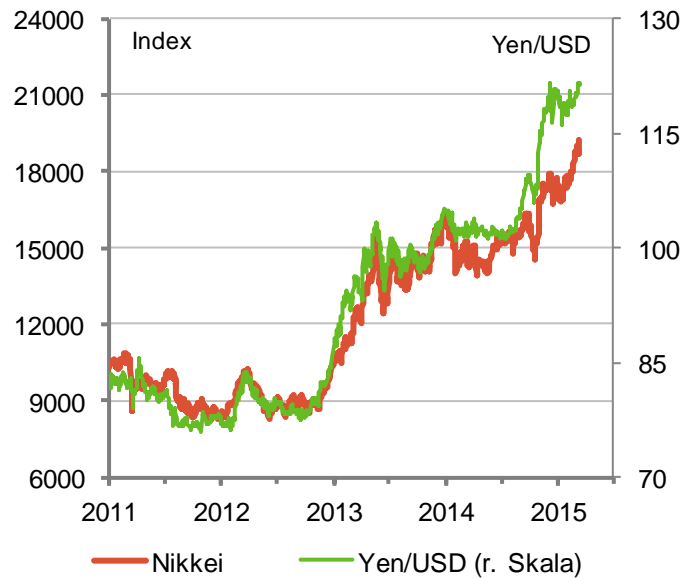
"Marktanteile" von Fed und EZB		
Mrd. USD bzw. Euro	Fed QE3	EQEP*
Staatsanleihe-Käufe/Monat	45,0	48,0
Staatsanleihe-Käufe/Jahr	540,0	576,0
Marktanteil	4,3%	9,4%

*Annahme: 80% des Programms fließen in Staatsanleihen

Quelle: Macrobond, Sifma, Meriten Investment Management

Und die Aktienmärkte? Wenn sich der deutsche Markt in Reaktion auf die Euro-Abwertung so verhalten würde, wie es der japanische in Zeiten aggressiver Yen-Abwertung tat, wäre im Falle eines Erreichens der alten Euro-Tiefststände mit einem DAX von 14.000 Punkten oder mehr und einem EuroStoxx50-Stand von deutlich über 4.000 Punkten zu rechnen. Wenn gleichzeitig auch noch Wachstums- und Gewinnprognosen im Zuge der Entwicklung zulegen, könnte sogar mehr drin sein. Und die Märkte anderer EWU-Länder könnten ebenfalls mit einem Hebel profitieren.

Aktienmärkte: Dancing with the dollar



Quelle: Bloomberg, Meriten Investment Management

Das sind wohlgerne keine Prognosen, sondern konstruierte Szenarien, für die Japan nur ein illustratives Beispiel ist. Sie beruhen auf der Annahme, dass die jüngere Vergangenheit quasi-linear in die Zukunft fortgeschrieben werden kann. Dass sich die Märkte tatsächlich so entwickeln, ist natürlich unwahrscheinlich. Möglich wäre es aber.

Wie sieht es mit den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen von EQEP aus? Gibt es ein Makro-Szenario, das konsistent mit der beschriebenen Marktentwicklung wäre?

Es dürfte unzweifelhaft sein, dass die deutliche Euro-Abwertung, gekoppelt mit noch geringeren Renditen und dem niedrigen Ölpreis, einen starken Wachstumsimpuls gibt. Trotz der weiter schwelenden Ukraine-Krise gehen wir daher davon aus, dass sich Geschäfts- und Konsumklima in der Eurozone weiter aufhellen. Im Zuge dessen dürfte sich auch die Kreditnachfrage erholen, als Zeichen zunehmender Investitions- und Konsumneigung. Dass der Außenhandel vom schwachen Euro profitiert, ist ebenfalls klar. Es ist daher anzunehmen, dass sich auch die Wachstumsprognosen weiter verbessern werden und die Eurozone auf der Bugwelle von EQEP auf ein Wachstumstempo zwischen 1,5 und 2 Prozent zusteuert.

Angesichts der Konjunkturschwäche der vergangenen Jahre, der großen Produktivitätslücken einzelner Eurostaaten und der damit einhergehenden hohen Arbeitslosigkeit im EWU-Durchschnitt dürfte es relativ lange dauern, ehe dies zu einem signifikanten Anstieg des binnenwirtschaftlichen Inflationsdrucks führt.

Wenn allerdings der Ölpreis nicht nochmals deutlich fällt, der Euro aber weiter abwertet, wenn Deutschlands BIP-Wachstum, wie wir es erwarten, bereits zur kommenden Jahreswende in Richtung 2 Prozent beschleunigt und der regional bereits leergefegte Arbeitsmarkt zu weiteren deutlichen Lohnzuwächsen hierzulande führt, dann ist es durchaus vorstellbar, dass sich die durchschnittliche Inflationsrate der gesamten Eurozone in den kommenden zwölf Monaten in den positiven Bereich entwickelt und sogar das EZB-Ziel von knapp unter 2 Prozent ins Visier nimmt.

Dieses makroökonomische Szenario entspricht im Wesentlichen der Zielsetzung der EZB. Wie werden sich aber die Märkte verhalten, falls es tatsächlich eintritt? Immerhin beschreibt der vorangegangene Absatz ein nominales BIP-Wachstum von knapp 4 Prozent, das kaum mit Null- oder Negativrenditen konsistent wäre.

Diese Überlegung umschreibt das größte Risiko, das wir mit EQEP assoziieren: Wir glauben, dass der Zeitraum, den die EZB für das Programm vorgesehen hat, möglicherweise zu lang ist, und dass sie es möglicherweise schneller beenden wollen wird als vorgesehen. Angesichts der Stärke der Marktmanipulation durch EQEP könnte der Exit dann für die EZB auch erheblich schwieriger – und für die Märkte volatiler – werden als für die Fed. Paradoxerweise könnte EQEP also gerade dann Probleme bereiten, wenn die EZB ihre Ziele (schnell) erreicht.

Was ergibt sich daraus als Schlussfolgerung für Investoren? Es wäre sicher töricht, sich schon zu Beginn von EQEP gegen die EZB zu stellen. Sie dominiert die Märkte gerade zu Beginn des Programms und es dürfte ihr daher gelingen, Renditen zunächst auf neue Tiefststände zu treiben und dort auch zu stabilisieren. Auch die beabsichtigte Euro-Abwertung erreicht sie ohne Zweifel, zumindest, solange die Fed dies toleriert und auf Zinserhöhungskurs bleibt.

Je stärker und je schneller sich allerdings der beabsichtigte Erfolg von EQEP einstellt, desto deutlicher dürfte die Gefahr werden, dass ein zu später Ausstieg aus dem Programm für die Märkte schwer verdaulich werden könnte. Wenn die EZB die Renditen tatsächlich gegen ein deutlich

zunehmendes nominales Wachstum unangemessen niedrig hält, wird auch den Marktteilnehmern das mit EQEP verbundene Risiko platzender Blasen bewusst werden. Spätestens dann werden Durationswetten, die heute der „trade of the day“ sind, deutlich an Charme verlieren.

Credit und andere Risikoassetklassen würden im Falle steigender Renditen dann sicher in Mithaftung genommen werden – in dem Maße, in dem sie während EQEP von Zuflüssen profitiert haben. Sie dürften allerdings bewertungstechnisch besser abgesichert sein als reine Durationsprodukte, wenn der EZB-Exit aus dem Grund erfolgt, dass Konjunktur und Inflation in der Eurozone sich erholen.

All dies beschreibt mögliche Szenarien, die sich aus dem Ankaufprogramm der EZB ergeben. Das Unerfreuliche ist, dass es mehrere plausible Alternativszenarien gibt, die vollkommen andere Marktreaktionen nach sich ziehen würden. Investieren bleibt also schwierig. Aber: War es das nicht immer?

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. Außerdem unterliegen Anlagen in einer anderen Währung Wechselkursänderungen, die sich auf den Wert, Preis oder die Rendite der Anlage negativ auswirken können. Meriten Investment Management 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. Meriten Investment Management 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 von Meriten Investment Management reproduziert oder weiter versandt werden. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

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.

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.

Bei Alternative Investments können Anlagentechniken (wie z.B. die Aufnahme von Fremdkapital, Leerverkäufe und Derivate) zum Einsatz kommen, die zusätzlichen Risiken unterliegen. Die niedrigen Anfangseinschüsse, die in der Regel zur Errichtung einer Position in solchen Instrumenten erforderlich sind, ermöglichen ein hohes Maß an Hebelwirkung. Dementsprechend kann sich eine verhältnismäßig kleine Bewegung im Preis eines Vermögensgegenstands in einem Gewinn oder Verlust niederschlagen, der im Verhältnis zum tatsächlich eingesetzten Kapital hoch ausfallen und zu einem überproportionalen Verlust führen kann, der über das geleistete Kapital hinausgeht. Transaktionen in außerbörslich gehandelten Derivaten können zusätzliche Risiken, insbesondere Liquiditäts- und Kontrahentenrisiken beinhalten. Es kann sich daher als schwierig erweisen, solche Transaktionen zu schließen, zu bewerten oder das Risiko einzuschätzen. Eine Anlage kann ebenfalls einem hohen Risiko unterliegen, wenn sie in Unternehmen getätigt wird, deren Emissionen nicht öffentlich oder frei handelbar und daher schwierig zu veräußern sind. Bei solchen Unternehmen kann zudem ein erhöhtes Risiko eines unternehmerischen Misserfolgs als bei größeren, börsennotierten Unternehmen bestehen. Anleger von Alternative Investments müssen bereit und in der Lage sein, Verluste des eingesetzten Kapitals bis hin zum Totalverlust hinzunehmen. Vermögensgegenstände können ganz oder teilweise nicht von einer Verwahrstelle, sondern einem Prime Broker verwahrt werden. Sofern der Prime Broker seinen Sitz außerhalb des Geltungsbereiches des Kapitalanlagegesetzbuches hat, unterliegt dieser nicht der staatlichen Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Anlagen in Fonds, die in Alternative Investments investieren, sollten auf Grundlage des derzeit gültigen Verkaufsprospekts erfolgen. Dieser kann zusammen mit dem aktuellen Jahres- und ggf. Halbjahresbericht kostenlos bei der Meriten Investment Management GmbH, Herzogstraße 15, 40217 Düsseldorf 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 Meriten Investment Management 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 Meriten Investment Management Leistungen für ein Investmentprodukt einer dritten Gesellschaft, so erhält Meriten Investment Management 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 Meriten Investment Management 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 in Bezug auf Morningstar 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.

STOXX Limited ("STOXX") ist die Quelle der in diesem Dokument genannten STOXX-Indizes und der darin enthaltenen Daten. STOXX war bei der Herstellung und Aufbereitung von in diesem Bericht enthaltenen Informationen in keiner Weise beteiligt und schliesst für solche Informationen jede Gewähr und jede Haftung aus, einschliesslich für ihre Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Tauglichkeit zu beliebigen Zwecken. Jede Verbreitung oder Weitergabe solcher Informationen, die STOXX betreffen, ist untersagt