assenagon

Hüfners Wochenkommentar

18-22

Trump in Europa

6. Juni 2018

- Der Mythos der Unzerbrechlichkeit des Euro ist mit den Ereignissen nach den Wahlen in Italien zerbrochen.
- Das ist die Folge einer vor allem populistischen Wirtschaftspolitik, die jetzt auch in Europa verstärkt Einzug hält.
- Die Zins-Spreads innerhalb der Währungsunion werden in Zukunft umso größer sein, je größer die Wahrscheinlichkeit, dass ein Land die Gemeinschaft in Frage stellt.

Der 29. Mai 2018 wird in die Geschichte des Euro eingehen. Es ist der Tag, an dem das eigentlich Undenkbare geschah: Der Mythos der Unzerbrechlichkeit der Gemeinschaftswährung zerbrach. Zum ersten Mal spekulierten die Märkte offen darauf, dass Italien aus der Währungsunion austreten könnte. Das war vorher stets nur als ganz entfernte Möglichkeit in Betracht gezogen worden.

Entsprechend geschockt waren die Märkte. Die Renditen für römische Staatsanleihen schossen binnen weniger Stunden nach oben, bei 10-jährigen Laufzeiten auf über 3 %. Bewegungen wie die an diesem Tag sind bei einer so stabilen Anlageklasse wie Renten ganz und gar ungewöhnlich. Die Investoren erlitten Kursverluste von zeitweise mehr als 5 %. So etwas kommt normalerweise bei Aktien vor, aber nicht bei Renten.

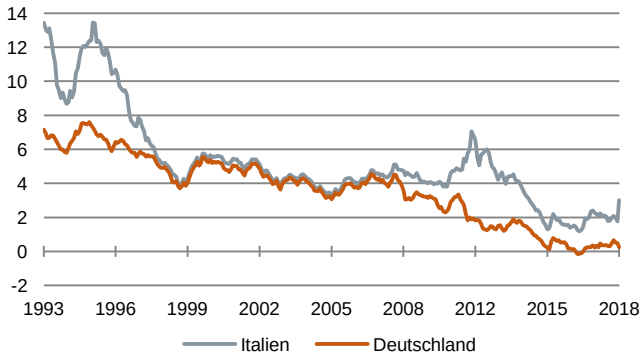
> »Es ist einer der großen Vorzüge Amerikas, dass es auch einen Trump aushalten kann. Bei Europa bin ich da nicht so sicher.«

Ich möchte hier die These aufstellen, dass das nicht nur ein "Betriebsunfall" war. Es ist vielmehr der Beginn einer neuen Zeitrechnung im Euro. Wenn ich es plastisch formulieren wollte: Trump ist nach Europa gekommen. Der US-Präsident steht für eine populistische Wirtschaftspolitik. Er stellt alles in Frage. Er hält sich nicht an Regeln. Er fühlt sich auch durch langjährige Bündnisse nicht gebunden. Er ist in seinen Handlungen unvorhersehbar.

Jetzt sehen wir das erstmals in größerem Umfang auch in Europa. Bei den italienischen Parlamentswahlen im März errangen die rechtsextreme Lega Nord und die linksextreme Cinque Stelle zusammen eine Mehrheit im Parlament. Sie stellen vor allem zwei Dinge in Frage. Erstens die proeuropäische Ausrichtung der italienischen Politik, vor allem auch die Zugehörigkeit zum Euro. Das hätte sich niemand wirklich vorstellen können, zumal Italien eines der sechs Gründungsmitglieder der europäischen Gemeinschaft ist und darauf auch immer besonders stolz war. Zweitens, und damit im Zusammenhang, die Verträge von Maastricht mit der Priorität der Preisstabilität und solider Staatsfinanzen. Italien hatte in den letzten Jahren außerordentliche Anstrengungen unternommen, um das Defizit des öffentlichen Haushalts unter 3 % zu drücken und einen Leistungsbilanzüberschuss zu erreichen.

RISIKEN IM EURORAUM

Zins für 10-jährige Staatsanleihen in Italien und Deutschland in %



Quelle: EZB

Nun könnte man sagen, dass das irreale Hirngespinste sind, die man nicht so ernst nehmen sollte. Sie können, wenn es ernst wird, auch wieder zurückgezogen werden. Die italienische Bevölkerung steht nach Umfragen angeblich immer noch zum Euro. Mit einer solchen Haltung macht man es sich aber zu leicht. Denn die jetzt regierenden Parteien sind – wie im Falle des amerikanischen Präsidenten – demokratisch legitimiert. Ihre Meinung kann sich zwar im Zeitablauf ändern. Es kann auch Neuwahlen geben. Aber solange das nicht der Fall ist, müssen wir das so akzeptieren. So wie das die Amerikaner bei Trump tun müssen und die Briten im Falle des Brexits. Wir können allenfalls froh sein, dass es uns in Europa nicht schon früher, nämlich bei den Wahlen in Frankreich und den Niederlanden im vorigen Jahr, erwischt hat.

Das bedeutet: Die Unruhen der letzten Tage im Zusammenhang mit den Ereignissen in Italien sind keine vorübergehende Verirrung oder Übertreibung des Marktes. Wir leben von nun an nicht mehr in der geordneten Welt der Maastricht-Verträge, sondern in der Welt einer – wenn man so will – "populistischen Währungsunion". Der Euro und die europäischen Banken werden verletzlicher gegenüber Vertrau-

Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

enskrisen und internationalen Kapitalbewegungen. Der Vorteil des Euro gegenüber dem früheren Festkurssystem von Bretton Woods ist dahin.

Ist das nicht zu pessimistisch? Amerika ist mit Trump bisher ganz gut ausgekommen. Es gab zwar mehr Unsicherheit, aber die Finanzmärkte funktionierten nach wie vor ordentlich. Europa unterscheidet sich in dieser Hinsicht aber in einem Punkt ganz entscheidend: Die gemeinsame Währung und das Institutionengefüge Europas sind bei weitem noch nicht so gefestigt wie die der USA. Es ist einer der großen Vorzüge Amerikas, dass es auch einen Trump aushalten kann. Bei Europa bin ich da nicht so sicher. Es ist noch zu jung.

Die neuen Gegebenheiten haben auch Konsequenzen für die Zinsen im Euroraum. In der Grafik sind für das Verhältnis Deutschlands und Italiens drei Phasen erkennbar. Die erste war die Zeit vor der Währungsunion, in der die Differenz der beiden Zinsen sehr groß war. Die hohen Zinsen in Italien waren damals mit ein Grund, weshalb sich Italien dem Euro anschloss.

Dann kam nach der Einführung der Gemeinschaftswährung ein fast völliger Gleichlauf der Zinsen. Der Spread war minimal. Er war nach allgemeiner Meinung viel zu gering, um die Risikounterschiede ausreichend widerzuspiegeln. Insofern waren alle froh, dass er – das war dann die Phase Drei – nach der Finanzkrise 2008/2009 wieder anstieg.

Jetzt kommt die vierte Phase. Der Spread zeigt jetzt nicht nur die unterschiedlichen volkswirtschaftlichen Gegebenheiten, sondern darüber hinaus auch den Grad des Populismus in den einzelnen Ländern. Je größer die Wahrscheinlichkeit, dass ein Land sich nicht an die Regeln hält beziehungsweise den Euro in Frage stellt, desto höher der Spread. Im Augenblick ist er nach den Aufregungen der letzten Tage etwas geringer geworden. Er wird sich aber wieder ausweiten. Das gilt auch für andere Länder, wenn dort der Populismus Platz greift.

Für den Anleger

Wenn die Zinsen steigen, fallen die Kurse der Anleihen und der Investor macht Verluste. Schon seit einiger Zeit rate ich beim Kauf von Bonds vorsichtig zu sein. Andererseits: Je höher die Zinsen, umso interessanter werden die Kupons wenn man die Papiere über die ganze Laufzeit hält. Vor allem bei Anleihen von Unternehmen und Emerging Markets kann man inzwischen ordentliche Renditen erzielen. Allerdings sind solche Papiere mit Emittenten- und eventuell auch mit Währungsrisiken verbunden.

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 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. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher 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 jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) 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 U.S. 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. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode, Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. 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. 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. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. 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. 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. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten bzw. zu spät oder unvollständig ankommen können.

© 2018