

- Entgegen allen Erwartungen hat Europa die USA beim Wachstum in den ersten drei Monaten weit abgehängt.
- Die Märkte haben darauf bisher kaum reagiert. Der Grund: Das gute Wirtschaftswachstum Europas wurde durch höhere politische Risiken kompensiert.
- Das wird nicht so bleiben. Die Wachstumsdifferenzen werden zu Umschichtungen auf den Märkten führen.

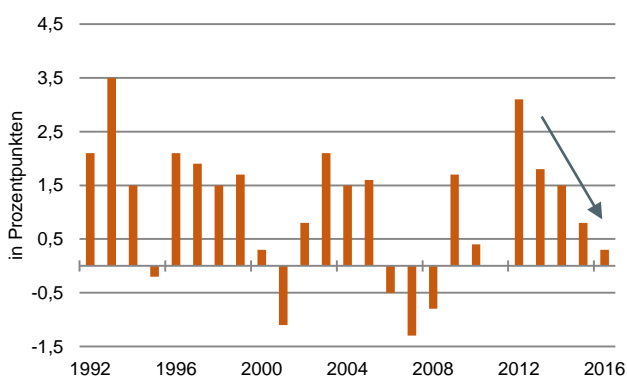
In der letzten Woche ist etwas passiert, was mein volkswirtschaftliches Weltbild erschüttert hat. Bisher ging ich immer davon aus, dass Amerika den Europäern in Sachen Dynamik, Flexibilität und Innovationskraft weit überlegen ist. Europa ist wirtschaftlich gesehen ein alter Kontinent. Es leidet zudem unter politischer Sklerose. Es war daher zu vermuten, dass die USA auch in diesem Jahr wieder deutlich schneller wachsen würden als Europa.

Jetzt scheint es aber ganz anders zu kommen. Wie die Statistischen Ämter in Washington und Luxemburg bekannt gaben, ist das reale Bruttoinlandsprodukt im Euroraum in den ersten drei Monaten dieses Jahres vier Mal (!) so schnell gewachsen wie das der USA. Es erhöhte sich um 2 % verglichen mit nur 0,5 % in den USA (jeweils annualisiert und saisonbereinigt). So groß war der Abstand bisher noch selten. Deutschland ist nach dieser Rechnung sogar um 2,8 % gewachsen. Das hatte wohl auch kaum jemand auf der Rechnung. Erstaunlicherweise wurde es in der Öffentlichkeit relativ wenig beachtet.

Haben die Anleger hier etwas verpasst? Müssen wir umdenken?

DER VORSPRUNG SCHMILZT

Differenz der Wachstumsraten zwischen USA und dem Euroraum, real



Quelle: IWF, eigene Schätzung

Nun muss man freilich die Kirche im Dorf lassen. So dramatisch, wie es auf den ersten Blick aussieht, ist das Ganze nicht. Es handelt sich hier nur um das Ergebnis eines Quartals. Da spielen häufig Sonderfaktoren (wie etwa das Wetter

oder statistische Ungenauigkeiten) eine Rolle. Zudem werden die Zahlen hinterher noch oft korrigiert. Im Gesamtjahr wird das Ergebnis vermutlich nicht mehr so krass aussehen. Die USA werden dann wohl immer noch etwas schneller wachsen als die Europäer, allerdings nur noch wenig.

Andererseits zeigt die Grafik, dass die Entwicklung nicht ganz zufällig ist. Bereits seit vier Jahren nimmt der Abstand der Wachstumsraten zwischen den USA und dem Euroraum ab. 2012 lag er noch bei über drei Prozentpunkten. In diesem Jahr werden es vermutlich nur noch 0,1 oder 0,2 sein. Wir müssen den Trend also schon ernst nehmen.

»Die Politik macht die wirtschaftliche Dynamik Europas zunichte. Das ist kein neues Phänomen.«

Was ergibt sich daraus für die Märkte? Eigentlich müsste es zu erheblichen Umschichtungen kommen. Internationale Anleger müssten sich von Amerika verabschieden und sich Europa zuwenden. Das tun sie aber offensichtlich nicht. Der US-Dollar ist auf den Devisenmärkten immer noch recht stark. Die amerikanischen Aktien haben sich im bisherigen Jahresverlauf insgesamt sogar besser entwickelt als die europäischen. Die amerikanischen Rentenmärkte haben auf die Wachstumszahlen kaum reagiert. Die Langfristzinsen sind nach wie vor wesentlich höher als in Europa. Das liegt zum Teil aber an den Wertpapierkäufen der EZB.

Die Finanzmärkte scheinen gegenüber der realwirtschaftlichen Entwicklung also resistent zu sein. Das ist ungewöhnlich. Es gibt dafür aber einen einfachen Grund. Das sind die schwierigen politischen Verhältnisse in Europa. Zu den immer noch nicht ganz aufgearbeiteten Risiken in den südeuropäischen Krisenländern kommen in diesem Jahr das Thema Brexit und das leidige Flüchtlingsproblem hinzu. Die Politik macht die wirtschaftliche Dynamik Europas zunichte. Das ist kein neues Phänomen. Das hat es auch schon früher gegeben.

Es wird jedoch nicht so bleiben, wenn nicht noch etwas ganz Überraschendes passiert. Vielmehr ist zu vermuten, dass die Geldpolitik in den USA und in Europa unter den Wachstumsgegebenheiten nicht auf so extrem unterschiedlichen Positionen bleibt. Die Federal Reserve wird einen langsameren Gang bei den Zinserhöhungen einschlagen (vermutlich nur noch eine Zinserhöhung in diesem Jahr). Die Europäische Zentralbank wird ihre Lockerung zwar nicht beenden. Sie wird vermutlich aber auch keine – oder wenn, dann nur bescheidenere – neuen Expansionsmaßnahmen beschließen.

Für die Devisenmärkte heißt das: Die wichtigste treibende Kraft für die Dollar-Aufwertung in letzter Zeit wird schwächer. Der Markt wird weniger auf die Geldpolitik schauen als auf die realen Gegebenheiten. In den USA wird der Widerstand gegen weitere Wechselkursaufwertungen stärker werden. Die Wahrscheinlichkeit, dass der US-Dollar am Jahresende gegenüber dem Euro bei 1,20 steht, ist aus meiner Sicht größer, als dass er bei der Parität ist.

Am Bondmarkt wird sich die Differenz der Renditen bei 10-jährigen Staatspapieren nicht ausweiten, sondern eher einengen. Sie ist historisch gesehen ohnehin sehr groß. Man muss schon in die Hochzinsphase der 80er Jahre zurückgehen, um so hohe Spreads zu finden. Theoretisch kann die Einengung der Zinsdifferenz sowohl durch eine Senkung

der amerikanischen Renditen wie auch durch eine Erhöhung der europäischen geschehen. In der Praxis aber wird dies eher durch höhere Renditen hierzulande passieren, weil die Sätze hier gemessen an den Fundamentaldaten viel zu niedrig sind.

Am Aktienmarkt vermute ich, dass die Entwicklung diesseits und jenseits des Atlantiks nicht sehr unterschiedlich verlaufen wird. Die Amerikaner können wachstumsbedingt niedrigere Unternehmensgewinne durch einen schwächeren US-Dollar kompensieren. In Europa ist es genau umgekehrt. Die Aktien werden hier erst dann stärker steigen, wenn es gelingt, die fälligen Strukturreformen vor allem in Italien und Frankreich anzugehen.

Für den Anleger

Sie haben nichts verpasst. Das unterschiedliche Wachstum in den USA und Europa ist wichtig. Man muss es weiter beobachten. Aber Stand heute sollte man daraus noch keine weitergehenden Folgerungen ziehen. Wegen der politischen Risiken gibt es im Augenblick keinen Grund, Europa im Portefeuille zu übergewichten. Man sollte die Anlagen vielmehr weiter breit streuen, um gegen Überraschungen gewappnet zu sein.

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, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren.

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. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. 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 mit Wohn- oder Geschäftssitz in einer ausländischen Rechtsordnung sollten sich über derartige Einschränkungen informieren und sie entsprechend einhalten. 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 U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation 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 einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentlichen 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 Information und können eine individuelle Beratung 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.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.