

28. März 2018

- › Die Stimmung in der europäischen Gemeinschaft hat sich gebessert. Es gibt gute Argumente, dass die Eurokrise zu Ende geht.
- › Das Bild ist aber nicht ungetrübt. Die Kapitalflucht aus den Peripherieländern geht unverändert weiter. In Italien haben die europakritischen Parteien eine Mehrheit erreicht.
- › Es wird schwieriger in Europa, auch bei der geplanten Vertiefung der Währungsunion.

Jeweils zur Monatsmitte veröffentlicht die Bundesbank eine Statistik, die in der Öffentlichkeit wenig beachtet wird, die es aber in sich hat. Sie zeigt die Beträge, mit denen die Mitglieder der Währungsunion über das Europäische Zahlungsverkehrssystem bei der Bundesbank in der Kreide stehen. Im Februar waren es netto EUR 914 Mrd. Das waren EUR 32 Mrd. mehr als im Januar und EUR 100 Mrd. mehr als vor einem Jahr. Als ich die Zahl in der letzten Woche sah, erschrak ich. Erzählt sie doch eine ganz andere Geschichte als die, die man derzeit überall zur Währungsunion hört.

---

»Europa steht im Augenblick nicht so gut da, wie es in der Öffentlichkeit dargestellt wird.«

---

Nach der offiziellen Story steht die Gemeinschaft im Augenblick so gut da wie schon lange nicht mehr. Das Wachstum ist hoch. Die Arbeitslosigkeit geht zurück. Die Preissteigerung ist zwar noch nicht da, wo sie sein sollte. Die Gefahr der Deflation ist aber gebannt. Die Europäische Zentralbank baut ihre ultralockere Geldpolitik Stück für Stück ab. Auf den Devisenmärkten trotzt der Euro nur so vor Kraft. Das hängt auch damit zusammen, dass sich das Ansehen der Europäer in der Welt gebessert hat. Amerikanische Anleger kaufen wieder europäische Aktien und Bonds.

Bei der Verbesserung spielt auch eine Rolle, dass es bei den viel zitierten Reformen vorangeht. Irland, Portugal und Spanien wurden aus den Anpassungsprogrammen des ESM (European Stability Mechanism) "entlassen". Sie zahlen zum Teil schon Kredite zurück, die sie in der Krise erhalten hatten. Griechenland steht kurz vor dem Auslaufen der letzten Kredittranche. Wichtig ist auch, dass Frankreich die Modernisierung seines Arbeitsmarkts tatkräftig in Angriff genommen hat.

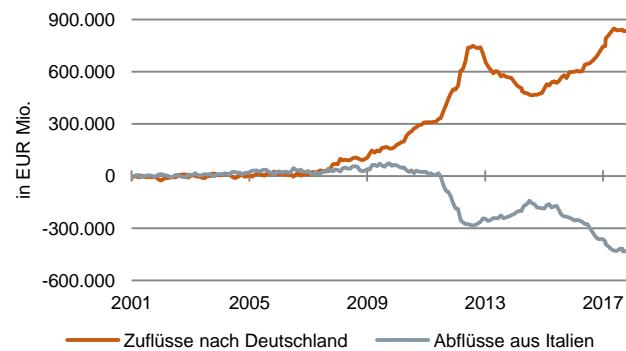
Das alles deutet darauf hin, dass die Eurokrise zehn Jahre nach dem Beginn endlich zu Ende gehen könnte. Die Politiker fangen schon wieder an, über neue Projekte in der Gemeinschaft nachzudenken. Die Europäische Kommission

wünscht sich eine Erweiterung der EU um die Länder des West-Balkans. Bulgarien soll der Währungsunion beitreten. Beides halte ich persönlich für viel zu früh.

Die Finanzminister wünschen sich eine Vertiefung der Integration. Die Bankenunion soll durch eine gemeinsame Einlagensicherung weitergeführt werden. Die Kapitalmarktunion soll in Angriff genommen werden. Dazu kommen die bekannten Projekte eines europäischen Finanzministers, eines zusätzlichen Investitionsbudgets für die Euroländer und die Weiterentwicklung des ESM zu einem Europäischen Währungsfonds.

In diese Euphorie platzen nun die neuen Zahlen der Bundesbank. Sie zeigen, dass die Welt in Europa doch nicht so heil ist. Das Vertrauen in der Eurozone ist nach wie vor gestört. Kapital flüchtet weiter aus den Peripherieländern (vor allem Italien und Spanien). Von einer Verbesserung ist hier nichts erkennbar. Im Gegenteil, die Situation wird schlimmer (siehe Grafik).

#### DIE KRISE GEHT WEITER Kapitalflüsse in Europa



Quelle: Euromonitor

Die Zahlen sind auch deshalb überraschend, weil die EZB etwas ganz anderes prognostiziert hatte. Aus ihrer Sicht waren die Kapitalflüsse innerhalb der Währungsunion eine Folge ihrer Wertpapierkäufe auf den Märkten. Wenn diese Käufe ausliefen, müssten deshalb auch die Kapitalflüsse aufhören. Nun haben sich diese Käufe in den letzten zwölf

## Widersprüchliches aus Europa

28. März 2018

Monaten von EUR 80 Mrd. auf EUR 30 Mrd. mehr als halbiert. Eine Abnahme der Kapitalflucht ist aber nicht zu erkennen.

Noch etwas kommt hinzu: Die letztverfügbaren Zahlen beziehen sich auf den Februar. Das war also noch vor den italienischen Wahlen. Dass die europakritischen Parteien bei diesen Wahlen eine Mehrheit erreicht haben, dürfte kaum zu einer Beruhigung der Situation beigetragen haben. Es ist eher zu vermuten, dass die Kapitalflucht aus Italien noch weiter zunimmt. Dies vor allem in dem Fall, dass sich die rechte Lega mit der linken 5-Sterne-Bewegung zu einer gemeinsamen Regierung zusammentreten sollten.

Im Übrigen hat die Europäische Zentralbank selbst gerade in den letzten Wochen immer wieder darauf hingewiesen, dass die Verbesserungen bei Wachstum, Beschäftigung und Inflation in der Gemeinschaft noch keineswegs gesichert sind. Sie sind vielmehr in erster Linie durch die ultralockere Geldpolitik bedingt. Wenn die Geldpolitik jetzt zu früh gestrafft würde, so die EZB, könnte es mit den Verbesserungen schnell vorbei sein. Das ist der Grund, weshalb sie sich bei der Normalisierung der Geldpolitik so viel Zeit lässt.

Meine Schlussfolgerung: Europa steht im Augenblick nicht so gut da, wie es in der Öffentlichkeit dargestellt wird. Es

mag zwar sein, dass sich Frankreich und Deutschland in den nächsten Wochen auf eine Reformagenda für die Währungsunion einigen. Das heißt aber noch lange nicht, dass das dann auch realisiert wird. Zum einen haben die nordischen Länder schon Opposition angemeldet. Wenn dann noch Italien als drittgrößte Volkswirtschaft des Euroraums einen europakritischeren Kurs fahren sollte, sind die Eingangschancen noch geringer. Ich kann mir zwar nicht vorstellen, dass Rom aus der Währungsunion ausscheidet. Ebenso unwahrscheinlich kommt es mir aber vor, dass es sich der notwendigen fiskalpolitischen Disziplin unterwirft.

## Für den Anleger

Wenn meine Einschätzung richtig ist, dann wird die Euphorie in Europa so nicht anhalten. Es wird schwieriger. Das wird sich auch an den Märkten zeigen. Der Euro wird trotz aller Unsicherheit mit der Politik Donald Trumps nicht mehr so stark aufwerten. Die Zinsen werden nicht so steigen, wie viele dies derzeit für angemessen halten. Auch an den europäischen Aktienmärkten wird es nicht die Kurssteigerungen geben, auf die viele hoffen.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com). Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://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 widervergänglicher 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](http://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, zu spät oder unvollständig ankommen können.