



Die Krise nach der Krise

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

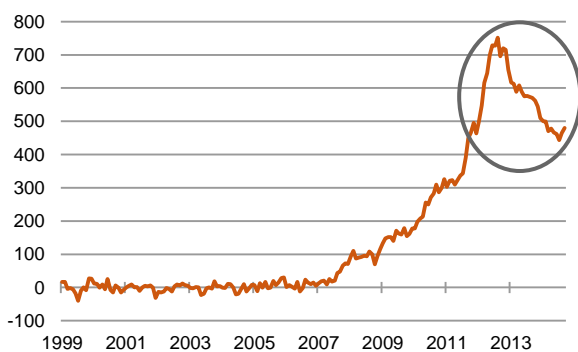
- **Seit einigen Wochen gibt es eine neue Eurokrise auf den Märkten.**
- **Sie ist noch relativ klein. Sie kann aber, wenn man nicht aufpasst, größer werden.**
- **Die Struktur der neuen Eurokrise unterscheidet sich in wichtigen Punkten von dem, was vor vier Jahren begann. Daher sind auch die Konsequenzen für Anleger andere.**

Eine Ursache für die gegenwärtige Verunsicherung der Märkte ist die unbefriedigende Entwicklung in Europa in den letzten Monaten. Es gibt Indizien, dass das Gespenst der Eurokrise wieder zurück ist. Die Lage auf dem alten Kontinent ist, so schrieb die Süddeutsche Zeitung vergangene Woche, so ernst wie seit zwei Jahren nicht mehr. Ist das richtig? Stehen wir wieder am Anfang einer neuen Krise und müssen uns auf Jahre mit Nachsitzungen in Brüssel und schmerzhaften Reparaturarbeiten einstellen?

Meine Antwort: Ja, es gibt eine neue Krise in Europa. Wichtigstes Indiz ist, dass kein Kapital mehr aus dem Ausland auf den Kontinent kommt. Aber nein, das ist keine Neuauflage der Ereignisse, wie wir sie 2010 hatten. Es ist – jedenfalls bisher – kleiner, weniger gefährlich und unterscheidet sich in wichtigen Punkten. Es erscheint nur deshalb so dramatisch, weil die erste Eurokrise noch nicht vorbei ist. Hier die Gründe:

Die längere Perspektive

Target-Salden der Bundesbank mit der EZB in EUR Mrd.



Quelle: ifo

Schauen Sie sich zunächst die Target-Salden im Europäischen Zahlungsverkehr in der Grafik an. Sie sind ein guter Indikator für die Lage in der Währungsunion. Ich habe das in meinem neuen Buch "40 Geldfallen, die Sie besser vermeiden" ausführlich beschrieben. Diese Salden sind bis 2012 auf EUR 750 Mrd. gestiegen. Sie haben sich seitdem bis auf EUR 450 Mrd. verringert. In den letzten zwei Monaten haben sie sich gerade mal um EUR 36 Mrd. erhöht (5 % der ursprünglichen Größenordnung).

Das sieht nicht nach einer neuen Krise aus. Es ist eher eine Unterbrechung des vorherigen Besserungsprozesses. Freilich besteht die Gefahr, dass es, wenn wir nicht aufpassen, größer wird.

Wichtig ist ferner: Anders als in der ersten Eurokrise geht es jetzt nicht mehr um die Existenz der Gemeinschaftswährung. Sie steht nirgendwo mehr zur Disposition. Kaum jemand will zu den früheren nationalen Währungen zurück. Was allenfalls gefordert wird ist, dass Griechenland aus der Währungsunion austreten sollte. Aber es ist nicht zu erwarten, dass sich dadurch die jetzigen Probleme nachhaltig bessern würden.

Manche argumentieren, der Euro sei aber an den Devisenmärkten schwach geworden. Natürlich hat sich der Wechselkurs der Gemeinschaftswährung zuletzt abgewertet. Aber das ist keine Schwäche, sondern allenfalls eine Korrektur früherer überzogener Aufwertungen. Mit Kursen von 1,27 Dollar je Euro ist der Euro immer noch stark. Die Kaufkraftparität liegt nach OECD-Berechnungen bei 1,11 Dollar.

Die Ursachen der Krise sind andere als früher. Im Mittelpunkt stehen nicht die zu hohen Staatsschulden. Es sind vielmehr in erster Linie die schwache Konjunktur und die Gefahr einer Deflation. Manche sprechen daher nicht von einer Eurokrise, sondern von einer Eurokonjunkturkrise. So etwas lässt sich leichter reparieren und dauert – weil zyklisch bedingt – in der Regel auch nicht so lange.

Freilich darf man sich die Sache nicht zu einfach machen. Zwei Dinge beunruhigen mich. Das eine ist die Weigerung (oder Unfähigkeit) der französischen Regierung zu Strukturreformen, um die Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern. Zudem hält sich Paris nicht mehr an die Regeln der Währungsunion. Das zweite ist, dass in Italien zuletzt Bonitätsprobleme aufgetaucht sind. Es gibt Anzeichen, dass die Bereitschaft der europäischen



Banken abnimmt, Forderungen gegenüber Italien in die Bücher zu nehmen. Der negative Target-Saldo Italiens gegenüber der Europäischen Zentralbank hat sich im August/September um EUR 67 Mrd. erhöht. Beides ist ernst zu nehmen. Es zehrt am Vertrauen in die gemeinsame Währung. Zudem stellt es die Funktionsfähigkeit der Geldpolitik in Frage.

Die betroffenen Staaten sind in der neuen Eurokrise andere. Im Mittelpunkt stehen nicht mehr die Peripherieländer Irland, Portugal und Spanien. Sorgenkinder sind eher die Staaten in der Mitte Europas, also Deutschland und Österreich sowie Frankreich und Italien. Spanien wird in diesem und im nächsten Jahr stärker wachsen als Deutschland. Nur Griechenland war damals wie heute ein Problem.

Auslöser der Krise ist nicht die Zahlungsunfähigkeit einzelner Staaten. Entstanden ist die Situation vielmehr durch Kapitalabzüge nach dem Ende der sogenannten "Recovery Trades". Das waren Geldanlagen (unter anderem amerikanischer Hedge-Fonds), die von der Verbesserung auf den europäischen Märkten im Zuge des Abklingens der Eurokrise profitieren wollten. Sie hatten

Anleihen und Aktien der Peripherieländer gekauft und konnten sie im Sommer mit erheblichen Gewinnen verkaufen. Diese Kapitalabflüsse sind jetzt weitgehend zu Ende. Nach Befragungen amerikanischer Fondsgesellschaften ist die Übergewichtung Europas in den Portfolios weitgehend abgebaut.

Für den Anleger

Für eine Flucht aus dem Euro, die bei der ersten Eurokrise von manchem in Erwägung gezogen wurde, gibt es keinen Anlass. Die Währung ist stabil und wird nicht zerbrechen. Man sollte auch nicht alle Euro-Anlagen in Aktien und Renten in Frage stellen. Es gibt Märkte (zum Beispiel Spanien), in denen die Regierungen ihre Hausaufgaben gemacht haben und die sich wirtschaftlich gut entwickeln werden (es bleiben dort allerdings politische Risiken). Freilich ist die Nervosität der Anleger groß. Es kann daher zunächst noch zu größeren Schwankungen kommen. Es empfehlen sich daher defensivere Anlagen. Innerhalb Europas kommen auch Anlagen in Frage, die von dem neuen Trend zur privaten Finanzierung von Infrastrukturinvestitionen profitieren.

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

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. 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, Assenagon Client Service GmbH, München 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 diesem Dokument 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) oder der USA noch sind sie zu diesem Zweck bestimmt.

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.