



### Griechenland ist nicht alles

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

- **Die Auswirkungen der Griechenlandkrise auf die Aktienmärkte werden derzeit überschätzt.**
- **Die weltwirtschaftlichen Umfeldbedingungen zeichnen für die Finanzmärkte ein freundlicheres Bild.**
- **Es kann sein, dass die Aktienkurse in den nächsten Wochen noch einmal zurückgehen. DAX-Stände von 10.500 oder 10.000 sind aber Gelegenheiten, wieder zu kaufen.**

Die Märkte reagieren wieder einmal widersprüchlich. Wenn es allein nach Griechenland ginge, dann müsste man Aktien schleunigst verkaufen. Eine Einigung zwischen Athen und Brüssel ist nach der Volksabstimmung so weit entfernt wie nie. Ein Grexit, also ein Ausscheiden Griechenlands aus dem Euro, wird immer wahrscheinlicher. Schaut man sich aber die tatsächliche Entwicklung der Märkte an, so halten sie sich überraschend gut. Am Montag nach dem Referendum ist der DAX zunächst um 300 Punkte eingebrochen, hat sich aber dann sehr schnell wieder um 100 Punkte erholt. Der Euro-Wechselkurs hat sich kaum bewegt.

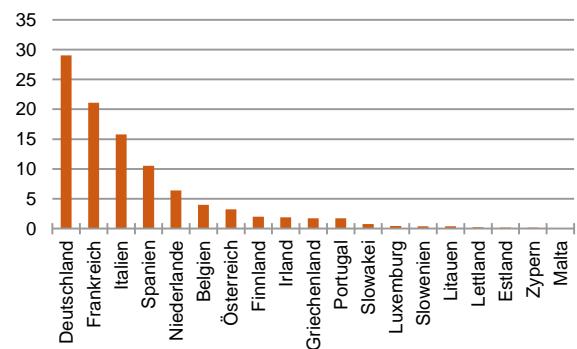
Die Botschaft, die ich daraus ableite ist: Die Ereignisse in Griechenland sind für die Entwicklung der Aktienmärkte zwar wichtig. Sie sind aber nicht alles. Sie sind vielleicht nicht einmal das größte Thema, für das sich ein mittel- und langfristig orientierter Investor interessieren sollte. Schauen wir uns das etwas genauer an.

Griechenland ist etwas für Crash-Propheten. Der amerikanische Ökonom Barry Eichengreen (der normalerweise eher zu den überlegteren Ökonomen zählt) befürchtet bei einem Grexit ein "Lehman zum Quadrat". Er hat damit erhebliche Schlagzeilen gemacht.

Richtig ist, dass ein Grexit ein Stich in das Herz Europas ist. Er verletzt die Unverbrüchlichkeit der Gemeinschaftswährung. Es könnte vorbei sein mit der Stabilität der Wechselkurse. Die Devisenmärkte könnten überlegen, wer möglicherweise der nächste ist, der die Währungsunion verlassen könnte und gegen diesen spekulieren. Europa könnte von seinem Appeal verlieren, den es als neues Modell der friedlichen Zusammenarbeit zwischen Staaten weltweit genießt, auch auf den Finanzmärkten. Manch einer könnte sich abwenden.

Eine Katastrophe und Grund für einen Crash ist das aber nicht. Für die Realwirtschaft spielt Griechenland nur eine geringe Rolle. Es macht weniger als 2 % der gesamten Wirtschaftsleistung des Euroraums aus (siehe Grafik). In absoluten Größen ist sein Bruttoinlandsprodukt nur wenig größer als das Oberbayerns und Niederbayerns zusammengenommen. Für die Finanzwirtschaft ist die Bedeutung etwas größer. Es gibt eine Reihe von US-Investoren (auch Hedge-Fonds), die in der Hoffnung auf positive Ergebnisse der Reformpolitik in Europa investiert haben. Wenn sie enttäuscht werden, können sie wieder gehen. Es gibt auch viele Fluchtgelder aus Griechenland, die zurückgezogen werden könnten. All das könnte an manchen Märkten Verwerfungen hervorrufen (nicht zuletzt an einigen Immobilienmärkten). Was die Fluchtgelder betrifft, so glaube ich freilich nicht, dass sie so schnell wieder nach Athen zurückkehren. Ihre Eigentümer werden bei einem Grexit eher von der Aufwertung des Resteuers profitieren wollen.

#### Keine Angst vor Griechenland Anteile am BIP des Euroraums in %



Quelle: DG Ecfin

Trotzdem: Aus Sicht Griechenlands sind in den nächsten Wochen und Monaten eher schlechte Nachrichten zu erwarten. Aber das ist nur die eine Seite der Medaille. Es gibt daneben auch noch das weltwirtschaftliche Umfeld. Es sieht wesentlich freundlicher aus.

Die Weltkonjunktur befindet sich in einer soliden Aufwärtsbewegung. Sie schäumt nicht über. Sie droht aber auch nicht in die Rezession zu fallen. Das gilt vor allem für Europa und die USA. Das hilft den Gewinnen der Un-



ternehmen und stellt damit eine wichtige Stütze der Aktienmärkte dar.

Die Geldpolitik befindet sich weltweit immer noch im Lockerungsmodus. Letzte Woche hat Schweden die Leitzinsen noch einmal gesenkt (auf minus 0,35 %). Die Europäische Zentralbank kauft jeden Monat Wertpapiere in Höhe von EUR 60 Mrd. Keiner muss befürchten, dass sich daran in absehbarer Zeit etwas ändert. Die Inflation ist noch weit von irgendwelchen Stabilitätsrisiken entfernt. Auch das ist eine "sichere Bank" für die Finanzmärkte.

Die Geldpolitik ist selbst in den USA noch sehr locker. Die Federal Reserve will zwar die Zinsen erhöhen. Sie wird dies aber nicht in einem Parforce-Ritt wie in den Jahren 2004 oder 1994 machen. Das wird sie nicht müde zu betonen. Maßvolle Zinserhöhungen sind in den Finanzmärkten jedoch längst "eingepreist".

Wo es Gefahren gibt, ist in den Schwellen- und Entwicklungsländern. In China bricht gerade eine gigantische Aktien-Hausse zusammen. Regierung und Zentralbank versuchen verzweifelt, die Börsen zu stabilisieren und ein Übergreifen der Unruhe auf die Realwirtschaft zu verhindern. Andere Emerging Markets leiden unter

schwachem Wachstum und strukturellen Fehlentwicklungen, die sich so schnell nicht beseitigen lassen. Die Probleme sind in den einzelnen Ländern jedoch sehr unterschiedlich, so dass eine generelle "Emerging Markets"-Krise wie in der Vergangenheit kaum zu befürchten ist.

Schließlich gibt es die politischen Probleme durch eine Verschärfung des Ost-West-Konflikts über die Grenzen der Ukraine. Sie sind für einen Ökonomen schwer einzuschätzen. Ich halte sie aber für wichtiger als einen Grexit.

### Für den Anleger

Ich fange trotz der Eskalation in Griechenland wieder an, über Nachkäufe an den Aktienmärkten nachzudenken. Der DAX befindet sich derzeit etwa in der Mitte zwischen dem Höchststand am 9. April und dem Tiefstand zu Jahresbeginn. Die Kurse können gemessen am DAX vielleicht noch auf 10.500 oder 10.000 zurückfallen. Dann wären die Risiken aber eingepreist. Dann könnte sich der Markt wieder stärker an konjunkturellen und monetären Faktoren orientieren.

**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, 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 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 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](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 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.