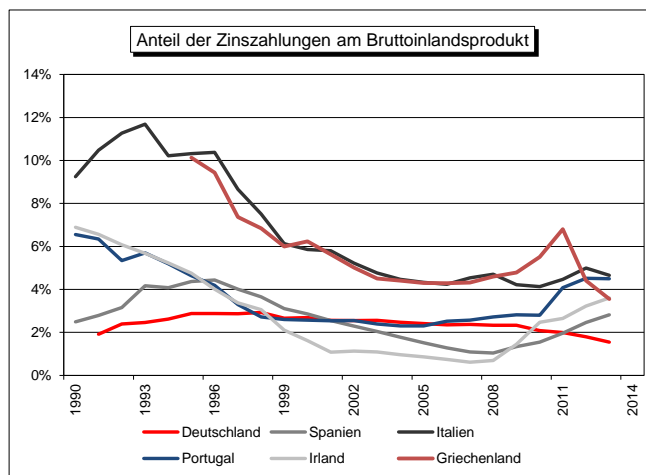


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Griechenland: Spiel mit dem Feuer

Griechenland und kein Ende. Seit dem Jahr 2010 hält die zehntgrößte Volkswirtschaft der Eurozone nicht nur seine europäischen Nachbarn, sondern auch die internationale Finanzwelt in Atem. Und seitdem es eine neue griechische Regierung gibt, die sich nicht mehr an die Abmachungen mit der Troika gebunden sieht und angekündigt hat, einige der vereinbarten Reformen wieder rückgängig zu machen, hat sich die Situation erneut verschärft. Dabei verhalten sich der neue griechische Ministerpräsident Alexis Tsipras und sein Finanzminister Yanis Varoufakis wie Pokerspieler, die mit einem sehr hohen Einsatz spielen: der Zugehörigkeit ihres Landes zur Eurozone. Die Frage, die sich alle Beobachter stellen, lautet, ob die beiden nur bluffen oder ob sie tatsächlich noch ein As im Ärmel haben.

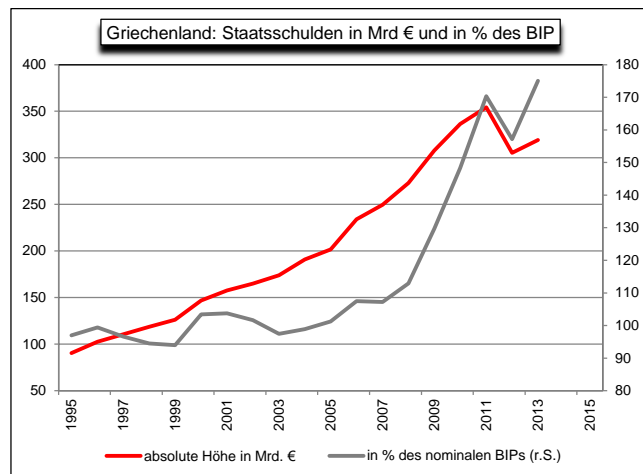
Das Spiel, das die griechische Regierung spielt, ist ein Spiel mit dem Feuer. Die Verhandlungsposition ist dabei relativ einfach und besteht darin, dem Rest der Eurozone mit den möglichen negativen Konsequenzen eines „Grexit“ zu drohen. Wenn Griechenland, so anscheinend die Überlegung, schon keinen eigenen positiven wirtschaftlichen Beitrag für die Eurozone durch einen Verbleib in der Währungsunion leisten kann und will, dann sollen wenigstens die anderen zittern, wenn es um die Frage der Zugehörigkeit zum Euroraum geht. Schließlich sei der Euro „instabil wie ein Kartenhaus. Wenn man die griechische Karte herauszieht, werden die anderen zusammenfallen“, so der griechische Finanzminister in einem Interview.



Fakt ist, dass man sich mit derartigen Aussagen keine Freunde macht, weder in Portugal oder Italien, die nach Ansicht der griechischen Regierung zu den weiteren Wackelkandidaten gehören, noch in Deutschland. Vor allem Berlin wird für die ökonomische Misere der letzten Jahre verantwortlich gemacht, schließlich sei die Austeritätspolitik der Grund für den sich fortsetzenden wirtschaftlichen Niedergang des Landes und den damit verbundenen unaufhaltsamen Anstieg der Staatsverschuldung. Denn trotz des ersten Schuldenschnitts im Jahr 2012 ist die Schuldenquote von damals 112 auf 175 Prozent angestiegen. Deswegen müsse Schluss mit dem Sparen sein, Schluss mit den Reformen, Schluss mit der Beaufsichtigung durch die Troika.

Und es müsse ein weiterer Schuldenschnitt her oder, um es netter zu verpacken, eine weitere Umschuldung.

Doch hinter der vermeintlichen einfachen Wahrheit, die der Blick auf die Entwicklung der griechischen Schuldenquote zu offenbaren scheint, stecken kompliziertere Zusammenhänge. So beläuft sich die Höhe der griechischen Staatsschulden derzeit auf rund 320 Milliarden Euro. Gemessen an der nominalen Wirtschaftsleistung Griechenlands von gut 180 Milliarden Euro entspricht dies einer Quote von rund 175 Prozent, was ein neuer Rekordwert ist. Aber: Die Höhe der Staatsverschuldung Griechenlands hat sich zuletzt keinesfalls besonders dramatisch verschlechtert. Das liegt zwar zu einem großen Teil daran, dass Griechenland 2012 ein nicht unerheblicher Teil seiner Schulden erlassen worden ist, hat aber auch etwas damit zu tun, dass zuletzt kaum noch neue Schulden gemacht wurden. Der Primärüberschuss des griechischen Staatshaushaltes, also die Einnahmen abzüglich der Ausgaben unter Ausklammerung der Zinszahlungen, lag letztes Jahr bei rund 1,5 Prozent – und damit auf einem Niveau wie in Deutschland. Zudem hatte Griechenland dank der Schuldenrestrukturierung nur noch gut 5 Milliarden Euro an Zinsen zu bezahlen. 2012 war die Zinsbelastung dagegen noch doppelt so hoch, 2011 sogar dreimal so hoch. Eine nochmalige Umschuldung würde also unter dem Aspekt einer weiteren Verringerung der Zinsbelastungen für den griechischen Staatshaushalt keine wesentliche Entlastung mit sich bringen. Zudem darf nicht vergessen werden, dass die Rückzahlung der umgeschuldeten Staatsanleihen sowie der bilateral vergebenen Kredite seitens des EFSF bzw. des ESM deutlich gestreckt wurde.



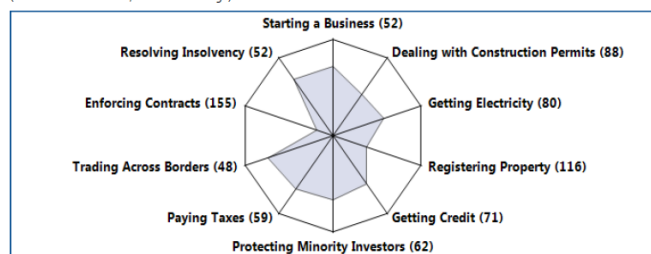
An dieser Stelle sollte man sich noch einmal in Erinnerung rufen, welche Faktoren für die Schuldenarithmetik entscheidend sind. So errechnet sich der Pfad für die Schuldenquote aus dem Quotienten des Haushaltsdefizites und des nominalen Wirtschaftswachstums. Um also die Maastricht-Kriterien zu erfüllen (3 Prozent jährliches Haushaltsdefizit und eine Schuldenquote von maximal 60 Prozent der Wirtschaftsleistung eines Landes), ist ein nominales Wirtschaftswachstum von 5 Prozent erforderlich. Bei einer Inflationsrate von 2 Prozent wird also ein reales Wachstum von 3 Prozent benötigt, liegt die Inflation nur bei 1 Prozent, sind 4 Prozent reales Wachstum notwendig.

Mit der Einhaltung der Obergrenze für das Haushaltsdefizit hat Griechenland kein Problem. Bei einem Überschuss des Primärhaushalts von 1,5 Prozent und einer Zinsbelastung von 3 Prozent der Wirtschaftsleistung beträgt das Haushaltsdefizit 1,5 Prozent; Maastricht-Kriterium erfüllt. Damit die Schuldenquote langfristig auf 60 Prozent sinkt, müsste Griechenland ein nominales Wachstum von 2,5 Prozent erzielen. Aber genau hier liegt das Problem: Die griechische Wirtschaft hat zwar 2014 die fast sieben Jahre andauernde Rezession hinter sich gelassen, denn das reale BIP ist in jedem der ersten drei Quartale (für Q4 2014 sind noch keine Daten bekannt) angestiegen. Da aber die Preise in Griechenland deutlich sinken und das Land somit in einer Deflation steckt, hat sich auch die nominale Wirtschaftsleistung 2014 im Vergleich zum Vorjahr weiter verringert. Solange sich daran nichts ändert, wird auch die Schuldenquote weiter unaufhaltsam ansteigen. Wäre die griechische Wirtschaft seit dem Jahr 2011 beispielsweise auch nur um 1% gewachsen, läge die Schuldenquote heute „nur“ noch bei knapp 140%.

Primäres Ziel der neuen griechischen Regierung muss es von daher sein, mehr für das wirtschaftliche Wachstum zu tun. Dafür sind aber eher mehr als weniger Reformen notwendig. Man kann nicht behaupten, dass Griechenland bislang keine Reformfolge erzielt hat. So sind die Lohnstückkosten seit Ende 2009 deutlich gesunken, und das sogar stärker als in jedem anderen Land der Eurozone. Dennoch hat dies im Unterschied zu Ländern wie Irland, Spanien und Portugal wesentlich weniger Wachstumskräfte freigesetzt. Insofern scheint nicht allein die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der Schlüssel für mehr Wachstum in Griechenland zu sein, sondern es fehlt auch weiterhin an anderen grundlegenden institutionellen Rahmenbedingungen und Voraussetzungen für mehr wirtschaftlichen Erfolg. Dass dies Dinge sind, die in den Händen der eigenen Regierung liegen, hat auch der jüngste „Doing Business Report“ der Weltbank festgestellt, der für Griechenland zu verheerenden Ergebnissen gekommen ist. So liegt das Land in der Kategorie „Durchsetzung von Verträgen“ auf Platz 155 von 189 Ländern.

THE BUSINESS ENVIRONMENT

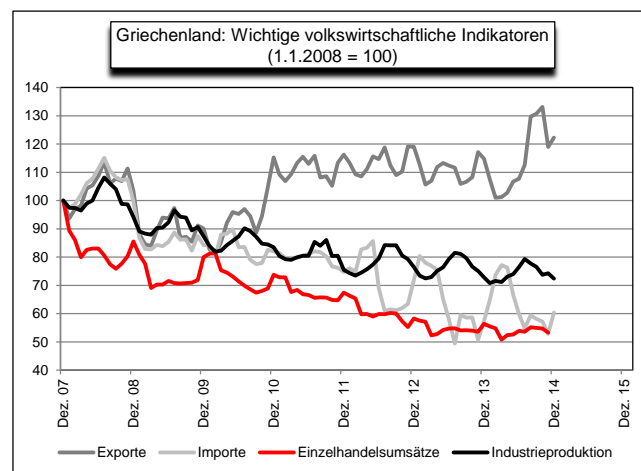
Figure 1.3 Rankings on Doing Business topics - Greece (Scale: Rank 189 center, Rank 1 outer edge)



Quelle: Doing Business 2015, Economy Profile Greece

Diese Erkenntnis wird jedoch nicht von der griechischen Regierung selbst und wohl auch nicht (zumindest nicht mehrheitlich) von der griechischen Bevölkerung geteilt. Stattdessen überwiegt dort die Einstellung, die Schuld für die eigene Misere, die im Übrigen unbestritten ist, bei anderen zu suchen. Ein Kompromiss, der notwendig wäre, um die verfahrenere Situation zwischen Griechenland und dem

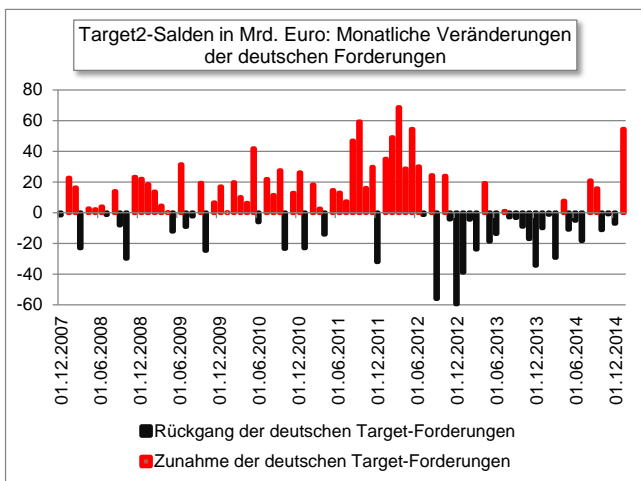
Rest der Eurozone aufzulösen, ist bislang nicht in Sicht. Und auch wenn keiner der Beteiligten einen Vorteil von einem Austritt Griechenlands aus der Eurozone hätte, könnte es doch am Ende genau darauf hinauslaufen: Ein „Grexit“ als Unfall, weil die Zeit zur Einigung immer knapper wird. Niemand weiß, welche Konsequenzen es hätte, wenn Griechenland zur Drachme zurückkehren würde. Das Schreckgespenst, das die griechische Regierung verbreitet, in dem sie glauben machen will, dass dann auch der Rest der Eurozone zerbricht, halten wir aber für übertrieben. Mit der Europäischen Zentralbank und ihrem beschlossenen Anleiheaufkaufprogramm sowie mit dem ESM gibt es heute Mechanismen, die es so vor einigen Jahren noch nicht gegeben hat. Zudem gibt es nur noch wenige private Gläubiger Griechenlands, die von einer Pleite betroffen wären; dies gilt vor allem für die Banken. Und nicht zuletzt gibt es in den meisten Ländern der Eurozone erfreuliche Fortschritte bei Reformen und Anzeichen einer wirtschaftlichen Erholung. Von daher könnte ein „Grexit“ am Ende sogar zum Befreiungsschlag für die Eurozone werden und anderen euroskeptischen Parteien in Ländern wie Spanien oder Italien den Wind aus den Segeln nehmen.



Die aktuellen Turbulenzen im Zusammenhang mit der sprunghaften, teils rücksichtslosen und schwer einzuschätzenden Verhandlungstaktik der neuen Regierung in Griechenland haben zudem zu einer erneuten und zunehmenden Kapitalflucht aus Griechenland geführt. Denn aus Sicht der Griechen macht es Sinn, Kapitalvermögen in das Ausland zu transferieren, da u.U. im Laufe der kommenden Wochen oder Monate Kapitalverkehrskontrollen eingeführt werden könnten oder aber eben sogar ein Austritt Griechenlands aus der Eurozone nicht mehr ausgeschlossen werden kann.

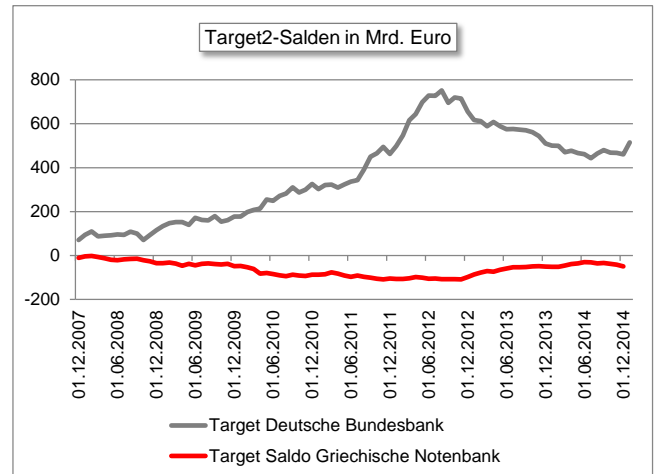
Wir gehen davon aus, dass auch schon in den letzten Jahren ein erheblicher Teil des liquiden Vermögens der Griechen das Land verlassen hat, allerdings hat sich dieser Prozess in den letzten Wochen erneut beschleunigt. Nach den letzten verfügbaren Zahlen hat es im Dezember (für Griechenland liegen noch keine Januar-Zahlen vor) einen erheblichen Kapitalabfluss gegeben, denn die griechischen Target-Schulden im EZB-Zahlungssystem haben um 7,6 Mrd. Euro zugenommen; es spricht zudem sehr viel dafür, dass dieser Wert im Januar nochmals deutlich angestiegen ist.

Die Target-Schulden sind die Verbindlichkeiten der griechischen Notenbank gegenüber der EZB. Ein erheblicher Anstieg der griechischen Kapitalflucht ist deshalb zu erwarten, da die deutschen Target-Forderungen im Januar um über 54 Mrd. Euro angewachsen sind. Nur in zwei Prozent aller Monate seit 1999 hat es einen noch stärkeren Anstieg der deutschen Forderungen gegenüber der EZB gegeben. Und da auch in Italien im Januar der - allerdings negative - Target-Saldo stark angestiegen ist (vermutlich als Folge der QE-Ankündigung der EZB), spricht dies umso mehr für eine fast schon dramatische Kapitalflucht aus Griechenland im Januar, denn sonst wäre der deutsche Forderungsanstieg nicht zu erklären.

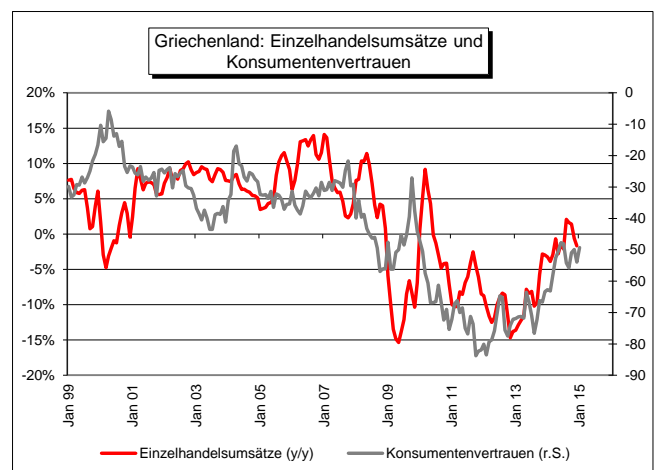


Dieser Sachverhalt ist durchaus brisant, da griechische Geschäftsbanken eigentlich gar nicht mehr über die Liquidität verfügen, derartige Transfers stemmen zu können. Daher müssen sie zunehmend auf die sog. ELA-Notkredite der griechischen Notenbank zurückgreifen, die allerdings ursprünglich für einen ganz anderen Zweck aufgesetzt bzw. entwickelt wurden. Saldenmechanisch funktioniert die „Fluchthilfe“ der griechischen Notenbank wie folgt: Griechische Geschäftsbanken überweisen Geld in das Ausland, das sie eigentlich nicht (mehr) haben. Also wenden sie sich an die griechische Notenbank, die den Geschäftsbanken sog. ELA-Notkredite gewährt, die eigentlich für solvente, aber kurzfristig illiquide Banken gedacht sind. Die deutsche Bundesbank und einige wenige andere Notenbanken im EZB-System schreiben dann den griechischen Anlegern die überwiesene Summe auf ihrem ausländischen Konto gut und gewähren der griechischen Notenbank so gesehen ein Kredit. Daraus resultieren schließlich die Target-Verbindlichkeiten Griechenlands und die Forderungen Deutschlands.

Dieser Sachverhalt hat zunächst erst einmal nur saldenmechanischen Charakter und darf nicht überkritisch bewertet werden. Spannend wird es allerdings, wenn Griechenland die Eurozone verlässt und die griechische Notenbank nicht mehr willens oder in der Lage ist, diese Verbindlichkeiten zu bedienen. Dann wird erstmals aus einer Target-Forderung ein gewaltiger Verlust, von dem viele Volkswirte noch vor einigen Jahren behauptet haben, dass er niemals entstehen könnte.



Daraus ergibt sich ein gewisses Erpressungspotenzial Griechenlands gegenüber den anderen Ländern der Eurozone, denn je höher die Target-Verbindlichkeiten Griechenlands werden, umso geringer dürfte das Interesse des EZB-Systems und der Länder der Eurozone sein, die potenziellen Verluste zu tragen. Allerdings gibt es eine Möglichkeit, die Kapitalflucht und damit den weiteren Aufbau der griechischen Verbindlichkeiten einzudämmen. Letztlich müsste die EZB der griechischen Notenbank nur verbieten, weitere ELA-Notkredite zu vergeben. Dazu ist allerdings eine Zweidrittel-Mehrheit im EZB-Rat notwendig, was vermutlich eine gewisse Hürde darstellen könnte, die Notkredite sofort zu beenden. Zur Erinnerung: Zypern wurde über viele Monate mit ELA-Notkrediten im Volumen von 10 Mrd. Euro „über Wasser“ gehalten, bevor dem damaligen Missbrauch dieses Instrumentes ein Ende gemacht wurde. Wir halten es allerdings für möglich, dass bei Griechenland die Geduld diesmal schneller aufgebraucht sein könnte. Erste Hinweise verdichten sich, dass u.U. schon am 18. Februar dieser Punkt erreicht sein könnte, denn die jüngste ELA-Ausweitung läuft nur bis zu diesem Tag. Zwar hat die EZB darauf hingewiesen, dass eine fehlende Vereinbarung zwischen Griechenland und den europäischen Finanzministern nicht zwangsläufig zu einem Aussetzen der ELA-Notkredite führen würde, doch dürften vermutlich schon die nächsten Tage über das Schicksal Griechenlands entscheiden.

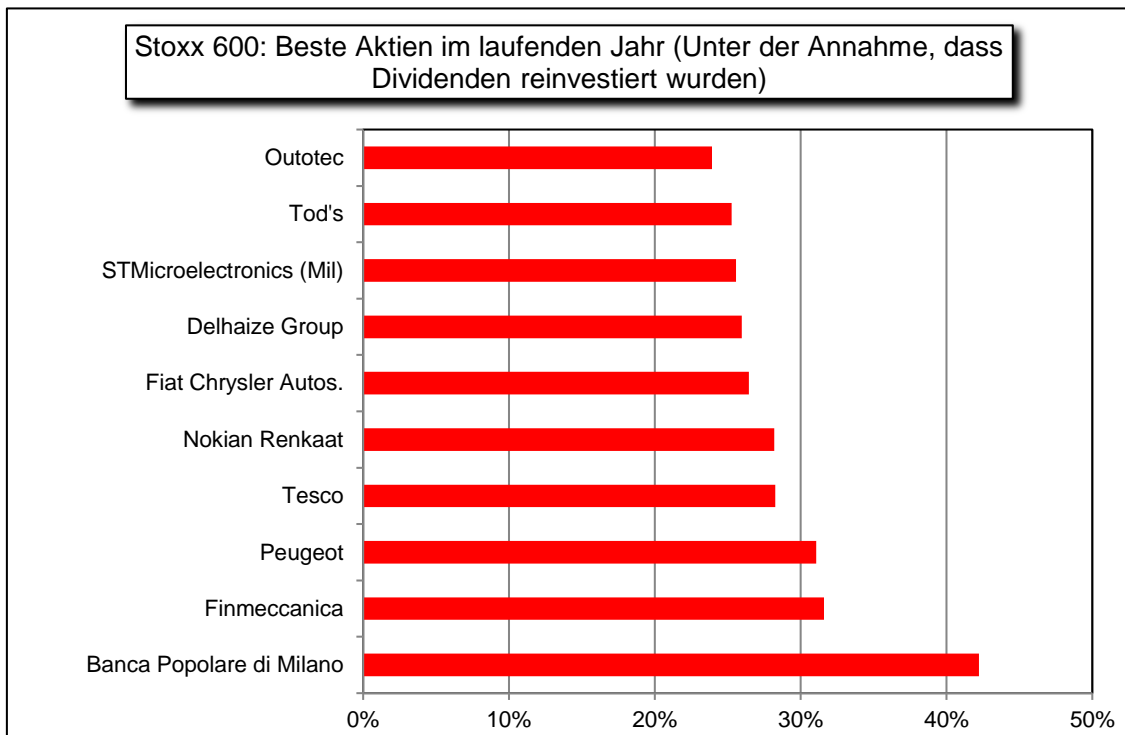


**Wochenausblick für die Zeit vom 16. bis 20. Februar 2015**

	Sep	Okt	Nov	Dez	Jan	Dez	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	6,9	-3,6	11,5	34,9	48,4	53,1	17. Februar
D: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	49,9	51,8	50,0	52,1	50,9	51,4	20. Februar
D: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	55,7	54,8	52,1	51,2	54,0	54,1	20. Februar
D: Produzentenpreise, m/m	0,0%	-0,2%	0,0%	-0,7%	-0,4%		20. Februar
D: Produzentenpreise, y/y	-1,0%	-1,0%	-0,9%	-1,7%	-2,0%		20. Februar
E-19: Konsumentenvertrauen	-11,4	-11,1	-10,7	-10,9	-8,5	-8,0	19. Februar
E-19: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	50,4	50,7	50,4	50,6	51,0	51,4	20. Februar
E-19: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	52,7	52,4	51,3	51,6	52,7	53,2	20. Februar

MMWB-Schätzungen in rot

**Chart der Woche: Die besten Aktien aus dem Stoxx 600**



Um rund 29% legten die besten Titel im Stoxx 600 im laufenden Jahr zu, wenn die Dividenden reinvestiert wurden. Mit einer beeindruckenden Wertentwicklung von mehr als 40% setzt sich die Banca Popolare Di Milano an die Spitze der Stoxx 600 Aktien 2015. Das Mailänder Geldhaus war 2014 durch den Stresstest der Europäischen Zentralbank durchgefallen, hat im laufenden Jahr jedoch eine beeindruckende Wertentwicklung hingelegt. Ohnehin fällt auf, dass vier aus

den zehn Titeln mit der besten Wertentwicklung aus Italien kommen. Neben Banca Popolare sind dies der italienische Industriekonzern Finmeccanica, der Autobauer Fiat Chrysler und der Modekonzern Tod's. Bester deutscher Wert im Stoxx 600: K + S mit einem Wertzuwachs von 22,5%. Alle Werte basieren auf den Schlusskursen vom 11. Februar 2015.

## Finanzmärkte im Überblick

	Stand	Veränderung zum			
	12.02.2015	05.02.2015	09.01.2015	11.11.2014	31.12.2014
	17:38	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	17906	0,1%	1,0%	1,7%	0,5%
S&P 500	2079	0,8%	1,7%	1,9%	1,0%
Nasdaq	4801	0,8%	2,1%	3,0%	1,4%
DAX	10920	0,1%	13,2%	16,6%	11,4%
MDAX	19213	0,6%	11,9%	17,6%	13,5%
TecDAX	1527	1,3%	8,4%	19,2%	11,3%
EuroStoxx 50	3415	0,2%	12,2%	10,0%	8,5%
Stoxx 50	3255	0,1%	10,2%	8,2%	8,4%
SMI (Swiss Market Index)	8609	0,8%	-5,5%	-3,2%	-4,2%
Nikkei 225	17980	2,7%	4,5%	5,0%	3,0%
Brasilien BOVESPA	49438	0,4%	1,2%	-5,8%	-1,1%
Russland RTS	862	7,1%	10,1%	-16,2%	9,0%
Indien BSE 30	28805	-0,2%	4,9%	3,2%	4,7%
China Shanghai Composite	3173	1,2%	-3,4%	28,5%	-1,9%
MSCI Welt (in €)	1722	-0,2%	6,0%	9,3%	7,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	961	-2,0%	3,6%	5,5%	7,1%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	159,17	59	243	791	330
Bobl-Future	131,08	26	71	295	80
Schatz-Future	111,31	5	20	35	22
3 Monats Euribor	0,05	0	-2	-3	-3
3M Euribor Future, Dez 2015	0,04	0	0	-5	0
3 Monats \$ Libor	0,26	0	0	2	0
Fed Funds Future, Dez 2015	0,56	11	5	46	0
10-jährige US Treasuries	1,97	16	0	-40	-20
10-jährige Bunds	0,33	-4	-16	-50	-21
10-jährige JGB	0,41	5	13	-8	8
US Treas 10Y Performance	568,44	-1,5%	0,0%	4,0%	1,9%
Bund 10Y Performance	589,40	0,1%	1,5%	4,9%	2,1%
REX Performance Index	473,29	0,0%	0,2%	1,7%	0,3%
Hypothekenzinsen USA	3,59	0	-14	-43	-24
IBOXX AA, €	0,76	-2	-10	-24	-13
IBOXX BBB, €	1,50	-4	-25	-28	-29
ML US High Yield	6,63	-4	-31	27	-32
JPM EMBI+, Index	691	-1,4%	0,3%	-1,9%	-0,1%
Wandelanleihen Exane 25	6707	0,0%	4,3%	6,6%	3,8%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	431,16	-0,6%	-3,8%	-10,4%	-3,6%
MG Base Metal Index	286,04	-1,3%	-4,0%	-10,8%	-5,8%
Rohöl Brent	55,20	-0,1%	8,7%	-34,1%	-3,7%
Gold	1222,58	-3,1%	0,3%	5,8%	3,1%
Silber	16,89	-1,4%	2,7%	7,7%	7,2%
Aluminium	1802,50	-3,7%	0,7%	-12,3%	-1,2%
Kupfer	5610,25	-2,3%	-9,0%	-17,0%	-11,9%
Eisenerz	63,50	1,6%	-11,8%	-16,4%	-11,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	553	-2,0%	-22,0%	-59,6%	-29,3%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,1396	-0,1%	-3,5%	-8,3%	-6,1%
EUR/ GBP	0,7409	-0,9%	-5,2%	-5,4%	-4,5%
EUR/ JPY	135,35	1,0%	-3,9%	-5,9%	-6,8%
EUR/ CHF	1,0562	-0,2%	-12,1%	-12,2%	-12,2%
USD/ JPY	120,47	2,5%	1,6%	4,0%	0,6%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.