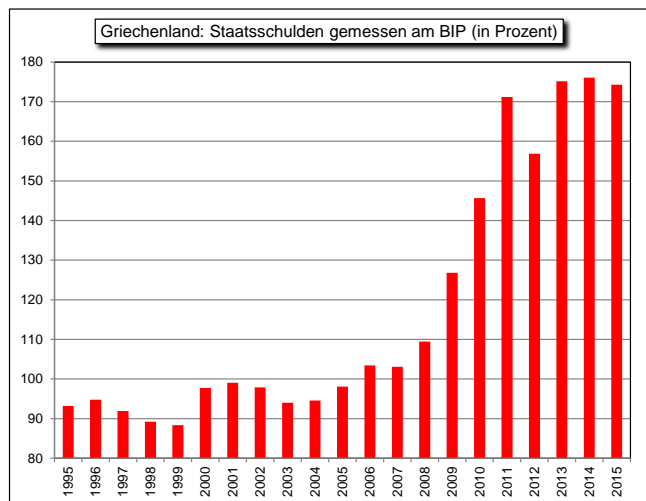


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Griechenland: Es ist ernst

Im englischen gibt es die Redewendung „It's the elephant in the room“, die verwendet wird, wenn etwas Offensichtliches ignoriert wird oder wenn man über ein drängendes Thema nicht gerne spricht, weil es zu heikel ist. Dieser Tage ist der sprichwörtliche Elefant im Raum eine Pleite Griechenlands oder sogar das Ausscheiden aus dem Euro; ein politisch nicht erwünschtes, ja unerhörtes Ereignis, das aber den Nachrichten nach zu urteilen in den letzten Tagen nochmals näher gerückt ist.

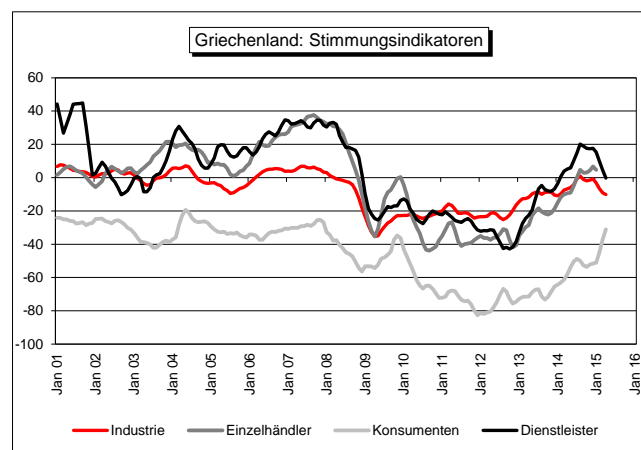
So berichtete die Süddeutsche Zeitung gestern mit Berufung auf Quellen aus der Eurogruppe, „es sei ausgeschlossen“, dass bereits in Kürze eine Einigung mit Griechenland erzielt werden könne. Ein Durchbruch der Verhandlungen beim Treffen der Finanzminister am 24. April in Riga werde es wohl nicht geben. Gegenstand der Verhandlungen ist vor allem eine Reformliste, die die griechische Regierung unter Ministerpräsident Tsipras ausarbeiten soll. Diese umfasst weitere Sparmaßnahmen, Reformen sowie Privatisierungen und soll einige Maßnahmen der bisherigen Troika ersetzen, an die sich die neue Regierung nicht mehr gebunden fühlt. In wichtigen Eckpunkten genügen die griechischen Vorschläge den Euro-Partnern jedoch bislang nicht. Vor allem fehlen detaillierte Umsetzungsschritte der vorgeschlagenen Reformen sowie belastbare Zahlen zu deren finanziellen Folgewirkungen. Eine Einigung wird aber als Voraussetzung angesehen, weitere 15 Milliarden Euro an Griechenland auszuzahlen, die noch im laufenden Rettungspaket enthalten sind.



Angesichts der finanziell äußerst angespannten Lage Athens könnte man bereits die Verzögerung weiterer Hilfszahlungen als Hiobsbotschaft bezeichnen. Doch das eigentlich beunruhigende an der Gemengelage ist der Eindruck, der zuletzt von der Stimmung in den Verhandlungen vermittelt wurde. So haben die Euroländer in Bezug auf die Kompromissbereitschaft der griechischen Regierung scheinbar die Hoffnung verloren: Hochrangige Vertreter der Euro-Zone äußerten gegenüber der Süddeutsche Zeitung, es sei „schlicht unmöglich“, in der griechischen Regierung einen kompetenten Ansprechpartner zu finden;

erfahrene Beamte hätten unter der neuen Regierung ihren Posten verloren. Und weiter erfuhr die Zeitung: Würde man die 27 Kommissare und den Präsidenten fragen, wer Griechenland helfen und in der Eurozone halten wolle, „würden alle die Hand heben“. Fragte man, ob das gelinge, blieben die Hände wohl unten. Mit derartigen Indiskretionen wird nicht nur jegliches diplomatische Protokoll verletzt, sie mindern unseres Erachtens auch die Aussichten auf eine Einigung in der Zukunft entscheidend.

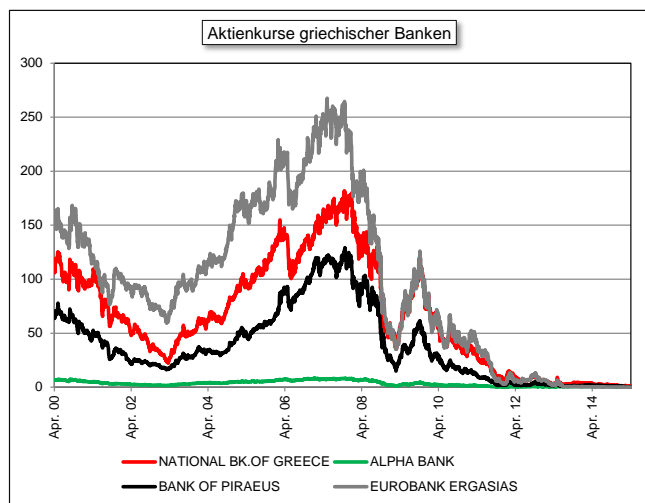
Auch abseits der Verhandlungen nehmen die Stresssignale Tag für Tag zu: So senkte die Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) am Mittwoch die Bonitätsnote für Griechenland von vormals B- auf CCC+, was einem „erheblichen Risiko“ eines Zahlungsausfalles entspricht. Als Begründung führte die Agentur an, dass die Unsicherheit die Wirtschaftslage Griechenlands Tag für Tag mehr in Mitleidenschaft zieht und damit die finanzielle Lage verschlechtert. In den breiten Wirtschaftsdaten, die wir für Griechenland verfolgen, zeigt sich dieser Effekt bislang noch vergleichsweise wenig. So ist das Vertrauen der Unternehmen in den Bereichen Industrie, Dienstleistungen und Einzelhandel zwar etwas rückläufig, bei den Konsumenten hat sich die Stimmung dagegen zuletzt sogar weiter verbessert. Eine besonders ausgeprägte Phantasie ist allerdings nicht vonnöten, um erkennen zu können, dass die derzeitige Regierung vor allem die Unternehmen vor eine erhebliche Belastungsprobe stellt. Wir schließen uns daher dem Urteil von S&P an, dass der Kurs der Regierung das wirtschaftliche Geschehen negativ beeinträchtigen wird und erwarten, dass Griechenland ohne eine schnelle Kursänderung wieder zurück in die Rezession fällt.



Der möglicherweise stärkste Druck lastet derzeit auf dem griechischen Bankensektor, der praktisch von allen Seiten unter Feuer geraten ist: Immer mehr Kredite erweisen sich als faul, der von der Regierung angekündigte Schutz von Hausbesitzern droht das Zahlungsverhalten der Gläubiger zu untergraben und die Einleger ziehen Monat für Monat mehr Spareinlagen ab. Im Ergebnis sind die Kurse für die Aktien der griechischen Banken weiter dramatisch gefallen (seit Jahresbeginn per Tagesschlusskurs gestern: National Bank of Greece: -26,5%, Alpha Bank: -51,1%, Bank of Piraeus: -70,3%, Eurobank Ergasias: -52,6%), drei der vier

größten börsennotierten Banken haben mittlerweile Kurse von unter 30 Cent je Aktie.

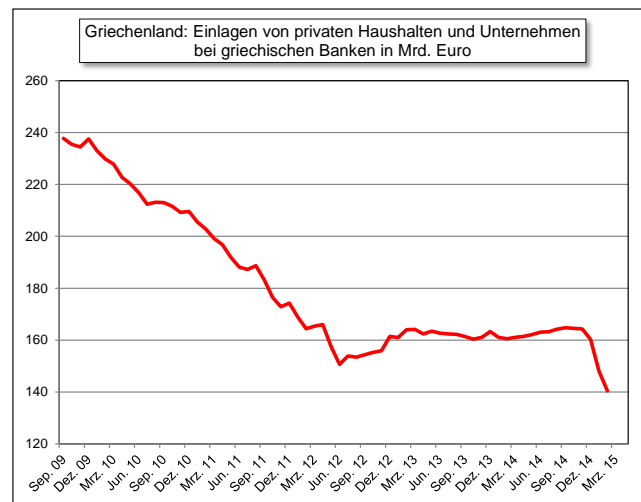
Da im Bankensektor unmittelbar das größte Ungemach droht, lohnt ein Blick auf die einzelnen Negativfaktoren, die dort derzeit wirken. Im dritten Quartal 2014 lag der Anteil fauler Kredite in den Büchern griechischer Banken bei rund 34% aller Kredite (Dezember 2013: rund 32%). Vereinzelt liegen auch schon neuere Zahlen vor, die nicht darauf hindeuten, dass sich die Lage verbessert hat. So berichtete etwas die Bank of Piraeus, dass der Anteil der faulen Kredite in ihren Büchern im vierten Quartal 2014 bei 38,8% lag und damit nur knapp unter dem Vorquartalswert von 39,1%.



Diese ohnehin schon bemerkenswert angespannte Situation könnte sich weiter verschlechtern, wenn die griechische Regierung mit einem neuen Gesetzesentwurf ernst macht, nach dem Hausbesitzer stärker vor einer Zwangsvollstreckung geschützt werden sollen. Der Entwurf sieht in Grundzügen vor, dass Immobilien bis zu einem Wert von 300.000 Euro nicht mehr zwangsvollstreckt werden können, wenn das Gesamtvermögen des Besitzers weniger als eine halbe Millionen Euro beträgt oder das Jahreseinkommen bei weniger als 50.000 Euro liegt. Diese relativ hohen Hürden für eine Vollstreckung sieht nicht nur die Europäische Zentralbank kritisch, die vermehrt strategisches Fehlverhalten der Gläubiger befürchtet. Auch wir fürchten, dass der Bereich der Immobilienkredite nochmals stärker unter Druck geraten könnte, der immerhin rund 30% des gesamten Kreditvolumens der griechischen Institute ausmacht. Im September 2014 lag der Anteil fauler Kredite im Immobiliensektor bei rund 28%.

Zeitgleich gehen immer mehr Griechen auf Nummer sicher und ziehen ihre Einlagen bei den heimischen Banken ab: Allein im Februar wurden Kundengelder in einer Größenordnung von mehr als 7,5 Milliarden Euro abgehoben, in den letzten drei Monaten summierten sich die Abflüsse auf fast 24 Milliarden Euro. Dieser Trend ist nicht neu, und Anleger ziehen bereits seit mehreren Jahren Einlagen aus dem griechischen Bankensystem ab. So haben die Einlagen seit Anfang 2010 um fast 100 Milliarden Euro abgenommen. Allerdings sind über diesen Zeitraum noch nie so schnell Einlagen abgezogen worden wie in den letzten Monaten. Wir rechnen fest damit, dass dieses Geld zu-

nächst nicht zurück zu griechischen Finanzinstituten gebracht werden wird. Griechische Haushalte und Unternehmen, die als Vorsichtsmaßnahme Gelder abgehoben haben, werden diesen Entschluss nur dann revidieren, wenn klar ist, dass die Gefahr einer weiteren Staatspleite mittelfristig gebannt bleibt. Eine temporäre Entspannung, wie zum Beispiel eine weitere Zahlung von Hilfgeldern, dürfte dagegen keine entscheidende Besserung bringen.



Da griechische Staatsanleihen bei der Europäischen Zentralbank bereits seit dem 11. Februar nicht mehr als Sicherheit hinterlegt werden können, müssen sich die griechischen Banken zunehmend stärker über sogenannte Notkredite bei der griechischen Zentralbank refinanzieren. Die ganze Malaise der Institute zeigt sich daran, dass die Obergrenze für die Notkreditlinie (ELA bzw. „Emergency Liquidity Assistance“) bereits mehrfach angehoben werden musste. Im Februar lag das in Anspruch genommene Notkredit-Volumen noch bei 65,6 Milliarden Euro, im März stieg es auf 68,5 Milliarden Euro. Agenturmeldungen zufolge ist diese Summe zuletzt nochmals angestiegen und liegt derzeit bei rund 70 Milliarden Euro. Die Obergrenze für die Notkredite, die die EZB festlegt, wurde bereits letzte Woche um 1,2 Milliarden Euro angehoben werden, diese Woche wurde sie erneut um 800 Millionen Euro erhöht und liegt nun bei 74 Milliarden Euro. Für Griechenland bleibt damit ein Spielraum von 4 Milliarden Euro.

Die Voraussetzung für die Finanzierung des Bankensektors über Notkredite ist, dass die Geschäftsbanken grundsätzlich solvent sind. Dies hält die Europäische Zentralbank derzeit für gegeben. Doch in einem Umfeld mit erheblicher politischer und wirtschaftlicher Unsicherheit, sinkenden Einlagen, einem hohen Anteil an notleidenden Krediten, äußerst begrenzten Möglichkeiten für eine Kapitalerhöhung und einem möglichen griechischen Zahlungsausfall könnte ein Zeitpunkt kommen, an dem dieser Tatbestand von der Europäischen Zentralbank anders beurteilt wird. Dann ist aus unserer Sicht ein kritischer Moment erreicht, weil die Politik dann endgültig eine Grundsatzentscheidung treffen muss. Um Griechenland im Euro zu halten, müsste der griechische Bankensektor in diesem Fall von den Euro-Partnern neu strukturiert und mit frischem Kapital ausgestattet werden.

Auch dies würde wiederum nur dann gelingen, wenn sich die griechische Regierung kooperativ zeigt, und dieser finanzielle Kraftakt auch politisch von den Euro-Partnern legitimiert werden kann. Beides ist derzeit nicht sicher. Auch wenn wir es weiterhin für das Interesse Griechenlands halten, im Euro zu bleiben, hat die Regierung unter Ministerpräsident Tsipras zuletzt alles unternommen, um dieses Ziel zu verfehlen. Ob dies an politischen Überzeugungen oder der schwierigen Konstellation innerhalb der SYRIZA sowie in der Regierungskoalition liegt, ist für uns unklar.

Mehrheiten für eine weitere Rettung Griechenlands haben auch in vielen anderen Ländern politisch einen immer „höheren Preis“. In Deutschland hat es schon bei der letzten Abstimmung über die Griechenland-Kredite mehrere Abweichler aus den Regierungsparteien gegeben. Die Berichterstattung zu den Verhandlungen mit Griechenland sowie zum Thema der Reparationsforderungen könnten ein übriges getan haben, um die öffentliche Zustimmung für Hilfen an Griechenland nochmals zu verringern. Auch in vielen anderen Ländern scheint es kaum oder immer weniger Sympathien für die Position Griechenlands zu geben. Insbesondere dürften Politiker osteuropäischer Staaten mit Besorgnis zur Kenntnis genommen haben, dass Tsipras den Kontakt zu Moskau intensiviert hat. Zudem sind Zahlungen an Griechenland der eigenen Bevölkerung schwer zu vermitteln, da das Durchschnittseinkommen in Lettland, Estland und auch in Litauen nach wie vor niedriger ist als in Griechenland. Diese Liste ließe sich beliebig erweitern, aber unter dem Strich kommen wir zu dem Ergebnis, dass die griechische Regierung derzeit in der Eurozone praktisch keine Unterstützung für ihre Position findet.

Die Zeit für handfeste Verhandlungsergebnisse drängt. Wir haben die Fälligkeiten-Struktur Griechenlands untersucht, und die nächsten Zahlungen für drei kurzlaufende Staatsanleihen im April und im Mai summieren sich auf insgesamt 3,8 Milliarden Euro, Anfang Juni werden IWF-Tranchen im Volumen von insgesamt 1,1 Milliarden Euro fällig, Mitte Juni müssen erneut Zahlungen an den IWF in Höhe von 900 Millionen Euro geleistet werden und kurzlaufende Staatsanleihen im Volumen von 3,6 Milliarden Euro gerollt werden. Bei den Geldmarktpapieren war es Griechenland bis zuletzt möglich, Papiere am Markt zu platzieren. Sollte dies auch zukünftig so bleiben, dann wären die Rückzahlungen der IWF-Kredite am 5., 12. und 16. Juni die nächsten kritischen Termine.

Natürlich kann man immer noch argumentieren, dass Griechenland eine äußerst harte Verhandlungstaktik verfolgt und darauf setzt, eine für sich möglicherweise vorteilhafte Einigung zu erzielen, indem offensiv mit einer Staatspleite gedroht wird. Und die Gegenseite, also die Euro-Partner, versucht ihrerseits den Druck durch Indiskretionen und eine – möglicherweise – vorgetäuschte Resignation zu erhöhen. Doch sollte dies der Fall sein, dann wird diese Taktik von Tag zu Tag riskanter. Im Bankensektor, bei der öffentlichen Meinung und am Kapitalmarkt verschlechtert sich die Situation nicht immer mit einer relativ gleichbleibenden Geschwindigkeit. Irgendwann könnte ein Punkt erreicht werden, an dem sich die Umstände schlagartig ändern und dynamische Prozesse in Gang gesetzt werden, die möglicherweise nicht zu kontrollieren sind.

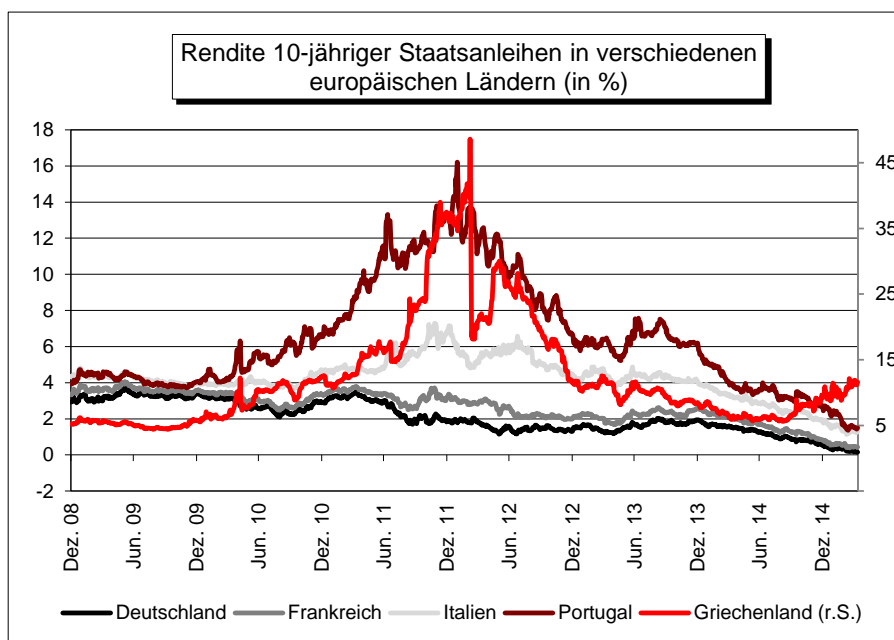
Wenn die Verhandlungen mit derselben schlafwandlerischen Dynamik fortgeführt werden sollten, dann könnte dieser Punkt schon relativ bald erreicht sein. Ein Austritt als Unfall, der sogenannte „Graccident“ (accident: englisch für Unfall), könnte letztlich die Folge sein.

Wochenausblick für die Zeit vom 20. bis 24. April 2015

	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	0,0%	-0,7%	-0,6%	0,1%	-0,1%		20. April
D: Produzentenpreise, y/y	-0,9%	-1,7%	-2,2%	-2,1%	-2,3%		20. April
D: ZEW Konjunkturerwartungen	11,5	34,9	48,4	53,0	55,1	56,9	21. April
D: ZEW Konjunkturlage	3,3	10,0	22,4	45,5	54,8	57,2	21. April
D: GfK Konsumklima	8,7	9,0	9,3	9,7	10,0	10,3	23. April
D: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	50,0	52,1	50,9	51,1	52,8	53,0	23. April
D: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	52,1	51,2	54,0	54,7	55,4	55,6	23. April
D: Ifo Geschäftsklimaindex, sa.	104,6	105,5	106,7	106,8	107,9	108,4	24. April
E-19: Konsumentenvertrauen	-11,6	-10,9	-8,5	-6,7	-3,7	-3,0	22. April
E-19: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	50,4	50,6	51,0	51,1	52,2	52,5	23. April
E-19: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	51,3	51,6	52,7	53,7	54,2	54,4	23. April

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Rendite 10-jähriger Staatsanleihen bald negativ?



Auf der gestrigen Pressekonferenz verkündete EZB-Präsident Mario Draghi erwartungsgemäß, den Leitzins auch weiterhin auf dem Rekordtief von 0,05% zu belassen. Das im März gestartete Anleihenkaufprogramm mit einem monatlichen Gesamtvolumen von 60 Mrd. EUR zeigt derweil möglicherweise schon erste Erfolge. So überraschte laut Eurostat die Industrie in der Euro-Zone im Februar mit einem kräftigen Anstieg der Auftragseingänge von 1,1 Prozent gegenüber dem Vormonat. Weiterhin hob der Internationale Währungsfonds (IWF) seine Prognose für das Wachstum des Bruttoinlandsproduktes in der Euro-Zone in diesem Jahr von 1,2% auf 1,5% und für 2016 von 1,4% auf 1,6% an. Trotz zurzeit besserer Konjunkturaussichten will die EZB ihr Anleihenkaufprogramm weiter wie geplant solange durchziehen, bis das Ziel einer Inflationsrate nahe 2 Prozent erreicht ist. Draghi trat damit Spekulationen entgegen, wonach die EZB ihr Programm frühzeitig drosseln könnte. Der IWF warnte in seiner Frühjahrsprognose aber gleichzeitig vor den negativen Auswirkungen der expansiven Geldpolitik der EZB auf europäi-

sche und vor allem deutsche Lebensversicherungen. Große Kapitalsammelstellen wie z.B. Lebensversicherungen legen das Geld ihrer Versicherten, zum Teil aufgrund regulatorischer Vorschriften, vor allem in Staatsanleihen mit hoher Bonität an. Durch die expansive Geldpolitik der EZB ist die Rendite hier aber sehr gering. 10-jährige Bundesanleihen weisen beispielsweise aktuell nur noch Renditen von 0,1% auf und die Renditen mit achtjähriger Laufzeit fielen diese Woche erstmals in den negativen Bereich. Die langfristig versprochenen hohen Garantiezinsen der Lebensversicherer sind daher zu einer schweren Last geworden. Laut IWF zeigen Stresstests, dass ein Viertel der Versicherer in einer längeren Phase mit niedrigen Zinsen nicht in der Lage wäre, ihre Kapitalanforderungen zu erfüllen. Der Versicherungssektor habe allein in der EU ein Anlageportfolio von rund 4,4 Billionen Euro und die Vernetzung in der Finanzbranche nehme zu, wodurch bei einer Krise die Gefahr einer Ansteckung anderer Finanzmarktakteure wahrscheinlich sei.

Finanzmärkte im Überblick

	Stand	Veränderung zum			
	16.04.2015	09.04.2015	13.03.2015	15.01.2015	31.12.2014
Aktienmärkte	17:54	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Dow Jones	18090	0,7%	1,9%	4,4%	1,5%
S&P 500	2105	0,6%	2,5%	5,6%	2,2%
Nasdaq	5011	0,7%	2,9%	9,6%	5,8%
DAX	11999	-1,4%	0,8%	19,6%	22,4%
MDAX	21334	-0,2%	2,3%	21,4%	26,0%
TecDAX	1654	0,4%	-0,1%	15,2%	20,6%
EuroStoxx 50	3752	-0,8%	2,6%	18,8%	19,2%
Stoxx 50	3565	0,7%	4,5%	16,5%	18,7%
SMI (Swiss Market Index)	9399	0,1%	2,6%	11,9%	4,6%
Nikkei 225	19886	-0,3%	3,3%	16,2%	14,0%
Brasilien BOVESPA	54475	1,3%	12,1%	13,4%	8,9%
Russland RTS	1062	5,8%	27,4%	39,2%	34,3%
Indien BSE 30	28666	-0,8%	0,6%	2,1%	4,2%
China Shanghai Composite	4195	6,0%	24,4%	25,7%	29,7%
MSCI Welt (in €)	1784	1,0%	2,2%	17,0%	18,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	1037	1,2%	8,7%	17,8%	22,6%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	160,20	108	221	276	433
Bobl-Future	129,68	7	39	-87	-60
Schatz-Future	111,29	0	10	13	19
3 Monats Euribor	0,00	-1	-2	-7	-7
3M Euribor Future, Dez 2015	-0,02	-1	-1	-6	0
3 Monats \$ Libor	0,27	0	0	2	2
Fed Funds Future, Dez 2015	0,34	-3	-17	-5	0
10-jährige US Treasuries	1,92	-4	-19	15	-25
10-jährige Bunds	0,09	-7	-17	-33	-46
10-jährige JGB	0,33	-4	-9	7	0
US Treas 10Y Performance	574,56	0,5%	2,1%	-0,6%	3,0%
Bund 10Y Performance	604,03	0,5%	1,5%	3,4%	4,6%
REX Performance Index	476,50	0,0%	0,3%	0,7%	1,0%
Hypothekenzinsen USA	3,66	0	-20	0	-17
IBOXX AA, €	0,73	-3	-2	-8	-16
IBOXX BBB, €	1,36	-2	2	-34	-43
ML US High Yield	6,39	-8	-24	-57	-56
JPM EMBI+, Index	718	0,0%	4,3%	3,9%	3,7%
Wandelanleihen Exane 25	7048	0,0%	2,3%	7,8%	9,1%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	422,01	0,6%	2,8%	-4,6%	-5,7%
MG Base Metal Index	288,76	-0,4%	1,7%	3,4%	-4,9%
Rohöl Brent	62,45	9,5%	8,2%	33,6%	8,9%
Gold	1197,46	0,2%	3,8%	-5,3%	0,9%
Silber	16,23	0,0%	4,5%	-5,1%	3,0%
Aluminium	1827,00	3,5%	3,3%	2,5%	0,1%
Kupfer	5960,75	-0,9%	1,3%	4,9%	-6,4%
Eisenerz	51,00	5,2%	-13,6%	-26,1%	-29,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	586	1,0%	4,3%	-21,8%	-25,1%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0734	-0,4%	1,5%	-8,3%	-11,6%
EUR/ GBP	0,7196	-0,7%	0,9%	-5,8%	-7,3%
EUR/ JPY	127,96	-1,0%	-0,4%	-6,2%	-11,9%
EUR/ CHF	1,0286	-1,5%	-3,4%	0,1%	-14,5%
USD/ JPY	119,15	-1,2%	-1,8%	2,6%	-0,5%

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. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist 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 Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.