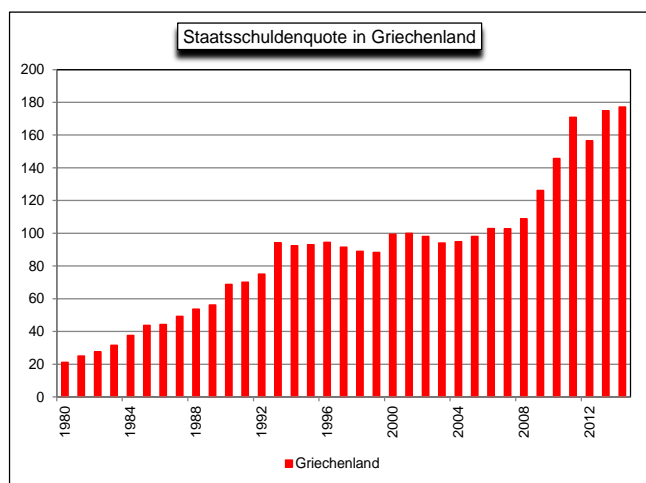


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Stunde der Wahrheit

Seit Wochen dreht sich alles um dieses eine Thema: Bleibt Griechenland Mitglied der Eurozone oder nicht? Mittlerweile sind eine Vielzahl von „roten Linien“ und „letzten Fristen“ verstrichen, ohne dass bislang eine Entscheidung gefallen ist. Dies ist eigentlich verwunderlich, hieß es doch im Vorfeld des griechischen Referendums vom letzten Wochenende, dass ein mehrheitliches „Nein“ als Signal für einen Ausstieg des Landes aus dem Euro interpretiert werden würde. Nun heißt es, dass der nächste Sonntag der wirklich „allerletzte“ Termin sein wird, an dem sich das Schicksal der Hellenen entscheiden wird. Aber was soll bis dahin noch geschehen? Das demokratische Votum der griechischen Bevölkerung gilt es zu respektieren, aber ebenso die Tatsache, dass die übrigen Länder der Eurozone versuchen, ihre gemeinsam beschlossenen Grundlagen und Regeln zu verteidigen. Und auch hier gilt als wesentliches Merkmal einer Demokratie, dass Entscheidungen auf dem Mehrheitsprinzip basieren und nicht auf den Vorstellungen einzelner Länder.

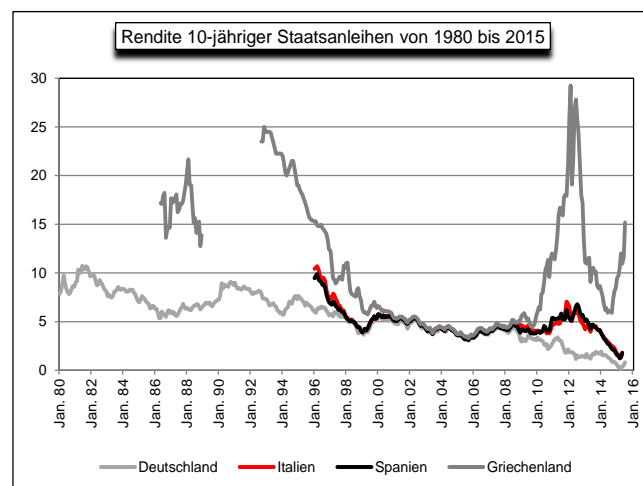
Dass die griechische Regierung sowohl willens als auch in der Lage ist einen Hilfsantrag zu stellen, der den Bedingungen der Gläubiger soweit entgegenkommt, dass diese neue Kredite gewähren, ist unseres Erachtens immer noch unwahrscheinlich. Zudem ist bis jetzt gar nicht klar, über wie viel Geld man wirklich spricht. Der IWF schätzt, dass Griechenland allein bis 2018 einen Finanzbedarf von rund 50 Milliarden Euro hat; hinzu kommen könnte ein Betrag in ähnlicher Größenordnung, um die griechischen Banken zu rekapitalisieren. Doch reicht es aus, Griechenland neue Kredite zu gewähren? Es dürfte inzwischen jedem klar sein, dass es nicht mehr darum geht, nur eine kurzfristige Durststrecke zu überwinden, sondern dass ein Konzept gefragt ist, das Griechenland dauerhaft hilft, wieder auf eigenen Beinen zu stehen.



Neues Geld in Verbindung mit einem erneuten Schuldenschnitt, wie ihn Regierungschef Tsipras und sein neuer Finanzminister Tsakalatos fordern, kann aber allein nicht die Lösung sein. Immerhin liegt der letzte Schuldenschnitt erst gerade einmal drei Jahre zurück. Doch trotz des „freiwilligen“ Forderungsverzichtes der privaten Gläubiger von

100 Milliarden Euro ist die Schuldenquote, also das Verhältnis der Schulden zur eigenen Wirtschaftsleistung, wegen der anhaltenden Rezession in dieser Zeit von 170 auf 180 Prozent angestiegen. Berücksichtigt man zusätzlich den negativen Target2-Saldo der Bank of Greece, der die Verbindlichkeiten gegenüber der Europäischen Zentralbank beinhaltet, ist die griechische Schuldenquote sogar fast so hoch wie die in Japan.

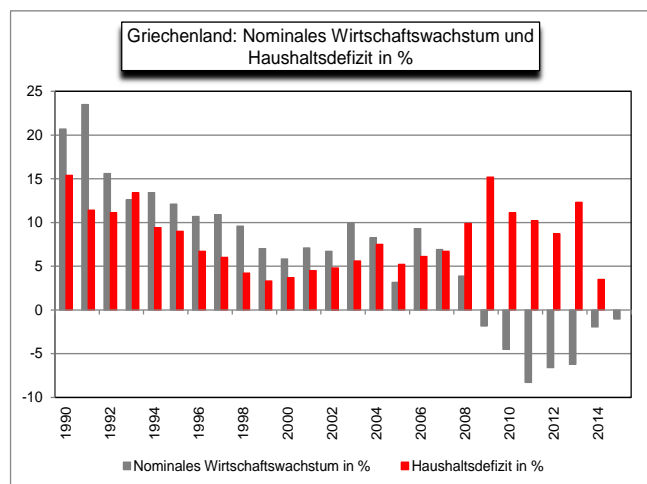
Wie groß müsste ein Schuldenschnitt überhaupt sein, damit er wirklich weiterhilft? Hierzu haben wir einige Berechnungen angestellt: Bei 50 Milliarden Euro reduziert sich die griechische Schuldenquote auf etwa 150 Prozent, bei 100 Milliarden Euro auf rund 125 Prozent. Im ersten Fall könnte sich Griechenland bei einem zukünftigen Wirtschaftswachstum von 2 Prozent ein Haushaltsdefizit von 3 Prozent leisten, und die Schuldenquote würde konstant bleiben. Bei einem durchschnittlichen Zinssatz von 2,4 Prozent, den Griechenland für seine Schulden zu bezahlen hat, läge der notwendige Primärüberschuss bei 0,6 Prozent. Hat man darüber hinaus das Ziel, die Schuldenquote innerhalb von 10 Jahren auf 120 Prozent zu reduzieren, würde sich der dann notwendige Primärüberschuss auf 3,5 Prozent pro Jahr erhöhen – ein anspruchsvolles und wohl kaum zu realisierendes Ziel. Im zweiten Fall könnte sich Griechenland unter sonst selben Voraussetzungen ein Haushaltsdefizit von 2,5 Prozent leisten, um die Schuldenquote stabil zu halten. Der notwendige Primärüberschuss läge bei 0,5 Prozent. Dies wäre ein realistischeres Szenario – unter der Voraussetzung, dass die griechische Wirtschaft wieder wächst. Allerdings wird die griechische Wirtschaft in diesem und wohl auch im nächsten Jahr aufgrund der Unsicherheiten und Turbulenzen, die der politische Wechsel in Athen mit sich gebracht hat, zurück in die Rezession fallen.



Deswegen ist es genauso wichtig, dass das Land mit Hilfe von Reformen wieder zu mehr Wachstum zurückfindet. Aber die griechische Vergangenheit zeigt leider auch, dass selbst in Phasen mit einem starken Wirtschaftswachstum die Staatsschulden nicht gesunken sind sondern zugenommen haben. Betrachtet man beispielsweise den Zeitraum von 1998 bis zum Jahr 2007, so ist die griechische Wirtschaft in diesem Zeitraum im Durchschnitt nominal um

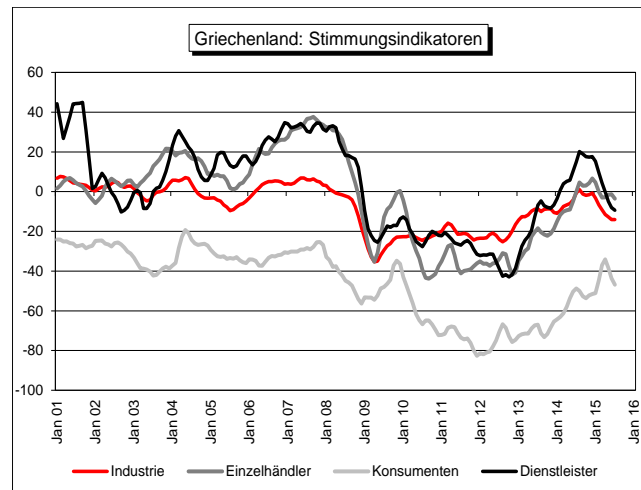
mehr als 7 Prozent pro Jahr gewachsen. Gleichzeitig haben sich die Zinsen für eine 10-jährige Staatsanleihe auf 4 Prozent halbiert. Bessere Voraussetzungen für eine Verringerung der Schuldenquote kann es eigentlich nicht geben. Doch während andere Länder in Europa mit vergleichbaren Voraussetzungen, wie Irland, Spanien und Italien, es geschafft haben, ihre Schuldenquoten zu reduzieren, ist sie in Griechenland angestiegen. Und das in einer Zeit, in der in Griechenland die Pro-Kopf-Einkommen wesentlich stärker als in den meisten anderen Ländern der Eurozone angestiegen sind, so dass die Voraussetzungen für eine Verbesserung der Staatseinnahmen definitiv gegeben waren. Dies zeigt: **Auch Wachstum ist kein Garant für solides Haushalten!**

Was bedeutet dies? Eine mögliche politische Entscheidung der EU-Länder am kommenden Sonntag, Griechenland vor dem Zusammenbruch zu bewahren, wird kontinuierliche Zuwendungen in Form von Subventionen und Umschuldungen nach sich ziehen. Damit übernehmen die Bürger der Eurozone als Steuerzahler die Haftung für die Konsequenzen einer gescheiterten griechischen Politik. Dass dies negative Fehlanreize für andere Länder setzt, ist offensichtlich. Die Währungsunion würde sich in eine Transferunion verwandeln.



Käme es hingegen zum „Grexit“, würde sich das ökonomische Desaster des Landes noch weiter verschlimmern. Die großen Opfer, die die griechische Bevölkerung in den letzten Jahren ohne Zweifel geleistet hat, haben sich überhaupt nicht ausgezahlt. Beim Pro-Kopf-Einkommen haben die Griechen seit dem Jahr 2008 wesentlich mehr Einbußen hinnehmen müssen als andere Länder. Würde Griechenland aus der Eurozone ausscheiden, besteht das Risiko, dass das Land auf einen Zustand zusteuert, den man als „failed state“ bezeichnet und der sich durch eine fehlende operative Fähigkeit und Bereitschaft auszeichnet, seine Probleme selbst wieder in den Griff zu bekommen. Genau hierin liegt das Hauptproblem: In Griechenland ist ein dauerhaftes und komplettes Staats- und Politikversagen zu konstatieren. Weder die früher regierende sozialistische PASOK, noch die konservative Nea Dimokratia haben es geschafft, ein vernünftig funktionierendes Staatswesen aufzubauen. Und auch die derzeit regierende Syriza kümmert sich vor allem um die eigene Klientel, während die öffentliche Verwaltung weiter brach liegt. Insofern mutet es etwas naiv an,

wenn einige Politiker und Ökonomen die These vertreten, man müsse Griechenland nur seine Schulden erlassen und vom Austeritätskurs abrücken, und schon wären alle Probleme gelöst. Die Geschichte des Landes legt die Vermutung nahe, dass dies allenfalls kurzfristig helfen würde, man aber langfristig wieder in der Schuldenfalle landet.



Unser Fazit: Egal, welche Entscheidung am Sonntag getroffen wird, ob Griechenland also mit neuen Hilfgeldern (zunächst) Mitglied der Eurozone bleibt oder ob es zum „Grexit“ kommt: Die Probleme des Landes werden damit nicht gelöst sein. Gibt es neue Kredite, dürften die Anreize, die damit verbundenen Bedingungen zu erfüllen, wie schon in der Vergangenheit gering sein. Dass Griechenland auf einmal zum Vorbild für Reformen wird, ist wenig wahrscheinlich. Im Falle eines „Grexit“ müsste das Land ebenfalls weiterhin finanziell von Europa unterstützt werden, um die humanitären Konsequenzen des damit verbundenen wirtschaftlichen Absturzes zumindest etwas abzumildern. Letztendlich dürfte diese Variante zunächst kaum weniger Geld kosten. Dennoch bestünde zumindest die Hoffnung, dass sich das Land langfristig wirtschaftlich erholen kann. Denn außerhalb des Euro sind die Möglichkeiten, sich einem schwierigen ökonomischen Umfeld anzupassen, dank einer eigenen Währung und einer eigenen Geldpolitik zumindest etwas besser. Bleibt Griechenland hingegen im Euro mag man sich gar nicht ausdenken, was passiert, wenn die EZB irgendwann einmal wieder die Zinsen anhebt und der Euro deutlich aufwertet. Letztendlich sollte allen Beteiligten klar sein: Griechenland muss sein Schicksal selbst in die Hand nehmen und für die zwingend notwendigen Veränderungen im eigenen Land sorgen. Hilfe von außen kann die Situation im Land nur vorübergehend stabilisieren. Die Stunde der Wahrheit rückt näher, nicht nur in Griechenland, sondern auch im übrigen Europa.

Wochenausblick für die Zeit vom 13. bis 17. Juli 2015

	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Veröffentlichung
D: Konsumentenpreise, m/m	0,9%	0,5%	0,0%	0,1%	-0,1%		14. Juli
D: Konsumentenpreise, y/y	0,1%	0,3%	0,5%	0,7%	0,3%		14. Juli
D: ZEW Konjunkturerwartungen	53,0	54,8	53,3	41,9	31,5	38	14. Juli
E-19: Industrieproduktion, m/m	1,0%	-0,4%	0,1%	0,2%			14. Juli
E-19: Industrieproduktion, y/y	1,6%	1,8%	0,7%	1,9%			14. Juli
E-19: Konsumentenpreise, m/m	0,6%	1,1%	0,2%	0,2%	-0,1%		16. Juli
E-19: Konsumentenpreise, y/y	-0,3%	-0,1%	0,0%	0,3%	0,2%		16. Juli
E-19: Kerninflationsrate, y/y	0,7%	0,6%	0,7%	0,9%	0,8%		16. Juli

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Berg- und Talfahrt an Chinas Aktienmärkten



Veritable Kursverluste gab es zuletzt an der Börse in China zu verzeichnen: Der Shanghai SE Composite Index verlor seit Mitte Juni bis zum Börsenschluss heute fast 30% an Wert. Maßnahmen der Regierung, den Preisverfall zu stoppen, liefen bislang weitgehend ins Leere. Gleichzeitig rutschten auch die Preise für wichtige Rohstoffe wie Kupfer, Eisenerz und Silber in den letzten Tagen ab. Die Nervosität nimmt zu, dass es sich dabei um Vorboten einer größeren Krise im Reich der Mitte handelt. Wir rechnen damit, dass die Diskussion um ökonomische Verwerfungen in China zunächst anhalten wird. Dies könnte dazu beitragen, dass Aktien von Unternehmen mit einem hohen Geschäftsanteil in China zunächst unter Abgabedruck bleiben. Die Befürchtung, dass sich eine Krise im

Reich der Mitte anbahnt, teilen wir dagegen nicht. Vor den jüngsten Kursverlusten hatte der chinesische Aktienmarkt massiv zugelegt: Seit dem Ende des zweiten Quartals 2014, als die Rally begann, legte der Shanghai SE um 82% zu, seit Jahresbeginn 2015 beträgt das Plus trotz der Korrektur immer noch rund 15%. Die Hausse an der Börse war vor allem von Privatanlegern befeuert worden, die mitunter stark gehebelt in den Markt investiert hatten. Einen Bezug zur vergleichsweise schwachen wirtschaftlichen Entwicklung der chinesischen Wirtschaft hatte die Hausse am Aktienmarkt nicht. Insofern halten wir den Rückschluss auch nicht für korrekt, dass schwächere Kurse ein Vorbote für eine wirtschaftliche Krise in China sind.

Finanzmärkte im Überblick

	Stand	Veränderung zum			
	09.07.2015	02.07.2015	08.06.2015	08.04.2015	31.12.2014
	16:41	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	17653	-0,4%	-0,6%	-1,4%	-1,0%
S&P 500	2065	-0,6%	-0,7%	-0,8%	0,3%
Nasdaq	4910	-2,0%	-2,2%	-0,8%	3,7%
DAX	10952	-1,3%	-1,0%	-9,0%	11,7%
MDAX	19741	-0,7%	-0,2%	-6,3%	16,6%
TecDAX	1640	-1,1%	-1,3%	0,9%	19,6%
EuroStoxx 50	3409	-1,6%	-1,7%	-8,9%	8,3%
Stoxx 50	3294	-1,1%	-0,8%	-5,9%	9,7%
SMI (Swiss Market Index)	8981	0,2%	-0,9%	-2,9%	0,0%
Nikkei 225	19856	-3,3%	-2,9%	0,3%	13,8%
Brasilien BOVESPA	51782	-2,5%	-1,9%	-3,5%	3,5%
Russland RTS	889	-4,6%	-3,7%	-10,1%	12,4%
Indien BSE 30	27574	-1,3%	4,0%	-4,0%	0,3%
China Shanghai Composite	3710	-5,2%	-27,7%	-7,1%	14,7%
MSCI Welt (in €)	1707	-2,1%	-1,5%	-4,9%	9,8%
MSCI Emerging Markets (in €)	905	-6,6%	-6,4%	-12,8%	4,1%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	152,94	190	144	-614	-293
Bobl-Future	129,95	37	192	33	-33
Schatz-Future	111,35	3	22	6	25
3 Monats Euribor	-0,02	0	-1	-3	-10
3M Euribor Future, Dez 2015	0,01	0	-1	2	0
3 Monats \$ Libor	0,28	0	0	1	3
Fed Funds Future, Dez 2015	0,25	-5	-12	-11	0
10-jährige US Treasuries	2,27	-12	-11	37	9
10-jährige Bunds	0,71	-14	-18	54	17
10-jährige JGB	0,45	-7	-2	9	12
US Treas 10Y Performance	561,70	1,7%	1,7%	-2,2%	0,7%
Bund 10Y Performance	572,64	1,5%	2,0%	-4,7%	-0,9%
REX Performance Index	471,30	0,6%	1,0%	-1,0%	-0,1%
Hypothekenzinsen USA	4,08	0	21	38	25
IBOXX AA, €	1,36	-7	5	59	46
IBOXX BBB, €	2,15	-1	18	76	36
ML US High Yield	7,02	13	35	55	7
JPM EMBI+, Index	700	-0,2%	0,4%	-2,4%	1,1%
Wandelanleihen Exane 25	6694	0,0%	-0,8%	-3,7%	3,6%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	421,38	-2,6%	-1,1%	-0,2%	-5,8%
MG Base Metal Index	268,87	-2,9%	-5,9%	-7,2%	-11,5%
Rohöl Brent	57,38	-7,7%	-7,0%	-0,5%	0,1%
Gold	1163,20	0,0%	-0,7%	-3,4%	-1,9%
Silber	15,13	-2,9%	-5,1%	-8,2%	-3,9%
Aluminium	1629,75	-3,4%	-4,7%	-7,9%	-10,7%
Kupfer	5511,00	-4,6%	-7,2%	-8,6%	-13,5%
Eisenerz	46,50	-17,0%	-25,6%	-5,1%	-35,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	840	5,8%	37,7%	44,8%	7,4%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1037	-0,3%	-1,1%	1,6%	-9,1%
EUR/ GBP	0,7170	0,8%	-2,3%	-0,9%	-7,6%
EUR/ JPY	133,93	-2,1%	-4,2%	3,0%	-7,8%
EUR/ CHF	1,0474	-0,3%	0,0%	0,3%	-12,9%
USD/ JPY	120,71	-1,9%	-3,0%	0,5%	0,8%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jaspermeite	+49 40 3282-2439	cjaspermeite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. 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.