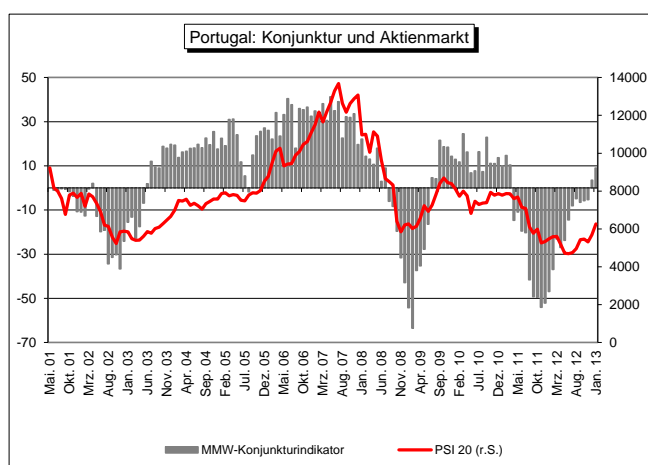


## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

### Griechenland und Portugal: Aktien wieder gefragt

Aktien aus Portugal und Griechenland verzeichneten in den vergangenen Monaten einen wahren Höhenflug: Seit Juni 2012 legte das portugiesische Börsenbarometer PSI 20 um mehr als 40% zu, der griechische Leitindex FTSE/ATHEX gewann nahezu 90% an Wert. Diese Entwicklung dürfte viele überrascht haben, die sich bereits an die vorwiegend negative Berichterstattung über Lissabon und Athen gewöhnt hatten. Allerdings handelt es sich um vergleichsweise kleine Börsenplätze, in die größere und konservative Investoren in den vergangenen Jahren ohnehin kaum oder gar nicht investiert haben.

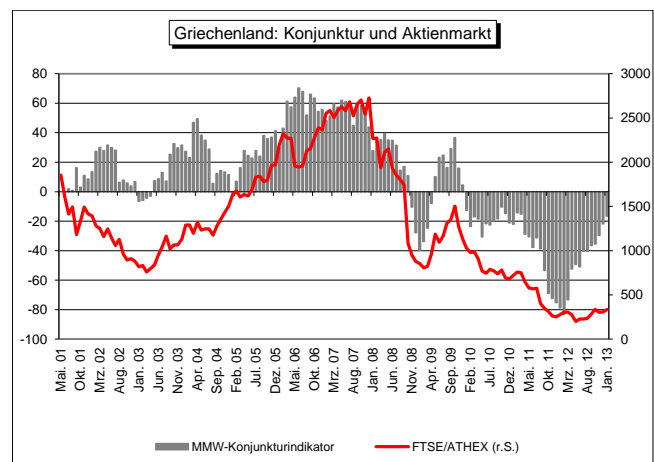


Die Lage ist in beiden Ländern nach wie vor sehr schwierig: Die portugiesische Wirtschaft dürfte 2012 um rund 3% gegenüber dem Vorjahr geschrumpft sein, für das laufende Jahr wird nach Erhebungen von Consensus Economics erneut ein Minus von 2,3% erwartet. Auch Griechenland befindet sich weiterhin in der Rezession: Nach einem voraussichtlichen BIP-Rückgang von 6,5% im vergangenen Jahr dürfte die Wirtschaft laut Consensus Economics 2013 erneut um 4,5% schrumpfen. Trotz deutlich niedrigerer Zinsen für beide Länder bestehen unverändert große Fragezeichen, ob und wann deren Staatsschulden wieder tragfähig sein werden. Vor diesem Hintergrund wirkt die starke Kursentwicklung der letzten Monate zunächst verwunderlich.

Tatsächlich gibt es allerdings Zeichen dafür, dass die konjunkturelle Talsohle durchschritten sein könnte. Dies zeigt zum Beispiel unser Länderallokationsmodell, mit dem wir die wichtigsten Wirtschafts- und Konjunkturdaten aus insgesamt 36 Ländern verfolgen. Besonders im Bereich der Frühindikatoren hat es in den vergangenen Monaten Bewegung in Portugal und Griechenland gegeben. Die Frühindikatoren liegen zwar teilweise noch auf sehr niedrigen Niveaus, allerdings haben sich praktisch alle Bereiche zuletzt verbessert: Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes und aus dem Dienstleistungssektor äußerten sich weniger pessimistisch, genauso wie die Verbraucher und der Handel.

In Bezug auf die Wettbewerbsfähigkeit gibt es in Portugal und Griechenland ebenfalls Erfolge zu verzeichnen. So sind die Lohnstückkosten in Griechenland stark und in Portugal etwas zurückgegangen. Für eine Entwarnung – vor allem im Falle Griechenlands – ist es jedoch noch zu früh. Immerhin sind die Lohnstückkosten dort in den zehn Jahren zuvor um mehr als 40% angestiegen, so dass die griechische Wirtschaft in großen Teilen nach wie vor nur eingeschränkt wettbewerbsfähig ist.

Realwirtschaftlich sieht es zudem in beiden Ländern immer noch düster aus, und mit Ausnahme des Außenhandels und der Bautätigkeit gab es hier bis zuletzt kaum Verbesserungen zu verzeichnen. Insbesondere die Lage am Arbeitsmarkt bleibt prekär. So lag die Arbeitslosenquote in Portugal den jüngsten Daten zufolge bei mehr als 16%, während in Griechenland rund 25% aller Erwerbstätigen ohne Beschäftigung sind. Wir erwarten vor dem Hintergrund der nach wie vor vorhandenen Wettbewerbsnachteile, dass der Druck auf den Arbeitsmarkt und die Löhne zunächst anhalten wird, auch wenn sich die allgemeine wirtschaftliche Situation in den kommenden Monaten nicht mehr so negativ darstellen sollte wie 2012. Dies begrenzt zweifelsohne die Geschwindigkeit, mit der sich die Länder in den kommenden Monaten und Jahren wirtschaftlich erholen können.



Dennoch hat es sich in der Vergangenheit durchaus als zuverlässiges Signal für den Aktienmarkt erwiesen, wenn sich ein konjunktureller Wendepunkt erkennen lässt, selbst wenn dies lediglich bedeutet, dass eine Volkswirtschaft künftig weniger stark als in der Vergangenheit schrumpfen könnte. Die Auswertungen aus dem Länderallokationsmodell deuten darauf hin, dass ein derartiger Wendepunkt sowohl in Portugal als auch in Griechenland erreicht worden ist.

Angesichts der starken Kursentwicklung der vergangenen Monate stellt sich allerdings die Frage, ob dies nicht bereits vollständig am Aktienmarkt eingepreist ist. Dieser Sachverhalt lässt sich nicht mit Sicherheit beantworten, es gibt allerdings Indikationen dafür, dass die Aufwärtsbewegung an beiden Aktienmärkten noch nicht vollständig abgeschlossen sein muss.

Zunächst dürfte der künftige Kursverlauf entscheidend davon abhängen, ob sich die Konjunkturdaten weiter verbessern. Angesichts des nach wie vor sehr niedrigen Niveaus halten wir dies durchaus für möglich. Unterstützend dürfte wirken, dass die EZB das Risiko erheblich reduziert hat, dass einzelne Länder den Währungsraum verlassen. Dies sollte dazu beitragen, dass portugiesische und griechische Unternehmen und Verbraucher etwas mehr Zuversicht (von niedrigen Niveaus aus) schöpfen. Zudem erwarten wir im Jahr 2013 eine konjunkturelle Verbesserung in Europa, die sich auch auf Portugal und Griechenland moderat positiv auswirken dürfte. Sollte sich unsere Erwartung allerdings nicht erfüllen, dann könnte die Korrektur an den Börsenplätzen in Lissabon und Athen besonders scharf ausfallen.

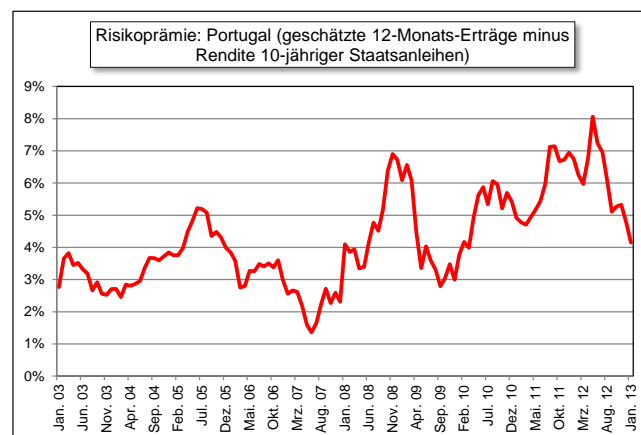
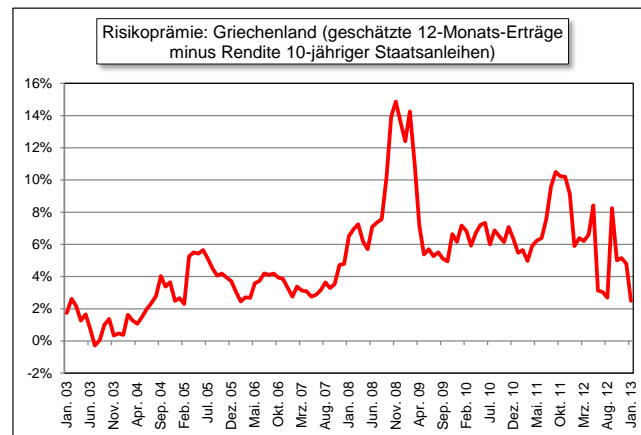
Bewertungsseitig wäre für die Aktienmärkte in Portugal und Griechenland noch Luft nach oben, wenn man nicht allein auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) abstellt. In unserem Bewertungsmodell gelten diese trotz hoher KGVs nach wie vor als „günstig“. Das Bewertungsmodell wertet Aktienmärkte von mehr als 50 Ländern nach insgesamt sechs Bewertungskennziffern aus, darunter das KGV, das Preis-Buchwert-Verhältnis und die Dividendenrendite, und teilt diese in eine fünfstufige Skala ein (sehr günstig, günstig, neutral, teuer, sehr teuer). Andere Aktienmärkte – insbesondere Italien und Spanien – fallen zwar in die Kategorie „sehr günstig“ und erscheinen damit unter Bewertungs Gesichtspunkten attraktiver. Eine positive Aktienmarktentwicklung in Portugal und Griechenland wäre aber in den kommenden Monaten dennoch möglich, ohne dass diese Märkte danach bereits als besonders teuer eingeschätzt werden müssten.

Bewertungsmodelle wie das von uns verwendete sollten jedoch immer mit einer Prise Vorsicht genossen werden: Je nachdem, wie sie genau aufgesetzt sind, können die Ergebnisse unterschiedlich ausfallen, und wir könnten einen eigenen Report nur darüber verfassen, zu welchem Zweck in einem solchen Modell welche Kennzahl wie verwendet werden sollte. Zudem gilt: Ein günstiger Markt kann lange günstig bleiben, und häufig gibt es für eine Unter- oder Überbewertung triftige Gründe. Es wäre also zu kurz gegriffen, einfach in die günstigsten Märkte zu investieren und die teuren zu meiden. Dennoch können sich derartige Modelle als hilfreich erweisen, um ein Gesamtbild über einen oder mehrere Märkte abzurunden.

Ein gemischtes Bild ergibt sich allerdings, wenn man die Risikoprämien betrachtet, die implizit in den Aktienmärkten in Portugal und Griechenland enthalten sind. Bei dieser Betrachtung geht es um die Frage, welchen erwarteten Mehrertrag der Aktienmarkt gegenüber einer als sicher eingestuft Anleihe verspricht. Anders als in unserem Bewertungsmodell, das mehrere Bewertungskennziffern berücksichtigt, werden die Risikoprämien maßgeblich von den Gewinnerwartungen der Analysten beeinflusst. Dividendenrenditen, Preis-Buchwertverhältnisse und andere Kennzahlen haben keinen direkten Einfluss.

Die Risikoprämie sollte umso höher ausfallen, je stärker die Investoren den Gewinnschätzungen und dem Aktienmarkt in einem Land misstrauen. Die Risikoprämien haben gerade

im letzten Jahr in vielen Ländern Höchststände erreicht, und der Aktienmarkt versprach gegenüber dem Rentenmarkt teilweise einen Mehrertrag von mehr als 10%. Erst seit Mitte 2012 nehmen die Risikoprämien in vielen Ländern wieder ab.



Besonders deutlich ist die Risikoprämie auf den griechischen Aktienmarkt gefallen. Sie liegt mittlerweile auf dem niedrigsten Stand seit Anfang 2006. In Portugal fällt der Rückgang der Risikoprämie zwar weniger stark aus, aber zu aktuellen Kursen wird eine geringere Prämie gefordert als an vielen großen Märkten wie zum Beispiel am deutschen, französischen, japanischen oder US-Aktienmarkt (gemessen am DAX, CAC 40, Nikkei 225 und S&P 500). Dort liegen die Risikoprämien immer noch zwischen 6% und 8%, das sind prozentual immerhin 50% bis 100% mehr als in Portugal.

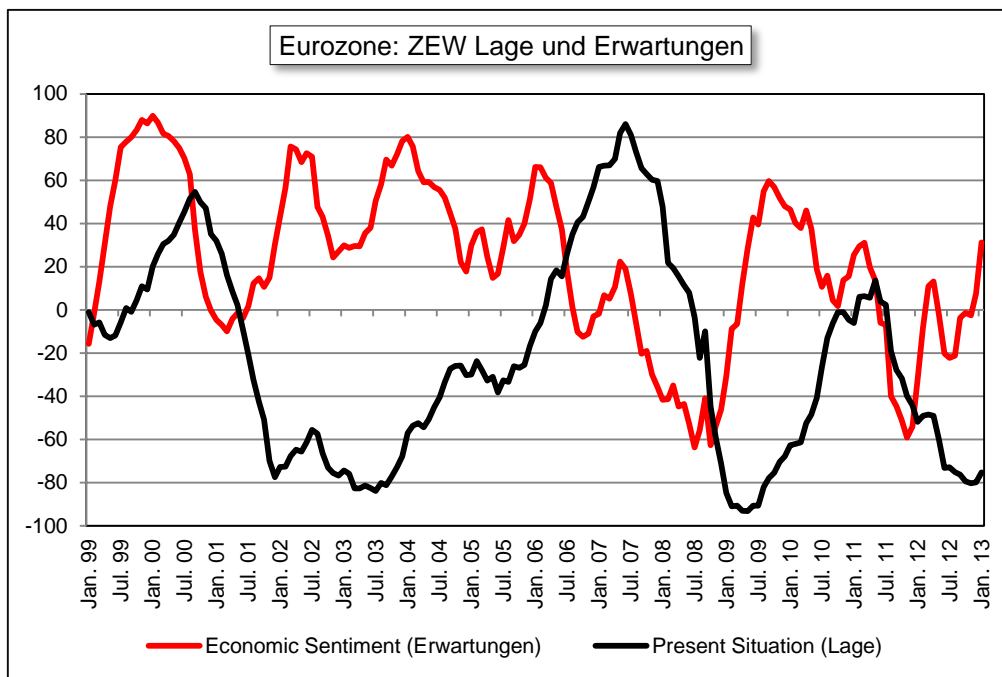
Die Berechnung der Risikoprämie hängt entscheidend davon ab, ob sich die Gewinnschätzungen für den Aktienmarkt als zutreffend erweisen. Wenn sich die konjunkturelle Erholung fortsetzt, dürfte dies auch die Gewinne der Unternehmen positiv beeinflussen; die Folge wäre, dass die tatsächliche Risikoprämie in Portugal und Griechenland höher liegt als in unserer Auswertung. Dennoch ziehen wir die Schlussfolgerung, dass die Anleger, die auf ein Comeback des portugiesischen und griechischen Aktienmarktes setzen, deutlich höhere Rückschlagrisiken in Kauf nehmen müssen als an vielen größeren Aktienmärkten. Dies gilt insbesondere, wenn sich die Erholung nicht fortsetzen sollte oder Portugal und Griechenland erneut negativ in die Schlagzeilen geraten.

Wochenausblick für die Zeit vom 28. Januar bis 1. Februar 2013

	Sep	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Veröffentlichung
D: Importpreise, m/m	-0,7%	-0,6%	0,0%	-0,2%			ab 28. Januar
D: Importpreise, y/y	1,8%	1,5%	1,1%	0,7%			ab 28. Januar
D: GfK Konsumklima	6,0	6,1	6,1	5,9	5,6	5,8	29. Januar
D: Verbraucherpreise, m/m	0,0%	0,0%	-0,1%	0,9%	-0,6%		31. Januar
D: Verbraucherpreise, y/y	2,0%	2,0%	1,9%	2,1%	1,9%		31. Januar
D: Arbeitslosenquote	6,8%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%		31. Januar
D: Einkaufsmanagerindex Ver. Gew.	47,4	46,0	46,8	46,0	48,8		1. Februar
E-17: Geldmenge M3, y/y	2,6%	3,9%	3,8%	3,9%			28. Januar
E-17: Industrievertrauen	-16	-18	-15	-14	-14		30. Januar
E-17: Konsumentenvertrauen	-26	-26	-27	-26	-24		30. Januar
E-17: Einkaufsmanagerindex Ver. Gew.	46,1	45,4	46,2	46,1	47,5		1. Februar
E-17: Verbraucherpreise, y/y	2,6%	2,5%	2,2%	2,2%	2,2%		1. Februar
E-17: Arbeitslosenquote	11,6%	11,7%	11,8%	11,9%			1. Februar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Reicht die Hoffnung?



Die Konjunkturperspektiven für die Eurozone haben sich im Januar deutlich aufgehellt. Zu diesem Urteil kamen zumindest die vom Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) befragten Finanzmarktanalysten und Investoren. Der Index für die Konjunkturerwartungen liegt ähnlich hoch wie der ZEW-Erwartungsindex für die deutsche Volkswirtschaft. Anders als in Deutschland wird die aktuelle Lage in der Eurozone allerdings nach wie vor sehr kritisch beurteilt, und gegenüber dem Vormonat wurde nur eine leichte Verbesserung konstatiert. Damit tut sich eine erhebliche Lücke zwischen den Erwartungen und der Lage auf. Andere Frühindikatoren deuten ebenfalls darauf hin, dass sich die Konjunkturperspektiven für die Eurozone zuletzt etwas aufgehellt haben. So ist der Einkaufsmanagerindex für die Eurozone überraschend stark angestiegen. Im verarbeitenden Gewerbe stieg der Wert

auf 48,0 Punkte und markierte damit ein 10-Monats-Hoch. Auch die Einkaufsmanager aus dem Dienstleistungssektor gaben sich zuversichtlicher, der entsprechende Index stieg auf 48,3 Punkte und übertraf damit ebenfalls die Erwartungen. Wie die ZEW-Umfrage zeigen die Einkaufsmanagerindizes einen konjunkturellen Wendepunkt an, auch wenn die Werte mit weniger als 50 Punkten immer noch auf eine schrumpfende Wirtschaft hindeuten. Aus unserer Sicht gab es dabei jedoch einen negativen Punkt zu verzeichnen: In Frankreich hat die wirtschaftliche Dynamik sowohl im verarbeitenden Gewerbe (42,9 Punkte nach 44,6 Punkten) als auch im Dienstleistungssektor (43,6 Punkte nach 45,2 Punkten) überraschend stark nachgelassen. Die Wirtschaft in der Eurozone dürfte sich zwar in den kommenden Monaten erholen, die Erholung dürfte jedoch innerhalb Europas unterschiedlich stark ausfallen.

Finanzmärkte im Überblick					
	Stand 23.01.2013	Veränderung zum			
		17.01.2013 -1 Woche	21.12.2012 -1 Monat	23.10.2012 -3 Monate	31.12.2012 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	13,779	1.3%	4.5%	5.2%	5.2%
S&P 500	1,495	0.9%	4.5%	5.8%	4.8%
Nasdaq	3,154	0.6%	4.4%	5.5%	4.4%
DAX	7,708	-0.4%	0.9%	7.4%	1.2%
MDAX	12,606	1.0%	5.1%	11.9%	5.8%
TecDAX	888	1.8%	6.2%	11.9%	7.2%
EuroStoxx 50	2,708	-0.4%	2.2%	9.3%	2.7%
Stoxx 50	2,650	0.4%	2.3%	5.3%	2.8%
SMI (Swiss Market Index)	7,392	-0.5%	7.3%	11.5%	8.3%
Nikkei 225	10,487	-1.2%	5.5%	16.3%	0.9%
Topix	888	-0.3%	6.6%	18.5%	3.3%
Brasilien BOVESPA	61,966	-0.4%	1.6%	7.4%	1.7%
Russland RTS	1,605	1.3%	6.2%	10.2%	5.1%
Indien BSE 30	20,027	0.3%	4.1%	7.0%	3.1%
China Shanghai Composite	2,321	1.6%	7.8%	9.8%	2.3%
MSCI Welt (in €)	1,049	1.1%	3.0%	4.6%	3.3%
MSCI Emerging Markets (in €)	811	0.9%	2.4%	5.4%	1.3%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	143.59	83	-118	324	-205
Bobl-Future	126.52	41	-90	139	-130
Schatz-Future	110.45	8	-35	-10	-41
3 Monats Euribor	0.21	0	3	1	2
3 Monats Treasury Bill	0.08	1	2	-3	3
10-jährige US Treasuries	1.84	-4	8	7	9
10-jährige Bunds	1.49	-5	10	-9	19
10-jährige JGB	0.74	-1	-2	-5	-5
US Treas 10Y Performance	542.25	0.5%	-0.5%	0.2%	-0.5%
Bund 10Y Performance	500.56	0.5%	-0.7%	1.3%	-1.5%
Hypothekenzinsen USA	3.38	0	1	1	3
IBOXX AAA, €	1.63	-5	12	-15	16
IBOXX BBB, €	3.11	1	2	-39	7
Wandelanleihen Exane 25	5,518	0.1%	1.5%	5.8%	1.5%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	566.20	0.2%	0.8%	-0.8%	2.1%
MG Base Metal Index	366.74	2.4%	3.1%	7.1%	2.6%
Rohöl Brent	112.30	1.5%	1.9%	1.8%	1.5%
Gold	1685.65	0.0%	1.8%	-1.5%	1.4%
Silber	32.23	2.3%	7.8%	1.6%	7.6%
Aluminium	2,039.3	1.3%	-0.4%	6.0%	-0.1%
Kupfer	8,073.0	0.6%	3.4%	3.1%	2.1%
Frachtraten Baltic Dry Index	817	-0.4%	16.7%	-26.3%	16.9%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1.3330	-0.3%	0.9%	2.5%	1.0%
EUR/ GBP	0.8384	0.2%	3.0%	3.1%	3.4%
EUR/ JPY	117.98	-1.1%	6.3%	13.6%	3.8%
EUR/ CHF	1.2385	-0.5%	2.6%	2.4%	2.6%
USD/ JPY	88.61	-1.4%	5.2%	11.0%	2.1%

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
Darian Heede	+49 40 3282-2452	dheede@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.