

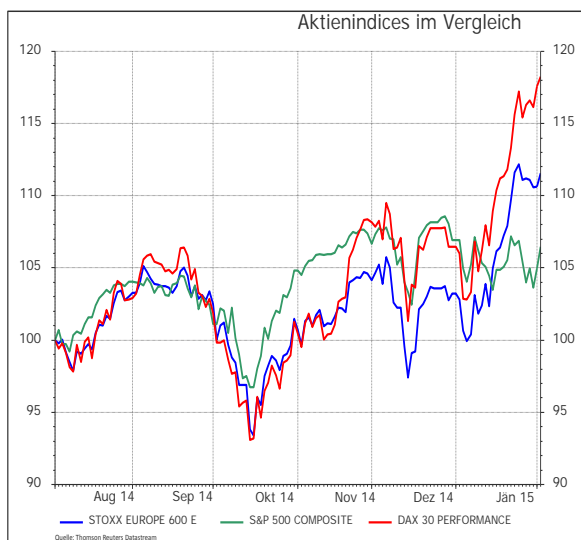
AlpenBank

vermögen verpflichtet

Monatsperspektive Februar 2015

GRIECHENLAND TESTET DIE GEDULD EUROPAS

AKTIENMÄRKTE Europa eilt voran



Einen solch fulminanten Jahresauftakt an den europäischen Börsen hatten vermutlich nicht einmal die größten Optimisten erwartet. Sie übertrifft dabei klar die Leitbörse in den USA. Vor allem der deutsche DAX-Index beeindruckt. Der DAX konnte seit Jahresbeginn um rund 11% zulegen, der breit gefasste Stoxx 600 immerhin um fast 8%. Demgegenüber tritt der US-Leitindex S&P 500 (in USD) nahezu auf der Stelle. Die Gründe für die Outperformance liegen auf der

06. Februar 2015, 10.00 Uhr



Dipl.-Vw. Rolf Weigel
Chefvolkswirt
Medieninhaber (Herausgeber)

INHALTSVERZEICHNIS

Aktienmärkte	Seite 1
Rentenmärkte	Seite 2
Spezialthema: Griechenland	Seite 3

Highlights

Das Jahr 2015 startete mit einer fulminanten Rallye an den europäischen Aktienmärkten. Auch die Anleihemärkte konnten noch einmal zulegen. Angeschoben wird der Kursaufschwung hauptsächlich durch die angekündigten Anleihekäufe der EZB. Auch die Hoffnungen auf einen Kompromiss mit Griechenland hellen die Stimmung auf. Letzteres bleibt aber noch sehr ungewiss.

Hand: Die EZB liefert ein noch beeindruckenderes Anleihekaufprogramm (QE) ab als an den Finanzmärkten erwartet worden war. Zudem verstärken sich die Hoffnungen auf einen Kompromiss der neuen griechischen Regierung mit Brüssel. Letzteres wird sich allerdings schwieriger gestalten, als an den Finanzmärkten erhofft (siehe hierzu auch das Spezialthema).

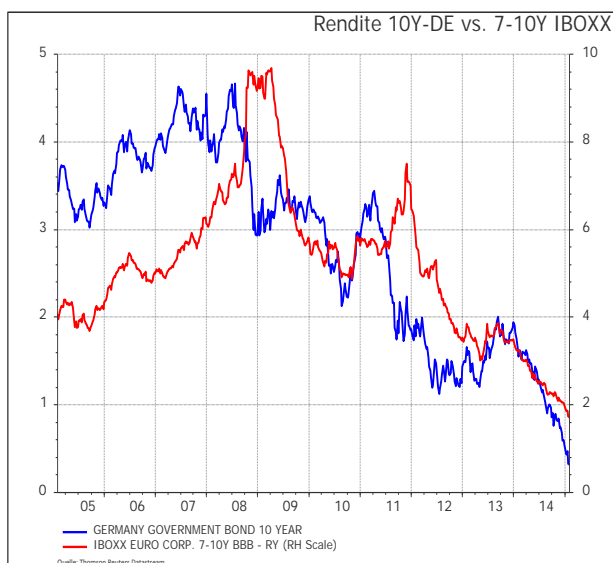
Alles wird vom bevorstehenden QE der EZB überstrahlt. Denn die Marktteilnehmer gehen wohl zu Recht davon aus, dass die Liquiditätsschwemme von 60 Mrd. Euro pro Monat zu einem nicht unwesentlichen Teil in die Aktienmärkte fließen wird. Die liquiditätsgetriebene Rallye sollte sich daher weiter fortsetzen.

Die durchaus beachtlichen Risiken werden derzeit weitgehend ausgeblendet. Zu nennen ist besonders das eingetrübte weltwirtschaftliche Klima. Denn das Wachstum der Weltwirtschaft flacht sich ab.

In den USA enttäuschten zuletzt wichtige konjunkturelle Stimmungsindikatoren (z.B. ISM Verarbeitendes Gewerbe -1,6% auf 53,6 Punkte), was den im Vergleich zu Europa etwas schwächeren Aktienkursverlauf erklärt. Allerdings sind die aktuell schwächeren US-Daten noch kein Alarmzeichen, weil sie saisonal bedingt belastet sind (erneut harter Winter). Zunehmend zeigen sich allerdings auch die Nachteile des festen US-Dollars für die US-Exportunternehmen. Der Export ist zwar für die USA nicht so wichtig wie etwa für Deutschland, unwichtig ist er aber auch nicht. Auch China liefert überwiegend enttäuschende Nachrichten. Die Wachstumserwartungen dort müssen jedenfalls zurückgeschraubt werden.

Die europäischen Aktienmärkte bieten derzeit trotz einiger Unsicherheiten wohl die besten Aussichten. Auch wir folgen der Liquidität der EZB und haben Europa übergewichtet.

RENTENMÄRKTE EZB übertrifft die Erwartungen



Die Erwartungen der Finanzmärkte wurden von EZB-Präsident Mario Draghi in den zurückliegenden Monaten auf ein sehr hohes Niveau geschraubt. Insofern lag vor der Januar-Sitzung des EZB-Rats auch eine große Verunsicherung über den Märkten. Doch Mario Draghi hat geliefert, sogar mehr als erwartet worden war. So kündigte er an, dass die EZB von März 2015 bis September 2016 in einem Volumen von 1,14 Billionen Euro Anleihen auf dem Sekundärmarkt

kaufen möchte. Rund zwei Drittel davon dürften auf Staatsanleihen entfallen. Monatlich werden damit rund 60 Mrd. Euro in die Kapitalmärkte gepumpt. Der EZB-Präsident ließ es zudem offen, ob nach Ablauf dieses Quantitative Easing-Programms (QE) weitere folgen werden.

Das QE ist stark umstritten. Nicht zuletzt deshalb, weil sich die EZB damit in die Nähe einer Staatsfinanzierungsbank begibt, was ihr nach den europäischen Verträgen untersagt ist. Darüber wird im Herbst der Europäische Gerichtshof befinden. Der Generalanwalt des Gerichts hat allerdings in einem Gutachten festgestellt, dass sich die EZB weiterhin im Rahmen ihres Mandats bewegt.

Die EZB möchte vor allem den gefährlichen Deflationstrend insbesondere im Süden Europas stoppen. Erhofft wird auch, dass mit der zusätzlichen Liquidität die Kreditnachfrage angekurbelt wird und damit mehr Konsum und Investitionen ausgelöst werden. Auch dies ist umstritten, weil das QE – anders als in den USA – erst zu einem relativ späten Zeitpunkt startet. Die Zinsen bzw. die Renditen sind schon sehr niedrig

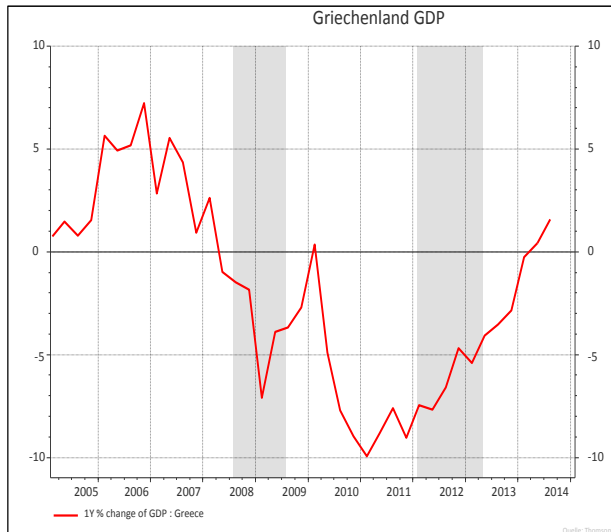
(siehe Abb.). Außerdem ist der Deflationsprozess bereits weit fortgeschritten.

Die fulminante Rallye an den Rentenmärkten nähert sich einem natürlichen Ende. Wir sehen

zwar vorerst kaum größere Rückschlagrisiken, das Chance/Risiko-Verhältnis verschlechtert sich aber. Wir bevorzugen daher kurze und mittlere Laufzeiten. Höhere Laufzeiten bieten auch kaum mehr Vorteile.

SPEZIALTHEMA Griechenland: Schuldenverwirrung

Rezession nur statistisch beendet



Zunächst die gute Nachricht: Die griechische Wirtschaft wächst. Freilich nur von einem sehr niedrigen Niveau aus. Bei den meisten Menschen kommt diese leichte Verbesserung noch nicht an. Die Arbeitslosen-Quote sinkt zwar leicht, bleibt mit immer noch ca. 26% aber inakzeptabel hoch. Dementsprechend ist das Ende der Rezession für die meisten Griechen lediglich eine statistische Größe.

Durchaus verständlich ist es daher, dass die Griechen genug hatten von ihrem traditionellen Parteiensystem und etwas Neues ausprobieren wollen. Sie wählten die linkspopulistische Partei Syriza. Es wird nun ein radikaler Politikwechsel angekündigt. Die neue Regierung unter Ministerpräsident Tsipras forderte hierzu auch einen weitgehenden Schuldenschnitt, was in Europa überwiegend auf Ablehnung stieß. Mittlerweile ist die Rhetorik in Athen zwar milder geworden, doch die nun vorgeschlagenen Umschuldungspläne lösen ebenfalls eher Verwirrung aus.

Im Kern schlägt die Regierung in Athen folgendes vor: Man wolle neue Anleihen ausgeben, deren Zins an das Wachstum Grie-

chenlands gekoppelt ist. Außerdem sollen diese neuen Anleihen ohne begrenzte Laufzeit ausgestattet werden – sogenannte Perpetuals. Das klingt zwar moderater als Schuldenschnitt, doch im Prinzip läuft es wohl auf dasselbe hinaus. Denn der Schuldner entscheidet, wann er Zinsen entrichten will und seine Schulden müsste Griechenland dann auch offiziell nicht mehr zurückzahlen. Immerhin signalisiert die nebenstehende Abbildung wenigstens eine kleine Hoffnung, dass Zinsen tatsächlich einmal bezahlt werden. Die Finanzmärkte reagierten auf die Vorschläge jedenfalls positiv.

Staatschuld ist untragbar

Tatsächlich muss man allerdings feststellen, dass die griechische Staatschuld für das Land untragbar ist. So beläuft sich nach Angaben Athens die derzeitige Auslandsverschuldung auf 322 Mrd. Euro, das sind ca. 175% des nationalen BIP. Da das Land kaum Exporterlöse erzielt und die Sparquote verständlicherweise niedrig ist, gilt diese Staatsschuld auch nach internationalen Maßstäben als untragbar. Der Schuldenschnitt von 2012, der ausschließlich bei privaten Gläubigern vorgenommen wurde und ein Volumen von ca. 107 Mrd. USD erreichte, hat sein Ziel einer nachhaltigen Entlastung Griechenland somit verfehlt.

Seit 2012 halten öffentliche Gläubiger mehr als 75% der griechischen Staatschuld. Diese Gläubiger bestehen aus dem Rettungsfonds EFSF, aus Regierungen der Eurozone, die bilaterale Kredite gegeben haben, aus dem IWF sowie der EZB. Größte Gläubigernation ist Deutschland mit einem Kreditvolumen (EFSF und bilateral) von ca. 54 Mrd. Euro, gefolgt von Frankreich (40 Mrd. Euro) und Italien (35 Mrd. Euro). Auf Österreich entfallen rund 5,5 Mrd. Euro.

Dabei sind die öffentlichen Gläubiger Griechen-

land bei Zins und Tilgung bereits weit entgegengekommen: Die Tilgung beginnt bei den bilateralen Krediten erst von 2020 an mit einer Jahresrate von zunächst 706 Mio. Euro und für EFSF-Kredite ab 2023 mit 2,3 Mrd. Euro. Auch die Zinsen sind sehr günstig. Für bilaterale Kredite galt 2014 ein Zinssatz von 0,58%, beim IWF muss Athen 3,77% an Zinsen bezahlen (laufend). Für den größten Teil der EFSF-Kredite sind erst ab 2022 Zinsen zu entrichten.

Die Zeit drängt

Trotz dieses Entgegenkommens drängt die Zeit. Denn sowohl der IWF als auch die EZB können satzungsgemäß keine Sonderkonditionen für Griechenland aushandeln. So werden aus dem IWF-Kredit in diesem Jahr 8,5 Mrd. Euro fällig. Außerdem werden Anleihen im Volumen von 6,7 Mrd. Euro fällig, die meisten davon bei der EZB. Am 28. Februar endet zudem das laufende Hilfsprogramm aus dem EFSF, mit der noch ausstehenden Tranche von 1,7 Mrd. Euro.

Nun gab die EZB in Richtung Athen einen überraschend deutlichen Warnschuss ab. Die EZB beendet eine seit 2010 gültige Sonderregelung für griechische Banken. So wird sie mit dem Ende der laufenden Hauptrefinanzierungsperiode am 11. Februar keine griechischen Staatsanleihen mehr als Sicherheit bei Liquiditätsoperationen akzeptieren.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Marketingmitteilung, welche von der Alpenbank Aktiengesellschaft („AlpenBank“) ausschließlich zu Informationszwecken erstellt wurde. Sie wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Diese Marketingmitteilung stellt weder eine Anlageberatung, noch ein Angebot oder eine Einladung zur Angebotsstellung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Veranlagungen dar. Diese Information dient nicht dazu, eine individuelle Anlage- oder sonstige Beratung zu ersetzen. Anlageentscheidungen bedürfen der individuellen Abstimmung auf die persönlichen Verhältnisse (z.B. Risikobereitschaft) des Anlegers und sollten erst nach entsprechender fachkundiger Aufklärung und persönlicher Beratung durch einen Kundenbetreuer im Rahmen eines Beratungsgesprächs erfolgen. Es wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass Finanzinstrumente und Veranlagungen mitunter erhebliche Risiken bergen. Die in dieser Information enthaltenen Angaben, Analysen und Prognosen basieren auf dem Wissensstand und der Markteinschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung. Die AlpenBank behält sich das Recht vor, jederzeit Änderungen oder Ergänzungen der bereitgestellten Inhalte vorzunehmen. Die AlpenBank übernimmt keine Haftung für die Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der Inhalte und für das Eintreten von Prognosen. Angaben über die Wertentwicklung beziehen sich auf die Vergangenheit und stellen daher – ebenso wie Prognosen – keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar. Währungsschwankungen bei Nicht-Euro-Veranlagungen können sich auf die Wertentwicklung ertragserhöhend oder ertragsmindernd auswirken. Individuelle Kosten wie beispielsweise Ausgabeaufschläge, Depotgebühren, Provisionen und andere Entgelte sowie Steuern werden in dieser Information nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Aus der Veranlagung können sich steuerliche Verpflichtungen ergeben, die von den jeweiligen persönlichen Verhältnissen des Kunden abhängen und künftigen Änderungen unterworfen sein können. Allgemeine Steuerinformationen können daher nicht die individuelle Betreuung des Anlegers durch einen Steuerberater ersetzen. Bei Steuerausländern beinhaltet die Steuerfreiheit in Österreich keine Steuerfreiheit im Wohnsitzstaat. Kunden sollten beachten, dass die Wertpapiere nicht in allen Ländern angeboten und verkauft werden dürfen. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über etwaige nationale Beschränkungen informieren und diese einhalten. Prospekte sowie allfällige Nachträge von Emissionen Dritter, welche auf Grund des KMG aufzulegen sind, liegen beim jeweiligen Emittenten auf.

Redaktionsschluss: 06. Februar 2015

AlpenBank Aktiengesellschaft

Hauptsitz Innsbruck
Kaiserjägerstraße 9
6020 Innsbruck
Österreich
Tel. +43 512 599 77
Fax +43 512 56 20 15
private-banking@alpenbank.at
www.alpenbank.at

Salzburg
Dr.-Franz-Rehr-Platz 1
5020 Salzburg
Österreich
Tel. +43 662 83 00 83
Fax +43 662 83 00 83 33
private-banking@alpenbank.at
www.alpenbank.at

Bozen
Komplatz 2
39100 Bozen
Italien
Tel. +39 0471 30 14 61
Fax +39 0471 97 74 04
private-banking@alpenbank.it
www.alpenbank.it



VERMÖGEN VERPFLICHTET