

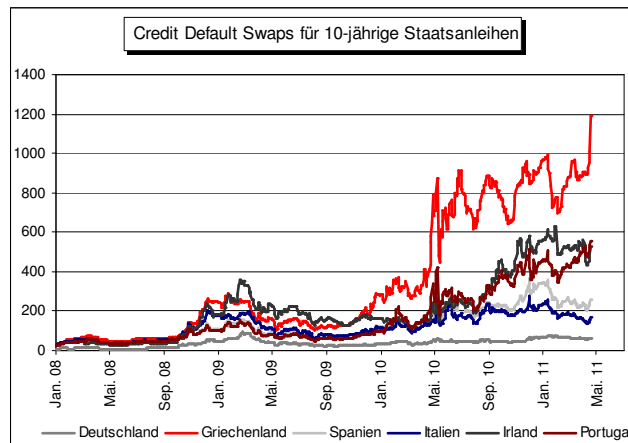
## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

### Ist Griechenland am Ende?

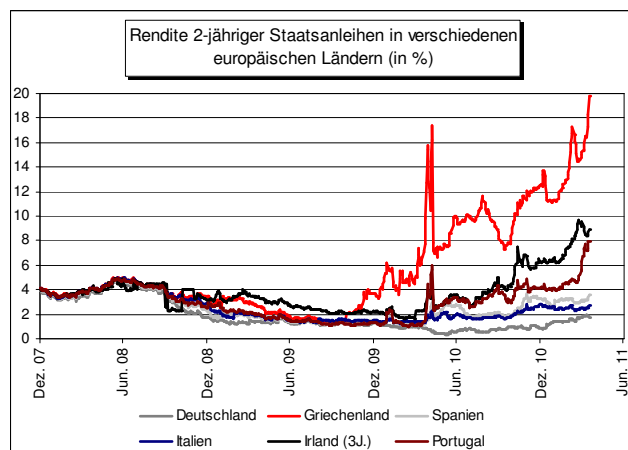
Es ist ja wirklich nicht so, dass sich Investoren über zu große Langeweile beschweren könnten. Die letzten Wochen hatten mehr zu bieten als sonst manche Jahre. Neben den epochalen Umwälzungen in Nordafrika und dem schweren Erdbeben in Japan hat nun auch noch die Staatsschuldenkrise die Märkte wieder fest im Griff. Nicht nur, dass die wohl wichtigste Ratingagentur Standard & Poor's den Ausblick für das US-Rating auf „negativ“ gesetzt hat; auch die Situation der griechischen Staatsfinanzen scheint sich weiter zuzuspitzen. Schon exakt vor einem Jahr hatten Sorgen um die griechische Staatsverschuldung die Renditen griechischer Staatsanleihen auf Rekordniveaus angehoben und eine „normale“ Refinanzierung über den Kapitalmarkt de facto unmöglich gemacht. Als Reaktion darauf wurde ein Rettungspaket geschnürt, mit dem die Refinanzierung Griechenlands bis Mitte 2013 zu einem überwiegenden Teil (aber nicht komplett!) gesichert wurde. Grundgedanke war dabei der, Griechenland für eine Dauer von 3 Jahren eine Pause zu verschaffen, in der das Land seine Wirtschaft und sein Steuersystem wieder auf einen solideren Kurs bringen kann, um dann nach erfolgreich begonnener Sanierung wieder Zugang zum Kapitalmarkt zu finden. Hintergrund des Rettungspaketes war es nie, eine Umstrukturierung der Schulden zu begleiten oder zu erleichtern; ganz im Gegenteil sollte damit eine Umschuldung verhindert werden.

Eine Umschuldung hätte gleich mehrere dramatische Folgen. Zum einen wäre sie eine signifikante Belastung für Banken, Versicherungen und Staatshaushalte in Europa, nachdem die letzte Finanzkrise gerade erst einigermaßen verarbeitet worden ist. Zudem würde eine Umschuldung zu einem Vertrauensverlust führen, der eine spätere Refinanzierung wiederum erschwert. Vor allem aber stellt sich die Frage nach der Ansteckungsgefahr: Wenn Griechenland „umfallen“ sollte, stellt sich unausweichlich die Frage nach dem nächsten Kandidaten. Während die Eurozone eine Umstrukturierung der griechischen und portugiesischen Volkswirtschaft wohl gerade noch verkraften könnte, würde ein Zahlungsausfall Spaniens die Eurozone überfordern und die europäische Währungsunion an die Grenze ihrer Leistungsfähigkeit bringen. Aus diesem Grund war es richtig und ökonomisch geboten, Griechenland durch das Rettungspaket „aus dem Feuer“ zu holen und die Situation zu stabilisieren. Zu einem gewissen Grad war diese Rettungsaktion (im Zusammenspiel mit den dann folgenden Rettungspaketten für Irland und Portugal) auch von Erfolg gekrönt, da insbesondere bei angelsächsischen Investoren die Erwartung eines mittelfristigen Zusammenbruchs der Eurozone im Vergleich zu vor einem Jahr in den Hintergrund getreten zu sein scheint. Leider hat das Rettungspaket das Ziel in Bezug auf die Stabilisierung der Lage in Griechenland nicht erreicht. Trotz Rettungspaket und trotz einer weitgehend abgesicherten Refinanzierung bis Mitte 2013 geht der Markt inzwischen davon aus, dass innerhalb der nächsten Jahre mit einer Umstrukturierung zu rechnen ist. Schaut man beispielsweise auf die CDS-Spreads für fünfjährige griechische Staatsanleihen, dann liegt die vom

Markt eingepreiste Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls bis 2016 bei über 60%.



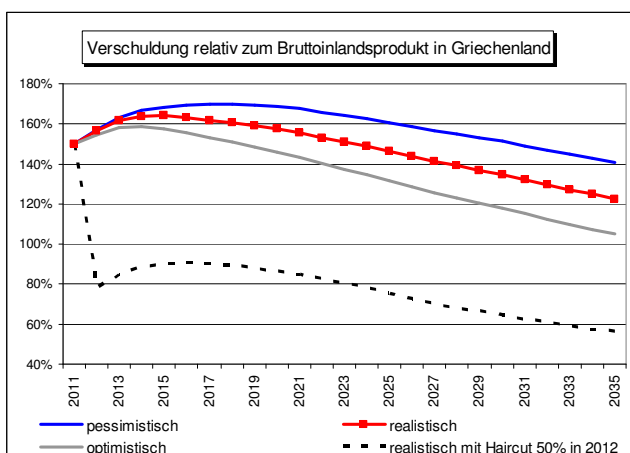
Analysiert man die Renditeentwicklung von zweijährigen Staatsanleihen, dann ist offensichtlich ein großer Teil der Investoren mittlerweile der Ansicht, dass selbst innerhalb der nächsten 2 Jahre ein Zahlungsausfall denkbar erscheint.



Auch auf der Seite der Volkswirte wächst die Zahl der Stimmen, die auf eine Zwangsläufigkeit verweisen, mit der Griechenland aufgrund extremer Wettbewerbsdefizite im Laufe der nächsten Monate oder Jahre gar nichts anderes übrig bleibe, als eine Umschuldung anzustreben. Sie verweisen darauf, dass erst über eine Umschuldung ein Fundament für eine nachhaltige Erholung gelegt werden, da sonst Griechenland an der Schuldenlast zu „ersticken“ drohe. Lieber ein Ende mit Schrecken als ein Schrecken ohne Ende lautet hier die Devise. Auf der anderen Seite warnen viele Volkswirte nach wie vor davor, den Tabubruch zu wagen und bei einem Mitglied der Eurozone einen Zahlungsausfall zu akzeptieren. In letzter Konsequenz halten diese Ökonomen dauerhafte Transfers für das kleinere Übel und sehen in einer Umstrukturierung ein Spiel mit dem Feuer. Zudem ist für viele Ökonomen die hohe Verschuldung ein wichtiges Disziplinierungsinstrument zur Durchsetzung struktureller Reformen, die sonst nicht zielstrebig durchgeführt würden. Bei aller Ungewissheit kann aber inzwischen kein Zweifel mehr darüber bestehen, dass hinter verschlossenen Türen bei europäischen Regierungen,

dem IWF und auch bei der EZB verschiedene Szenarien bezüglich einer möglichen Umstrukturierung durchgesprochen werden. Auch wenn von offizieller Seite nach wie vor derartige Überlegungen dementiert werden, spricht die Vielzahl von recht konkreten Gerüchten dafür, dass offensichtlich hinter den Kulissen eine Umschuldung zumindest als Option in Erwägung gezogen wird.

Um die ökonomische Notwendigkeit einer Umschuldung zu überprüfen, haben wir ein Modell aufgebaut, mit dem wir mögliche Verschuldungspfade für Griechenland für die nächsten 25 Jahre simulieren können. Dabei haben wir drei verschiedene Szenarien gewählt, von denen allerdings kein Szenario ein Extremszenario darstellt. Vielmehr sind prinzipiell alle drei Pfade denkbar, wobei das positive Szenario besonders erfolgreiche Sparanstrengungen und Privatisierungserlöse in größerem Umfang sowie besonders günstige (aber nicht unrealistische) Wachstumsdaten unterstellt. Auch unser pessimistisches Szenario unterstellt mittelfristig erfolgreiche Sparanstrengungen und steigende Steuereinnahmen aufgrund positiver Wachstumsdaten und eines optimierten Steuersystems, wobei in unserem pessimistischen Szenario diese günstigen Entwicklungen aber erst zeitverzögert einsetzen. Wie sich zeigt, ist selbst im optimistischen Szenario zunächst mit einem weiteren Anstieg der Verschuldung relativ zum BIP zu rechnen, und auch der Anteil der Zinszahlungen am BIP wird über sehr viele Jahre weiter steigen. In unserem realistischen Szenario wird die Verschuldung relativ zum BIP in den nächsten Jahren auf etwa 165% ansteigen, um dann langsam und kontinuierlich wieder zu fallen. Für das Jahr 2035 wäre hier wieder eine Verschuldung von etwa 120% relativ zum BIP zu erwarten. Dieser Verlauf erscheint zunächst nicht dramatisch und zeigt auf, dass auch für ein Land wie Griechenland prinzipiell noch Hoffnung besteht und die Staatsverschuldung keine Einbahnstraße sein muss, wenn signifikante Sparanstrengungen über lange Zeiträume unternommen werden und diese von positiven BIP-Wachstumsraten und einer leicht steigenden Steuerquote (Steueraufkommen relativ zum BIP) flankiert werden.



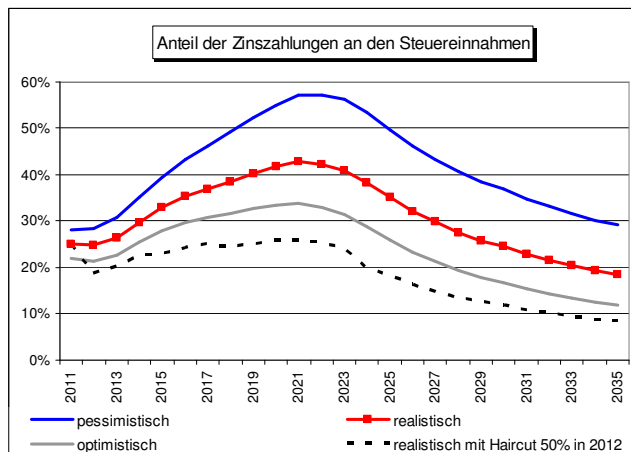
Das Problem liegt allerdings auch nicht unbedingt in der Entwicklung der Staatsverschuldung, sondern in der Entwicklung der Zinszahlungen relativ zu den Steuereinnahmen. Aktuell beträgt dieser Wert für Griechenland schon

etwa 25% und übersteigt damit das Niveau vergleichsweise solide finanzierter Länder wie beispielsweise Deutschland um mehr als das Doppelte. Während aber beispielsweise in Deutschland und vielen anderen Volkswirtschaften diese Werte seit vielen Jahren relativ konstant in der Nähe von 10% liegen und auch in den nächsten Jahren nicht dramatisch ansteigen werden, ist für Griechenland eine deutlich negativere Dynamik vorgezeichnet. Der Grund liegt in der Zinsstruktur der ausstehenden Anleihen und Kredite. Derzeit ist die Zinsbelastung noch vergleichsweise moderat, da griechische Anleihen über einen sehr langen Zeitraum von dem vergleichsweise niedrigen und fallenden Renditeniveau westeuropäischer Staaten profitieren konnten. Jede nun auslaufende Anleihe muss jedoch nun durch eine Anleihe ersetzt werden, in der der Coupon signifikant über dem europäischen Durchschnitt liegen wird. Natürlich lässt sich nicht mit letzter Sicherheit prognostizieren, wie sich die Refinanzierungskonditionen in den nächsten Jahren entwickeln werden, doch kann unter Verwendung plausibler Annahmen gezeigt werden, dass der Anteil der Zinszahlungen an den Steuereinnahmen selbst im optimistischen Szenario noch einige Jahre ansteigen wird. Im realistischen Szenario könnte dieser Wert in den nächsten 5 bis 10 Jahren sogar bis auf 40% ansteigen, bevor dann eine kontinuierliche Verbesserung eintritt. Es stellt sich allerdings die Frage, ob die Märkte die Geduld aufbringen, viele Jahre auf diese Verbesserungen zu warten. Schließlich ist ein zu erwartender Wert von 40% als Relation von Zinszahlungen zu Steuereinnahmen für die Regierung eine Katastrophe, denn sie schränkt den Handlungsspielraum auf eine fast unzumutbare Weise ein. Selbst ein Wert von 30% scheint kaum realisierbar. Zwar hat die griechische Volkswirtschaft schon bewiesen, dass sie prinzipiell mit derart hohen und sogar noch höheren Zinszahlungen funktionieren kann, doch hat sich die griechische Regierung den notwendigen Handlungsspielraum in der Vergangenheit durch eine immer weiter ausufernde Staatsverschuldung „erkauft“.

Genau dieser Ausweg besteht nun nicht mehr. Selbst in unserem pessimistischen Szenario unterstellen wir folgerichtig, dass die Nettoneuverschuldung in Griechenland ab 2015 unter 5,5% liegt und langfristig auf die 3%-Grenze zustrebt. Wahre Pessimisten könnten an dieser Stelle einwenden, dass selbst unser pessimistisches Szenario noch viel zu optimistisch ist. Wenn dem aber so ist, dann zeigen die obigen Berechnungen erst recht auf, wie schwierig die nächsten Jahre für Griechenland werden können.

Aus diesem Grund haben wir zu bestimmen versucht, welche Verschuldungspfade sich ergäben, wenn man im Jahr 2012 einen sog. Haircut von 50% vornähme, bei dem alle ausstehenden Anleihen nur noch zu 50% zurückgezahlt werden. Dabei haben wir berücksichtigt, dass in Folge des Haircuts für einige Jahre die Refinanzierungsbedingungen deutlich schlechter wären als in unserem Basisszenario ohne Haircut. Zudem haben wir unterstellt, dass auch die Zinszahlungen einem Haircut unterliegen und somit nicht nur die Anleihe bei Fälligkeit zu 50% zurückgezahlt wird, sondern auch der laufende Coupon halbiert wird. Dies führt zu erheblichen Entlastungseffekten für den Staatshaushalt, die wir ebenfalls im Modell berücksichtigt haben. Im Er-

gebnis zeigt sich, dass ein Haircut in der Tat wie ein Befreiungsschlag für die griechische Volkswirtschaft wirken würde. Es könnten viel schneller wieder tragfähige Verschuldungsniveaus erreicht werden, und vor allem gäbe es eine realistische Chance dafür, dass der Anteil der Zinszahlungen an den Steuereinnahmen recht schnell wieder unter 20% fällt, obwohl die Refinanzierungskonditionen für längere Zeit schwierig wären und mit hohen Risikoaufschlägen zu rechnen wäre.



Allerdings bleibt auch festzuhalten, dass ein Haircut langfristig nur dann den erwünschten Erfolg bringt, wenn eisern an dem Sparkurs festgehalten wird, und zwar über einen Zeitraum von Jahrzehnten. Wäre das nicht der Fall, lässt sich leicht zeigen, dass schon bald die nächste Umstrukturierung der Verschuldung notwendig wäre.

Vor dem Hintergrund der oben angestellten Berechnungen und Überlegungen stellt sich nun die Frage, wie wahrscheinlich eine Umschuldung ist, und wann diese zu erwarten wäre. Daneben stellt sich die Frage nach der Form und Gestalt einer eventuellen Umschuldung. Die Wahrscheinlichkeit einer Umschuldung lässt sich aus unserer Sicht nur schwer beziffern, da hier im Wesentlichen politische Prozesse den Ausschlag geben, die von außen nur schwer einzuschätzen sind. Fakt ist aber, dass im nächsten Jahr die Wahrscheinlichkeit einer Umschuldung leicht steigt, da sich Griechenland ab 2012 vermehrt über den Kapitalmarkt finanzieren muss und dies zunehmend schwierig – wenn nicht unmöglich – werden dürfte. Gegen eine Umschuldung zum jetzigen Zeitpunkt sprechen die noch nicht abgeschlossenen Verhandlungen hinsichtlich des Rettungspaketes für Portugal sowie die noch nicht durchgeführten Stresstests der Banken. Ebenfalls gegen eine Umstrukturierung noch in diesem Jahr spricht die Tatsache, dass sich Griechenland aufgrund des Rettungspaketes in keiner Weise in einem akuten Zahlungsnotstand befindet. Eine zwingende Notwendigkeit zum schnellen Handeln besteht also nicht. Gegen 2012 als Jahr für eine Umstrukturierung spricht die Tatsache, dass die europäische Politik mehrfach recht glaubwürdig und fast schon eindringlich beteuert hat, dass erst ab 2013 private Gläubiger in Mithaftung genommen werden sollen. Da dem Steuerzahler eine Umschuldung Griechenlands ausschließlich zu Lasten anderer Staaten kaum vermittelbar wäre (siehe auch Wahlergebnisse in

Finnland), spräche ebenfalls vieles für eine Umschuldung nach 2012. Auch aus ordnungspolitischen Gründen spricht alles dafür, private Investoren an einer Restrukturierung zu beteiligen. Bei allen Unwägbarkeiten würden wir die Wahrscheinlichkeit einer Umschuldung vor Mitte 2013 auf unter 50% veranschlagen, und danach auf 50% oder mehr, denn selbst bei einer grundsätzlich optimistischen Sichtweise befindet sich Griechenland in einer mehr als prekären Situation. Eine Gesundung der griechischen Staatsfinanzen ist zwar theoretisch auch ohne Umschuldung denkbar, wie unsere Berechnungen zeigen – allerdings bedarf es hier extremer Geduld auf einer sehr langen Zeitachse. Wenn nun schon die Märkte ein Jahr nach Verabschiedung des Rettungspaketes nervös werden, obwohl gar keine akute Gefahr einer Zahlungsunfähigkeit droht, ist leicht auszumalen, was ab 2012 und vor allem ab 2013 passieren wird, wenn Griechenland wieder verstärkt auf die Kapitalmärkte zu Refinanzierung zurückgreifen muss.

Es ist schon jetzt naheliegend, dass das bestehende Rettungspaket für Griechenland erweitert werden muss, und um Griechenland langfristig zu entlasten, erscheint auch eine Verlängerung der Laufzeit dieses Rettungspaketes denkbar. Zudem kursieren Gerüchte, wonach die Anleihen, die von der EZB gehalten werden (das Volumen dürfte etwa 50 Mrd. Euro betragen), in extrem lang laufende Anleihen gewandelt werden könnten, um in den nächsten Jahren die Refinanzierung zu erleichtern. Aber selbst dann ließe sich für die Jahre 2013 und 2014 eine Umschuldung wohl nur umgehen, wenn die Staatengemeinschaft erneut bei der laufenden Refinanzierung unterstützend eingreift. So könnte sich der Fall Griechenland als Sanierungsfall erweisen, der zwar nicht hoffnungslos ist, aber doch über viele Jahre starke Nerven erfordert.

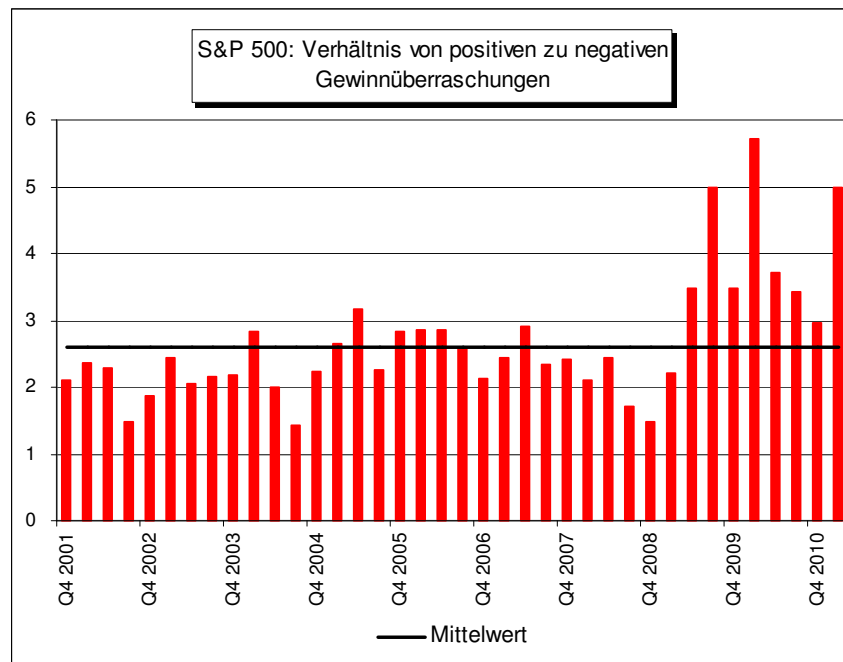
Ein denkbare Szenario sieht demnach wie folgt aus: Eine kurzfristige Umschuldung wird (gerade noch) vermieden, indem Griechenland bis 2013 über das bisherige Maß hinaus in der Refinanzierung unterstützt wird. Ab Mitte 2013 oder 2014 wird dann u.U. eine „milde“ Form der Umstrukturierung gewählt, in der alle ausstehenden Anleihen mit einer Laufzeitenverlängerung versehen werden. Auch bei anderen Umschuldungen wurde schon dieser Weg gewählt. Diese Lösung beträfe auch private Investoren. Wenn Griechenland weiter auf eisernem Sparkurs bleibt, könnte ein echter Zahlungsausfall in Form eines Haircuts gerade noch vermieden werden. Zeichnet sich aber bis 2013 keine signifikante Verbesserung der Steuereinnahmen und eine Reduktion der Nettoneuverschuldung ab, wäre ein Haircut mit Beteiligung privater Gläubiger eine Alternative. Zweifellos wird aber die Politik bemüht sein, die Ansteckungsgefahr, die davon ausgeht, soweit wie möglich zu minimieren. Dies bedeutet auch, dass eine Umschuldung sicher nicht zu einem Zeitpunkt stattfinden wird, in dem es größere Marktverwerfungen gibt. Sollten beispielsweise europäische Banken im Jahr 2013 wieder eine geringere Risikotragfähigkeit aufweisen, würde eine Umschuldung eher unwahrscheinlicher als wahrscheinlicher. Es bleibt also spannend, und für klare Prognosen ist es noch zu früh.

Wochenausblick für die Zeit vom 25. bis 29. April 2011

	Dez	Jan	Feb	Mär	Apr	Mai	Veröffentlichung
D: Einfuhrpreise, m/m	2,3%	1,5%	1,1%	1,1%			ab 26. April
D: Einfuhrpreise, y/y	12,0%	11,8%	11,9%	11,3%			ab 26. April
D: Konsumentenpreise, m/m	1,0%	-0,4%	0,5%	0,5%	0,1%		27. April
D: Konsumentenpreise, y/y	1,7%	2,0%	2,1%	2,1%	2,3%		27. April
D: GfK Konsumklima	5,5	5,6	5,8	6,0	5,9	5,8	27. April
D: Arbeitslose, Veränderung sa	-5	-20	-54	-55	-45		28. April
D: Arbeitslosenzahl, nsa	3011	3346	3313	3210	3080		28. April
D: Arbeitslosenquote, sa	7,4%	7,4%	7,3%	7,1%	7,1%		28. April
E-16: Auftragseingang, m/m	2,7%	1,1%	1,8%				27. April
E-16: Auftragseingang, y/y	19,2%	22,1%	22,6%				27. April
E-16: Geldmenge M3, y/y	1,7%	1,5%	2,0%	2,2%			29. April
E-16: Industrievertrauen	5	6	7	7	7		29. April
E-16: Verbrauchervertrauen	-11	-11	-10	-11	-11		29. April
E-16: Arbeitslosenquote	10,0%	10,0%	9,9%	9,9%			29. April
E-16: Konsumentenpreise, y/y	2,2%	2,3%	2,4%	2,7%	2,7%		29. April

MMWB-Schätzungen in rot.

Chart der Woche: Erste Indikationen für US-Berichtssaison positiv



Die US-Berichtssaison ist erneut erfreulich gestartet: 72% der Unternehmen haben die Erwartungen der Analysten übertroffen. Von den insgesamt 500 Unternehmen aus dem S&P 500 Index haben bisher 69 ihre Zahlenwerke für das erste Quartal vorgelegt. Die Stichprobe ist damit noch nicht so groß, dass eine erfolgreiche Berichtssaison bereits als ausgemacht gelten kann. Doch die bisherigen Ergebnisse sind gemessen an den Erwartungen überdurchschnittlich gut ausgefallen; im langjährigen Durchschnitt konnten lediglich etwas mehr als 60% der Unternehmen die Analystenschätzungen übertreffen. Eine (bisher noch sehr begrenzte) Übersicht über die Sektoren zeigt, dass vor allem in den Bereichen Finanzen, Industrie und

IT erneut gute Zahlen vorgelegt wurden. Eine Schwäche zeichnet sich dagegen bei den Konsumgütern ab: In den Sektoren „Consumer Staples“ und „Consumer Durables“ (Güter des täglichen Bedarfs und langlebige Konsumgüter) konnten jeweils weniger als 60% der Unternehmen die Erwartungen übertreffen. Vor dem Hintergrund der sehr guten Konjunkturdaten und der optimistischen Einschätzungen der Einkaufsmanager dürfte der überwiegende Teil der verbleibenden Unternehmen aus dem S&P 500 ebenfalls mit guten Zahlen aufwarten. Die Berichtssaison könnte somit am Aktienmarkt weiterhin für positive Impulse sorgen.

<b>Finanzmärkte im Überblick</b>					
	Stand 20.04.2011	Veränderung zum			
		14.04.2011 -1 Woche	18.03.2011 -1 Monat	20.01.2011 -3 Monate	31.12.2010 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	12.454	1,4%	5,0%	5,3%	7,6%
S&P 500	1.330	1,2%	4,0%	3,9%	5,8%
Nasdaq	2.803	1,5%	6,0%	3,6%	5,6%
Wilshire 5000	14.073	1,2%	4,3%	4,3%	5,9%
DAX	7.249	1,4%	8,8%	3,2%	4,8%
MDAX	10.450	1,3%	6,0%	3,7%	3,2%
TecDAX	917	0,3%	5,6%	6,3%	7,8%
EuroStoxx 50	2.921	0,1%	4,6%	-0,2%	4,6%
Stoxx 50	2.613	0,4%	4,2%	-1,4%	1,0%
Nikkei 225	9.607	-0,5%	4,3%	-8,0%	-6,1%
Topix	837	-1,1%	0,8%	-9,7%	-6,9%
Brasilien BOVESPA	67.056	1,2%	0,3%	-3,6%	-3,2%
Russland RTS	2.031	0,1%	3,5%	8,7%	14,7%
Indien BSE 30	19.471	-1,1%	8,9%	2,2%	-5,1%
China Shanghai Composite	3.007	-1,2%	3,4%	12,3%	7,1%
MSCI Welt (in €)	931	0,7%	2,2%	-3,6%	-2,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	824	0,7%	6,0%	-3,4%	-4,0%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	121,94	125	-69	-173	-337
Bobl-Future	114,75	45	-64	-239	-403
Schatz-Future	107,17	11	-21	-111	-183
3 Monats Euribor	1,35	2	18	33	34
3 Monats Treasury Bill	0,06	-1	-1	-10	-6
10-jährige US Treasuries	3,40	-9	12	-6	9
10-jährige Bunds	3,31	-11	14	16	42
10-jährige JGB	1,23	-6	2	3	11
US Treas 10Y Performance	448,45	0,8%	-0,7%	1,3%	0,3%
Bund 10Y Performance	406,17	1,0%	-0,9%	-0,5%	-2,0%
Hypothekenzinsen USA	4,91	0	15	17	5
IBOXX AAA, €	4,06	-8	13	24	49
IBOXX BBB, €	5,03	-3	-9	-11	9
ML US High Yield	7,28	-1	-16	-30	-45
JPM EMBI+, Index	558	0,4%	0,7%	1,2%	1,3%
Wandelanleihen Exane 25	5.077	-0,5%	0,7%	1,3%	1,4%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	686,34	1,4%	4,2%	8,2%	9,0%
MG Base Metal Index	446,44	1,2%	1,5%	4,2%	3,5%
Rohöl Brent	120,57	-1,3%	6,0%	22,5%	29,0%
Gold	1503,99	2,5%	6,0%	11,5%	6,1%
Silber	44,79	10,1%	27,4%	57,7%	46,2%
Aluminium	2.718,0	3,8%	7,1%	14,1%	10,5%
Kupfer	9.555,3	1,8%	0,4%	2,0%	-1,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	1.262	-3,6%	-17,6%	-9,4%	-28,8%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,4515	0,8%	2,7%	7,7%	8,6%
EUR/ GBP	0,8844	0,1%	1,2%	4,5%	3,2%
EUR/ JPY	120,13	0,2%	4,8%	8,3%	10,6%
EUR/ CHF	1,2944	0,5%	1,5%	0,6%	3,5%
USD/ JPY	82,47	-1,3%	2,3%	-0,6%	1,6%

Quelle: Thomson Financial

**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

Den Berichten, Tabellen und Grafiken liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Der Inhalt ist urheberrechtlich geschützt.

