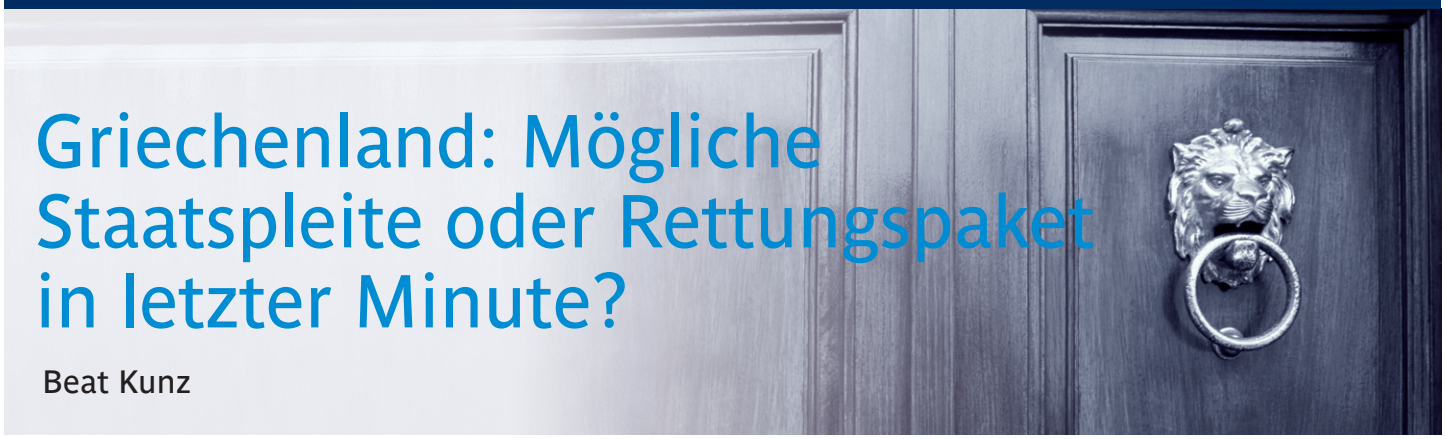
PORTAS CAPITAL

Newsletter Juli 2015



Griechenland: Mögliche Staatspleite oder Rettungspaket in letzter Minute?

Beat Kunz

Sehr geehrte Damen und Herren

Trotz eines sehr grosszügigen Angebots der EU und des IWF an die griechische Regierung hat die Verhandlungsdelegation Griechenlands die Diskussionen abgebrochen sowie ein Referendum über die Massnahmen im Zusammenhang des nächsten Rettungs-/Reformpakets angekündigt. Diese Volksabstimmung findet am Sonntag, 5. Juli statt. Der Ausgang ist ungewiss. Die letzten Umfragen deuten eher auf eine Annahme des Referendums hin. Was wäre die nächsten Schritte bis zur Zahlungsunfähigkeit Griechenlands? Der Zeitplan und die Folgen wären unseres Erachtens wie folgt:

a) **30. Juni: Fälligkeit der nächsten Kredittranche von Euro 1,8 Mrd. an den IWF.**
Griechenland könnte diese Tranche zurückzahlen, und zwar als «Zeichen der Stärke» oder als Trotzreaktion. Die Bekanntgabe der Zahlungsunfähigkeit Griechenlands durch den IWF ist aus Sicht der griechischen Regierung von grösserer Tragweite als Konflikte mit der EU sowie der EZB.

b) **5. Juli:** Das Referendum über das Reformpaket der EU ist eine «Weichenstellung» für die Zukunft. Anlässlich der letzten Umfragen sind 44%
der Griechen positiv für das Reformpaket, 33% negativ. Dieses Verhältnis kann sich durchaus noch ändern.

c) **6. Juli bis 13. Juli:** In dieser Woche könnten Neuwahlen ausgerufen werden. Je nach Ausgang des Referendums wären andere Koalitionen der Parteien denkbar. Die zahlreichen oppositionellen Parteien arbeiten schon aktiv an einem Regierungswechsel.

d) **1. Juli bis 20. Juli:** Rückzahlungen von rund Euro 11 Mrd. sollten beglichen werden. Ein Betrag von Euro 7 Mrd. betrifft Tranchen für das alte Hilfspaket der EU sowie des IWF. Zusätzlich sind rund 3 Mrd. Rückzahlungen an die EZB fällig, welche eine theoretische Voraussetzung für die Wiederaufnahme von Anleihenkäufen der EZB bedeuten könnte.



Empfehlungen für Anleger

Wir empfehlen Anlegern abzuwarten. Die Wochen vom 6. Juli bis 18 Juli sollten mehr Klarheit bringen. Egal was geschieht, ob eine Verlängerung des Reformpakets gelingt oder die Zahlungsunfähigkeit Griechenlands eintritt, erachten wir diese Zuspitzung des Konflikts für die Finanzmärkte als positiv. Ein neues Reformpaket wäre auf mittlere Frist die Basis für einen «geordneten Grexit», mit Begleitung der EZB, des IWF und der EU. Falls «alle Stricken reissen» dann wird die EU in ihrer Durchschlagskraft gegenüber anderen Mitgliedsstaaten gestärkt. Griechenland wird zwar in der EU verbleiben, aus der Eurozone aber austreten und über Jahrzehnte leiden müssen.

Nach einem solchen Ereignis (je nach Ausgang) würden wir eine Erhöhung des Aktienanteils von rund 35% auf 45% in Erwägung ziehen. Die Entwicklung Griechenlands wird isoliert betrachtet werden. Die EU und der IWF wären nicht mehr in «Geiselhaft».

«Grexit»: Vorteile und Nachteile

Nach heutiger Beurteilung kommen wir zum Schluss, dass eine Verbesserung der Konkurrenzfähigkeit durch Lohnkürzungen im Vergleich zu einer Abwertung der eigenen Währung generell schwieriger herzustellen ist. Lohnkürzungen sowie die Streichung von Sozialleistungen verursachen im Nachgang sehr hohe Kosten, die langfristig eine schwere Bürde für einen finanziell arg gebeutelten Staat bedeuten. Grundsätzlich sehen wir eine Reduktion der Staatsquote positiv, falls damit eine Eindämmung überbordender Staatsausgaben gelingen kann.

Beispielsweise konnten sich Staaten mit einer Abwertung der Währung wie Argentinien (2002), Thailand (1997) oder Italien (1992) danach wirtschaftlich passabel erholen.

Unseres Erachtens hätte ein gut vorbereiteter Ausstieg Griechenlands, begleitet von einer professionell agierenden Regierung, wenig negative Konsequenzen auf andere Staaten der Eurozone. Der ESM (Europäischer Stabilitätsmechanismus) sowie die EZB (Europäische Zentralbank) verfügen über genügend Kraft, einen massiven Anstieg der Rendite von anderen südeuropäischen Staaten zu verhindern. Eine mittel- und bis langfristige Möglichkeit zur Refinanzierung der Schulden dieser Staaten ist somit gewährleistet

Die griechische Regierung hatte am 20. Februar schriftlich zugesagt, bis Ende April eine verbindliche Reformagenda vorzulegen. Wenn dies geschehen sei, sollte die noch im ursprünglichen Rettungspaket befindliche Kredittranche in Höhe von etwa 7,2 Milliarden Mrd. Euro ausgezahlt werden. Bis Ende Juni wurde seitens der griechischen Regierung keine glaubwürdigen Reformpläne vorgestellt. Unserer Meinung nach ist die aktuelle Regierung Griechenlands nicht geeignet, Reformen umzusetzen, eine Umschuldung im Interesse des Landes und der Gläubiger sowie einen Ausstieg aus der Eurozone geordnet zu begleiten.

Für uns ist die Ablösung des Euros in Griechenlands durch eine Parallelwährung mit Anbindung an den Euro die einzige Möglichkeit, das Land ein wenig konkurrenzfähiger zu machen. Mit einer solchen Konstellation hätte die EZB immer noch die Kontrolle über das Bankensystem und könnte dieses auch disziplinieren. Zusätzlich wären Neuwahlen sowie eine bürgerliche Regierung die politische Voraussetzung, Griechenland wie für Investitionen aus dem Ausland attraktiv zu machen.

Folglich wären Neuwahlen in diesem Jahr ein wichtiger Schritt sowie eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums in der Eurozone gute Voraussetzungen, einen «griechischen Euro» einzuführen und Reformen voranzutreiben. Die «Troika» ist nach unserer Ansicht immer noch die stärkere «Partei» in diesem Konflikt und sie wird sich auch durchsetzen.

«Dammbruch» wird verhindert

Die wichtigen Institutionen EU-Kommission, EZB und IWF sind für den schlimmsten Fall, nämlich die Staatspleite Griechenlands vorbereitet. Der Plan widerspiegelt den Ausstieg Griechenlands aus der Eurozone nach erfolgter Staatspleite. Der Plan hätte zum Ziel, die griechische Wirtschaft und das Bankensystem vom «Target 2-System» (Transfersystem von Notenbankgeld zwischen den angeschlossenen Banken) zu trennen, Geldautomaten zeitweise zu schließen und die Tauschbarkeit der Währung zu beschränken (z. B. Kapitalverkehrskontrollen). Dies ist bereits am Montag, 29. Juni, geschehen. Folglich hat dieser «Plan» begonnen.



Wir haben keine Zweifel, dass eine neue, mit der Eurozone verbundene griechische Währung sich als Tauschmittel nicht verdrängen lässt. Für alle Transaktionen mit dem Staat und seinen öffentlichen Unternehmen wird die neue Währung zur Pflicht erklärt werden, was in etwa 60% der Transaktionen ausmacht. Bereits dann wird sich ein Verbleiben in der alten Währung (Euro) nicht mehr lohnen.



Auswirkungen eines Schuldenerlasses

Bei einem 50%igen Schuldenerlass würden beispielsweise die Kosten für Deutschland rund 40 bis 50 Milliarden Euro betragen. Die EZB hat kategorisch ausgeschlossen, an einem Schuldenschnitt teilzunehmen. Eine Teilnahme verstösst gegen die Europäischen Verträge. Auch der IWF verlangt die Rückzahlung der ausstehenden Kredite. Somit wären die Bürgschaften Deutschlands sowie allfällige Verpflichtungen via EU verloren. Das Staatsvermögen Griechenlands deckt natürlich die ausstehenden Schulden nur marginal. Der Wertverlust für Deutschland ist verkraftbar, aber natürlich politisch peinlich, da zum Zeitpunkt der Gewährung der Bürgschaften die Zinszahlungen der Schulden Griechenlands schon fraglich waren sowie auch der kleinste Betrag von Rückzahlungen der Kredite.



Wenn Griechenland im Falles des «Grexit» eine Währung («Drachme?») einführt, die nicht an den Euro gekoppelt ist, sondern zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit der griechischen Wirtschaft einen freien Wechselkurs aufweist, dann steigt die Staatsverschuldung Griechenlands um das Doppelte, diese Preise von Importgütern würden sich massiv verteuern und Investitionen aus dem Ausland sind auf mittlere Sicht unwahrscheinlich.

Empfehlungen für Anleger

Aktienmärkte (Aktienanteil unverändert: 35%):
Die nächsten zwei Wochen würden wir wie erwähnt abwarten. Jeden Tag werden Neuigkeiten aus Griechenland die Finanzmärkte treffen und verunsichern. Eine massive Erhöhung der Aktienquote ist für uns zu früh.

Generell empfehlen wir unverändert ein Übergewicht in US-amerikanischen Aktien. Unsere bevorzugten Sektoren sind Gesundheit und Technologie. In diesen Branchen wird die Konsolidierung anhalten und die Bewertungen sollten weiter ansteigen. In Europa (Gewichtung: Neutral) empfehlen wir kurzfristig Aktien konjunkturabhängiger Unternehmen in den Sektoren Maschinenbau und Konsum. Japanische Exportwerte, welche wegen der Yen-Schwäche an Konkurrenzfähigkeit gewinnen, sind nicht zu hoch bewertet und attraktiv. Europäische Bankaktien eignen sich nur für sehr risikobereite Anleger. Aktien europäischer Versicherungen sind mangels Veränderungen in den Marktstrukturen «langweilig».

Festverzinsliche Anlagen:
Für Anleger mit Referenzwährung Schweizer Franken empfehlen wir währungsgesicherte Fonds, welche in globale, erstklassige Anleihen investieren. Als Empfehlung für Investoren mit Referenzwährung Euro stehen Unternehmensanleihen in US Dollar im Vordergrund. Hochverzinsliche Anleihen sind wegen der aktuellen geringen Marktgängigkeit ein zu hohes Risiko. Generell würden wir Staatsanleihen meiden. Unternehmensanleihen müssen über eine erstklassige Bonität verfügen.

Appendix: Entstehung der Schuldenkrise

Die Haushalts- und Staatsschuldenkrise Griechenlands wird seit 2009 auch in der breiten Öffentlichkeit wahrgenommen. Sie war bis dahin von den griechischen Regierungen – erst sozialistisch, dann konservativ geführt – verschleiert worden, indem sie der Europäischen Union geschönte bzw. gefälschte Wirtschaftsdaten bzw. Statistiken lieferten. Der Staatshaushalt Griechenlands wies strukturell ein krisenhaft hohes jährliches Defizit (Nettoneuverschuldung) auf.

Ministerpräsident Karamanlis kam aus verschiedenen Gründen (darunter die hohe Nettoneuverschuldung Griechenlands) politisch unter Druck, was zu vorgezogenen Parlamentswahlen führte. Bei dieser Wahl gewann die PASOK unter Giorgos Andrea Papandreou eine Mehrheit der Parlamentssitze und konnte eine Alleinregierung bilden. Die Regierung Papandreou meldete der EU, das Haushaltsdefizit 2009 liege bei 13% des BIP und nicht, wie von der alten Regierung behauptet, bei 4 %. Diese konservative Vorgängerregierung hatte im 2004 ihrerseits der sozialistischen Vorgängerin «kreative Buchführung» vorgeworfen und mehr Transparenz versprochen. Im April 2010 mehrten sich die Anzeichen, dass die Regierung es nicht schaffen wird, fällige Kredite zurückzuzahlen. Um eine Staatspleite zu vermeiden, beantragte Griechenland am 23. April 2010 offiziell EU-Hilfe und sagte im Gegenzug Sparmassnahmen und strukturelle Veränderungen der Wirtschaft zu.

PORTAS CAPITAL



Beat Kunz, Gründungspartner Portas Capital AG
Fungierte als Managing Director bei der Genfer Privatbank LODH (Marketing und Vertrieb), bei der UBS Investment Bank und bei Julius Baer (Head of Research für die Bereiche Aktien, Volkswirtschaft, Währungen und festverzinsliche Wertpapiere) sowie als Vermögensverwalter für institutionelle Kunden bei Crédit Suisse Asset Management. In von Extel und der US-Fachzeitschrift «Institutional Investor» veröffentlichten Kundenumfragen rangierten Beat Kunz und seine Teams vier Jahre in Folge auf dem ersten Platz, was die Qualität der Finanzanalyse betraf.

Beratungsteam Portas Capital
Portas Capital und seine Partner beraten Schweizer und Europäische Privatkunden. Insgesamt betreuen wir rund 200 Privatkunden und vermögende Familien.

Disclaimer
Die Informationen und Meinungen in diesem Bericht wurden von Portas Capital am angegebenen Datum erstellt und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Der Bericht wurde einzig zu Informationszwecken publiziert sowie an eine ausgewählte Anzahl natürlichen und juristischen Personen unter Vertraulichkeit versandt. Der Bericht wurde ohne Berücksichtigung der Zielsetzungen, der finanziellen Situation oder der Bedürfnisse eines bestimmten Kunden erstellt. Die Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, die der Portas Capital als zuverlässig erachtet. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet werden. Die Portas Capital lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Berichts ab. Der Bericht enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Investitionen, Rechnungslegung oder Steuern. Verweise auf frühere Entwicklungen sind nicht unbedingt massgebend für künftige Ergebnisse. Die Weiterverwendung des Berichts sowie damit verbundene Erkenntnisse dürfen nur mit ausdrücklicher Zustimmung von Portas Capital geschehen. Die Publikation des Newsletters oder Teile davon dürfen nicht in öffentlich zugänglichen Medien erscheinen.

Portas Capital AG | Kreuzstrasse 82 | CH-8032 Zürich | Telefon +41 44 226 16 00 | www.portascapital.com
Portas Capital AG | Kronenplatz 1 | CH-8953 Dietikon | Telefon +41 44 740 34 80/81 | www.portascapital.com