



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JULI 2015



Unterschleißheim, den 03.07.2015

Liebe Leserinnen und Leser,

die griechische Tragödie entwickelt sich zu einer Posse. Seit Monaten beherrschen die Entwicklungen in diesem kleinen Land in den Ägäis die europäischen Kapitalmärkte und nun ergab sich eine Zuspitzung der Ereignisse, mit der kaum ein Marktteilnehmer gerechnet hat bzw. rechnen wollte: Griechenland ist de facto bankrott. Aber wie geht es von hier aus weiter? Massive Marktschwankungen sind zur neuen Normalität geworden. Diese Ausgabe unseres Newsletters wird Sie in gewohnter Weise darüber informieren, wie SKALIS FUNDS dem aktuellen Marktumfeld begegnet und zeigt Wege auf, wie es in der aktuellen Krise weitergehen könnte.

Viel Spaß beim Lesen wünscht das Team von SKALIS FUNDS

MARKTKOMMENTAR

Griechenland-Verhandlungen gescheitert!

Die Nachrichtenlage rund um das Griechenland-Geschehen und die zum Teil widersprüchlichen Berichtserstattungen hielten die Märkte weiter in Atem. Die Verhandlungen mit den Kreditgläubigern führten bis Monatsmitte zu keinen nennenswerten Ergebnissen. Nach dem Einreichen eines Reformplans seitens Griechenlands, hellte sich die Stimmung temporär zwar etwas auf, die Verhandlungen wurden allerdings durch die abrupte Ankündigung eines griechischen Referendums durch Alexis Tsipras vorzeitig abgebrochen. Daraufhin reagierten die Kapitalmärkte nach einem volatilen Monatsmonat mit einem drastischen Abverkauf von Risiko (Aktien wie auch Peripherie-Anleihen). Der deutsche Aktienmarkt verzeichnete den höchsten Tagesverlust seit 2011. Ein letztes griechisches „Last-Minute“-Hilfsgesuch kurz vor Auslaufen des Programms blieb erfolglos, so dass die fällige IWF-Zahlung nicht fristgerecht gezahlt werden konnte und das zweite Hilfspaket somit per 30.06.2015 ausgelaufen ist. Bevor weitere Entscheidungen getroffen werden, möchte die Eurogruppe zuerst das Ergebnis des Referendums am kommenden Wochenende abwarten.

Aufgrund der Hängepartie um Griechenland gerieten Makrodaten und eine mögliche US-Leitzinserhöhung zuletzt in den Hintergrund. Der unerwartet deutliche Juni-Rückgang beim ifo-Geschäftsklima tangierte die Marktteilnehmer wenig. Der konjunkturelle Trend in der Eurozone zeigt – basierend der Markt-Einkaufsmanger – auch im Juni weiter nach oben.

AKTUELLES

Presse

Smart Investor 7/2015, S. 40/41:
Interview mit Marc Decker: "Wir setzen auf steigende Zinsen"

[Zum Artikel](#)

Dr. Jens Bies im Round-Table-Gespräch des AnleihenMonitors am 08. Mai in Frankfurt:
Investieren in Zeiten niedriger Zinsen

[Zum Video](#)



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JULI 2015

Auf der Rentenseite setzte sich die zuletzt stark zugenommene Volatilität ebenfalls fort. Nachdem bereits im Mai die Renditen deutscher Staatsanleihen einen massiven Anstieg zu verzeichnen hatten, setzte zum Monatswechsel eine zweite Verkaufswelle deutscher Staatsanleihen ein, in dessen Folge die 10-jährige Bundrendite auf über 1% stieg und sich die Zinsstrukturkurve weiterhin signifikant versteilerte. Die Unsicherheit rund um Griechenland und die Funktion deutscher Staatsanleihen als „Sicherer Hafen“ unterstützte daraufhin die Kurse deutscher Staatsanleihen im weiteren Monatsverlauf, während sich die Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen und Staatsanleihen aus den Peripherie-Ländern zum Teil deutlich ausweiteten. So stiegen u.a. die Risikoprämien für italienische und spanische Staatsanleihen unter erhöhter Volatilität um 20 Basispunkte im Monatsverlauf, während sich die iTraxx Indices im Investment Grade Segment um ca. 10 und im High Yield Segment um ca. 42 Basispunkte ausweiteten. Speziell „High-Beta“-Namen litten nach Bekanntgabe des griechischen Referendums. Zusammenfassend mussten Renten tendenziell sowohl aufgrund der Zins- als auch der Spread-Komponente im Monatsverlauf Verluste hinnehmen.

Auf der Währungsseite zeigten sich Emerging Markets – Währungen zuletzt tendenziell schwächer. Gegen Monatsbeginn überwogen die Hoffnungen einer Griechenlandkrise, welche den EURUSD Kurs unterstützten. Dieses Bild änderte sich jedoch im Monatsverlauf, sodass EURUSD den Monat nahezu unverändert beendete. Der Dollar war zudem vor dem Beginn eines möglichen Zinserhöhungszyklus gut unterstützt.

ENTWICKLUNG DER SKALIS FUNDS

SKALIS FUNDS konsolidieren

Im Juni bewegten sich die Aktienquoten zwischen 20% - 45% im SKALIS Evolution Flex sowie zwischen 7% - 22% im SKALIS Evolution Defensive und wurden dem Ansatz entsprechend sehr aktiv an die Marktgegebenheiten angepasst. Die Duration auf Portfolioebene wurde ebenfalls aktiv gesteuert und lag im Berichtszeitraum zwischen 1 und 2 Jahren im SKALIS Evolution Flex sowie zwischen 0,5 und 2,5 Jahren im SKALIS Evolution Defensive. Die SKALIS Fonds konnten die signifikanten Anstiege bei den Rendite-Levels und die damit einhergehenden Kursverluste auf der Rentenseite durch eine weitere Verkürzung der Portfolio-Duration abfedern.

Der SKALIS Evolution Flex konnte die Positionierung im Spitzenfeld seiner Peergroup (Mischfonds EUR defensiv) weiterhin bestätigen.



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JULI 2015

WERTENTWICKLUNG SKALIS EVOLUTION FLEX per 30.06.2015

R-Tranche		I-Tranche		S-Tranche	
ISIN: DE000A1W9AA8		ISIN: DE000A1W9AZ5		ISIN: DE000A1W9A00	
seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr	seit Auflage	lfd. Jahr
6,88 %	3,10 %	7,69 %	3,00 %	8,52 %	3,56 %

MONATSPERFORMANCE SKALIS EVOLUTION FLEX IN 2015

	Januar	Feb.	März	April	Mai	Juni	Juli	August	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
R-Tranche	3,17 %	2,52 %	0,65 %	-0,38 %	-0,37 %	-2,44 %						
I-Tranche	3,23 %	2,58 %	0,63 %	-0,49 %	-0,38 %	-2,49 %						
S-Tranche	3,26 %	2,59 %	0,72 %	-0,31 %	-0,32 %	-2,32 %						

WERTENTWICKLUNG SKALIS EVOLUTION DEFENSIVE

In Übereinstimmung mit der EU-Richtlinie 2004/39/EG (Markets in Financial Instruments Directive; sog. MiFID) und deren Umsetzung in nationales Recht sind an Retail-Kunden gerichtete Angaben über einen Zeitraum von weniger als 12 Monaten nicht zulässig.



Strategie entscheidet



Thema: Griechenland – Krise als Chance begreifen

„Krise ist ein produktiver Zustand. Man muss ihr nur den Beigeschmack der Katastrophe nehmen.“

Max Frisch

Dr. Jens Bies
SKALIS FUNDS

Guten Tag!

Griechenland ist seit einigen Wochen das bestimmende Marktthema. Ein Land, das wirtschaftlich sowohl innerhalb als auch außerhalb der Eurozone eher unbedeutend ist. Bedeutend ist jedoch, dass ein Land innerhalb der Eurozone seit Ende Juni (inoffiziell) pleite ist. Lange wurde zwischen dem Internationalen Währungsfonds (IWF), der Europäischen Kommission (EU) und der EZB (eine Kooperation, die lange unter dem Namen Troika bekannt war) und den Griechen um ein weiteres Rettungspaket verhandelt. Bisher ohne Erfolg. Nachdem die Gespräche Ende letzter Woche gescheitert waren, das Rettungspaket seit dem 30. Juni ausgelaufen ist und zum gleichen Zeitpunkt ein 1,6 Mrd. EUR schweres Darlehen des IWF nicht zurückgezahlt wurde, stellt Alexis Tsipras als Ministerpräsident und Syriza-Parteivorsitzender nunmehr am 5. Juli in einem Referendum die Frage, ob sich das griechische Volk den Auflagen der drei o.a. Institutionen für weitere Geldmittel unterwerfen möchte. Ein JA wäre gleichbedeutend mit einem JA zur Eurozone und dem Euro, ein NEIN würde aufgrund von Zahlungsunfähigkeit und der schweren Wirtschaftskrise zwangsläufig den Austritt Griechenlands aus dem europäischen Verbund hervorbeschwören (sog. „Grexit“). Der Euro müsste folglich aufgegeben werden.

Mir stellt sich hier jedoch die Frage, wie es soweit kommen konnte?

Beginnen wir mal damit, die griechische Tragödie ein wenig aufzuarbeiten. Seit Mitte der Neunziger Jahre hat Griechenland konstant über seinen Verhältnissen gelebt, d.h. es hat mehr Geld ausgegeben als es über Steuereinnahmen eingenommen hat. Auch wenn die offiziellen Zahlen in dieser Periode zumeist nur geringe

Budgetdefizite anzeigten, mussten diese Zahlen spätestens mit dem Amtsantritt einer neuen Regierung nach oben revidiert werden, so dass die Schuldenlast durch die Anhäufung neuer, in der realen Höhe korrigierter Schulden immer höher wurde. Diese Tatsache ist umso verwunderlicher, da Griechenland von 2000-2007 mit 4,2% BIP-Wachstum pro Jahr eine der am stärksten wachsenden Volkswirtschaften innerhalb der Eurozone war. Eine Situation, die viele ausländische Investoren zu Investitionen motivierte. Solange das Wachstum hoch und die Kosten der Schuldenaufnahme durch das Eurozonenkonstrukt niedrig waren, schien die steigende Schuldenlast ein untergeordnetes Problem darzustellen. Als die Finanzkrise dann die besonders konjunktursensitiven Hauptindustrien Griechenlands (Tourismus und Schifffahrt) belastete und folglich das Wachstum einbrach, stieg die Staatsschuldenquote so drastisch an, dass der Kapitalmarkt anfangs, die Schuldentragfähigkeit infrage zu stellen. Quittiert wurde dies mit höheren Finanzierungskosten (gestiegenes Risiko -> gestiegene Zinsen). Als Griechenland in 2010 nun drohte, zahlungsunfähig zu werden, sprangen die o.a. Institutionen Griechenland mit Krediten i.H.v. 110 Mrd. EUR zur Seite (Erstes Rettungspaket). Es wurde befürchtet, dass auch Banken, die Griechenland Geld geliehen hatten, in erhebliche Schwierigkeiten geraten würde, was wiederum deutliche Auswirkungen auf das Euro-Währungssystem gehabt hätte. Immerhin waren Banken, Versicherungen und Fondsgesellschaften die größten Gläubiger Griechenlands. Die Laufzeit der Hilfen war auf drei Jahre begrenzt, verzinst wurden sie mit üppigen 5,5%. Konditional waren die Kreditbürgschaften an Austeritätsmaßnahmen geknüpft, also Sanierungsmaßnahmen wie Budgetkürzungen und Steuererhöhungen, die von der Troika regelmäßig bestätigt werden mussten. Nachdem



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JULI 2015

sich das erste Rettungspaket als nicht ausreichend erwiesen hatte, wurde 2011 ein zweites Rettungspaket i.H.v. 109 Mrd. EUR beschlossen. Diese Summe wurde 2012 auf 130 Mrd. EUR aufgestockt. 48 Mrd. sollten zur Rekapitalisierung der Banken genutzt werden. Die Mittel dafür wurden von dem damals neu geschaffenen Euro-Rettungsschirm EFSF (Europäische Finanzstabilisierungsfazilität) für einen deutlich niedrigeren Zinssatz von 3,5% zur Verfügung gestellt. Zudem wurde Griechenland für die Rückzahlung der Kreditbürgschaften aus beiden Hilfspaketen eine Laufzeitverlängerung von 7,5 auf 15 Jahre gewährt. Ebenso wurde rückwirkend der Kreditzins für das erste Rettungspaket um 1% gesenkt. Darüber hinaus konnte auf politischen Druck erstmals eine „freiwillige“ Beteiligung des privaten Finanzsektors vereinbart werden (sog. Schuldenschnitt), wonach diese auf 50% ihrer Forderungen, also ca. 107 Mrd. EUR, verzichten mussten.

Die Austeritätsmaßnahmen halfen Griechenland zwar, die hohen Budgetdefizite zu reduzieren und bewusster zu wirtschaften, trugen aber auch dazu bei, dass sich die griechische Rezession noch verschärfte (2011 schrumpfte das BIP z.B. um 7,1%). Erst 2013 und v.a. 2014 hatte sich die Situation ein wenig verbessert. In beiden Jahren wurden aufgrund der Austeritätspolitik leichte Budgetüberschüsse erzielt, die Arbeitslosenquote sank in 2014 leicht zum Vorjahr und die Wachstumsrate war sogar wieder angestiegen. Kurzzeitig hatte Griechenland im Mai desselben Jahres sogar wieder Zugang zum Kapitalmarkt. Als jedoch gegen Ende 2014 die Rezession wiederkehrte und vorgezogene Neuwahlen ausgerufen wurden, die das radikale und austeritätspolitikfeindliche Linksbündnis Syriza als Wahlsieger hervorbrachte (sie bildeten eine Koalition mit den Rechtspopulisten Unabhängige Griechen), reagierte die Troika zunächst mit der Aussetzung des bis Juni 2015 laufenden Hilfspaketes. Nachdem Syriza sich allerdings den Bedingungen der Kapitalgeber bis zum Ende des Programms unterwarf, wurde die Hilfe ab Februar 2015 wieder fortgesetzt. Die allgemein gestiegene politische Unsicherheit führte allerdings in 2015 zu einer erneuten Liquiditätskrise, die zu steigenden Finanzierungskosten und kollabierenden Aktienkursen führte. Da man sich aber mit den Kapitalgebern nach Auslaufen des zweiten Rettungspaketes auf keine weiteren Hilfen einigen konnte, steht Griechenland vor dem Bankrott.

Aber wie schlimm steht es eigentlich um dieses Land und bleibt Griechenland auf absehbare Zeit Empfänger von Finanzhilfen?

Dazu möchte ich gerne einige Zahlen präsentieren, die den Ernst der Lage verdeutlichen. Gemäß der Definition von IWF und Weltbank liegt bei einem Land Schuldentragfähigkeit vor, wenn „ein Land seinen momentanen und zukünftigen Schuldendienst vollständig leisten (kann), ohne auf Schuldenrestrukturierungen und das Aussetzen von Zahlungen zurückgreifen zu müssen und ohne dabei sein Wachstum zu gefährden.“¹ Schuldentragfähigkeit ist für einen Staat gerade noch vorhanden, wenn

- ein Staat eine Schuldenquote unterhalb von 200-250 % hat,
- eine Schuldendienstquote unter 20-25 %,
- ein Verhältnis der Schulden zu den Staatseinnahmen von maximal 280 %²,
- zusätzlich hohe Steueraufbringungsbemühungen (Steuereinnahmen/BIP >20 %) nachweisen kann und
- das Verhältnis Staatsverschuldung zu Exporterlösen von 150 % nicht überschritten wird.

Staaten müssen deshalb zur Vermeidung von Überschuldungsgefahren ihre Wirtschaftspolitik dementsprechend ändern und ausrichten. In der nachfolgenden Tabelle sind die einzelnen Kriterien und die entsprechenden Grenzwerte zur Bestimmung der Schuldentragfähigkeit für Griechenland aufgelistet. Dabei ist zu erkennen, dass Hellas nur bei der Schuldenquote, also Staatsschulden im Verhältnis zum BIP, und den Steuereinnahmen noch innerhalb der vorgesehenen Grenzen liegt. Alle anderen Kennzahlen sind mitunter deutlich über den Grenzwerten. Besonders auffällig ist dabei die absolute Höhe der Schulden, welche bei weitem nicht mehr finanzierbar sind (siehe Schuldendienstquote, die das Achtfache des Grenzwerts beträgt). Auch die Staatseinnahmen sind im Vergleich zum Schuldenstand deutlich zu niedrig. Zu allem Überfluss hat Griechenland im Vergleich zum Schuldenstand zu wenig Exporterlöse, auch wenn das Leistungsbilanzdefizit von -15% in 2008 auf mittlerweile +1% angestiegen ist. Dies sind alles

¹ IWF und Weltbank (1996): Debt Sustainability Analysis for the Heavily Indebted Poor Countries, Januar, S. 2.

² Anwendbar nur auf Schuldnerländer mit besonders hoher Weltmarktintegration (Exporte/BIP >40 %).



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JULI 2015

Werte, die nicht gerade auf zeitnahe Unabhängigkeit hoffen lassen.

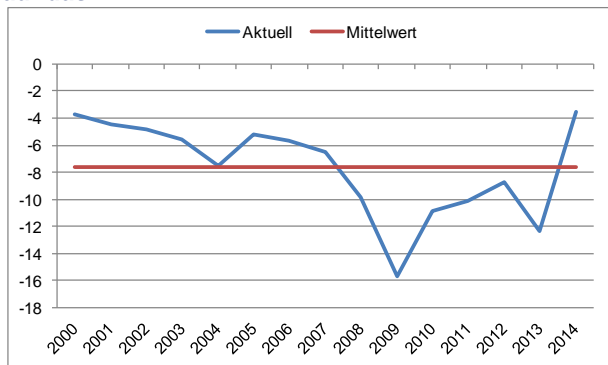
Tabelle: Kriterien und Grenzwerte der Schulden-tragfähigkeit Griechenlands

Kriterien	Grenzen	2014
Schuldenquote	<200-250%	177,1%
Schuldendienstquote	<20-25%	173,6%
Schulden/Staatseinnahmen	<280%	386,6%
Steuereinnahmen/BIP	>20%	23,7%
Staatsverschuldung/Exporte	<250%	1343,7%

Quelle: Bloomberg, Stand: 31.12.2014

Griechenlands Bevölkerung muss bitter für die Versäumnisse der Vergangenheit zahlen. Eine hohe Arbeitslosenquote, besonders bei den Jugendlichen, eine stagnierende Wirtschaft und zahlreiche Sparpakete, Lohn- und Rentenkürzungen sowie Steuererhöhungen machen den Menschen das (Über-)Leben schwer. Nichtsdestotrotz muss man feststellen, dass sich viele Zahlen seit Beginn der Finanzhilfen deutlich verbessert oder zumindest die Dynamik der Verschlechterung abgenommen haben. Beispielhaft sei hier der Rückgang des Leistungsbilanzdefizits bzw. der Rückgang des Staatsdefizits angeführt (siehe Diagramm).

Diagramm: Griechenlands Staatsdefizit bezogen auf das BIP



Quelle: Bloomberg, Stand: 31.12.2014.

Trotz auch positiver Tendenzen ist das Investitionsklima für die weitere Entwicklung entscheidend. Dieses wird jedoch maßgeblich durch die Politik bestimmt, die die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für Direktinvestitionen und heimische Investitionsfreude setzt. Die aktuelle Regierung kann diesen Ansprüchen aufgrund ihrer europafeindlichen Ideologie kaum bis gar nicht gerecht werden. Seit Ausbruch der Krise haben viele Griechen ihre Guthaben bei inländischen Banken verringert, um Bargeld zu halten oder ins Ausland zu transferieren. Mögliche Motive sind Angst vor Besteuerung, das

Erwarten einer Währungsreform, die Angst vor einer Insolvenz der kontoführenden Bank oder Angst vor einer Staatspleite. Diese Kapitalflucht beschleunigte sich seit Januar 2015, als Syriza an die Macht gelangte.

Nun stellt sich die Frage, warum die Griechen so viel schlechter dastehen als andere EU-Mitgliedsstaaten, die im Rahmen der Austeritätsauflagen zu ähnlichen Sparmaßnahmen gezwungen wurden?

Dies ist etwas komplizierter zu beantworten. Nehmen wir mal das Beispiel Irland: Die Krisen in Irland und Griechenland waren durchaus vergleichbar. Die Bevölkerungen beider Länder haben sich jahrelang bei zu niedrigen Zinsniveaus immens verschuldet. Hinter der schweren irischen Bankenkrise stand ein unverantwortlicher Boom im Immobilien- und Konsumbereich. In Griechenland lebte man ebenfalls bedenkenlos auf Pump. Auch Irland war seit 2011 mit einer Staatsschuldenquote von 110 % von den Finanzmärkten komplett abgeschnitten und musste die Troika ins Land rufen und deren Bedingungen für Rettungsgelder akzeptieren. Die Kredite waren mit 85 Mrd. EUR in ähnlicher Höhe wie das erste Rettungspaket für Griechenland mit 110 Mrd. EUR. Teil der Auflagen für diese Hilfen war die Umsetzung eines 6 Mrd. EUR schweren Sparprogramms. Das rigorose irische Sparprogramm brachte den Haushalt, auch ohne die großzügigen Zinssenkungen und -stundungen, die Griechenland gewährt wurden, wieder in die Nähe der Budgetneutralität. Dabei wurde auch der staatliche Rücklagenfonds geplündert. Nach Erfüllung aller Auflagen konnte Irland im November 2013 den Rettungsschirm wieder verlassen und sich erneut über den internationalen Kapitalmarkt finanzieren. Auch die Löhne steigen seit 2010 wieder an und seit 2011 sind auch wieder deutliche Verbesserungen am Arbeitsmarkt erkennbar. In Irland wurde früher und energischer der Krise entgegengewirkt. Denn im Unterschied zu Griechenland haben die Iren ihre eigene Verantwortung für die Krise sehr schnell akzeptiert. Die Griechen dagegen nicht, sie sehen die Schuld nur bei der Troika. Mit dieser Haltung wird Hellas trotz Referendums keine Lösung finden. Ohne Austeritätspolitik wäre Irland nicht aus der Krise gekommen. Allerdings hat Irland den entscheidenden Vorteil, dass es über ein weit effizienteres Steuersystem und eine gute Exportbasis verfügt.

Im Gegensatz zu Irland geht es in Griechenland aber nicht nur um eine Schuldenkrise. Das tiefgreifendste Problem ist der Irrglaube, dass



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JULI 2015

Politik zum individuellen Nutzen beitragen muss. Somit wird ein bestimmtes Klientel bedient und, egal welche Partei in den vergangenen dreißig Jahren an der Macht war, es ist immer nur das rivalisierende Klientel ausgetauscht worden. Die Klienten und Helfer jeder Partei durften nach einem Wahlsieg auf einen sicheren Posten im Staatsdienst hoffen. Diese Vetternwirtschaft und die feste Verankerung einer Klientelpolitik in einer Staatsmaschine, die viel zu groß, ineffizient und leider auch korrupt ist (politische Krise), sind ursächlich für die jetzige Beschleunigung der Schuldenkrise. Hinzu kommt die Mentalität des schnellen Reichtums in einer Gesellschaft, die tiefem Wandel unterliegt und seit der Anbindung an Europa viele ihrer Verankerungen verlor (kulturelle Krise).

Sollten die Griechen sich nun in dem Referendum gegen die Sparauflagen entscheiden, wie würde ein potentieller Grexit vonstattengehen?

Da die EZB kein zusätzliches Geld mehr nach Griechenland schickt, können die griechischen Banken kurzfristig nur noch in dem Maße Auszahlungen vornehmen wie sie Gelder durch Einzahlungen einnehmen. In der aktuellen Situation werden Griechen (wenn überhaupt) nur Einzahlungen bei ausländischen Banken vornehmen, so dass griechische Banken in der momentanen Situation ihre Geschäfte einstellen können. Wenn also keine Überschussliquidität mehr bereitgestellt wird, können Banken auch langfristig nur in dem Maß und in der Geschwindigkeit auszahlen, wie sie längerfristig ausgegebene Kredite zurückbekommen. Da der größte Schuldner aber der griechische Staat ist, erscheint eine baldige Bedienung der Kundeneinlagen höchst fraglich und unwahrscheinlich, so dass zusätzlich zum Staat auch die Banken zeitnah pleite sein dürften.

In der Konsequenz hat der Staat entweder die Möglichkeit, den Euro als Währung beizubehalten oder die Drachme einzuführen. Je nachdem, wie sich das Verhältnis zur Eurozone darstellt, wäre auch eine parallele Einführung der Drachme zum Euro möglich. Bei ersterer Option wird der Staat vsl. die Forderungen nach griechischem Recht zusammenstreichen, die Löhne der Staatsangestellten und die Renten erheblich kürzen sowie den ausländischen Gläubigern mitteilen, dass eine Rückzahlung der Schulden noch warten muss. Das würde die Wirtschaft deutlich zurückwerfen und das Vertrauen des Auslands restlos zerstören. Nichtsdestotrotz behielte man den Euro bei. Aus meiner Sicht ein eher

unrealistisches Szenario. Bei der Einführung einer neuen (alten) Währung würden die Forderungen der Gläubiger nach griechischem Recht auf die Drachme umgestellt, ebenso wie die Löhne und sämtliche Sozialleistungen. Es wird sicher einige Tage dauern, bis die Drachme eingeführt wird und die Menschen wieder über Bargeld verfügen. Dieses wird jedoch über Nacht deutlich an Wert verlieren. Im Prinzip wird es jeden treffen, der sein Einkommen in Griechenland bezieht bzw. sich in Euro verschuldet hat und in Griechenland investiert ist. Die Vermögensbasis schrumpft, während die Schuldenbasis durch die Währungsabwertung drastisch zunimmt. Eine verfahrenere Situation! Es gäbe natürlich bei der Währungsumstellung auch die Möglichkeit, dass Griechenland einen geordneten Austritt schafft, indem es entgegen der Verträge in der EU bleibt und die Drachme für eine Übergangszeit parallel zum Euro eingeführt wird. Die Banken werden dann weiter von der EZB gestützt und die Anpassungsprozesse von der EU begleitet.

Was für Auswirkungen hat ein Grexit auf die Kapitalmärkte?

Klar ist, dass der Grexit heute keine wirkliche Überraschung mehr wäre. Seit 2012 sind die Bankensysteme sehr viel stabiler, was u.a. daran liegt, dass viele Forderungen bereits abgeschrieben wurden und seitdem viele Stresstests und Rekapitalisierungen stattgefunden haben. Darüber hinaus verfügen die Banken über genügend Liquidität und die EZB ist aufgrund ihres Mandats mittlerweile in der Lage, direkt in den Markt einzugreifen. Die Ansteckungsgefahr sollte also bei einem Grexit zumindest bei den Banken gering sein. Trotz der unwesentlichen wirtschaftlichen Bedeutung, wäre der Schaden von politischer Natur und hätte gerade bei einem ungeordneten Grexit, indem das griechische Bankensystem kollabiert und die Wirtschaft vollkommen zusammenbricht, unüberschaubare Konsequenzen. Ein erneutes Aufflackern des Ost-West Konflikts oder auch die Infragestellung der Währungsunion bzw. der europäischen Integration könnte zumindest anfänglich marktbestimmend sein. Final ist aber mein Hauptszenario, dass trotz des Schwebezustandes mit oder ohne Syriza eine Einigung stattfindet, die die Unsicherheit beenden wird. Deshalb sind für uns mittelfristig Aktien und risikobehaftete Wertpapiere ein Kauf.

Trotz aller Unsicherheit, wie geht es denn unmittelbar mit Griechenland weiter?



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JULI 2015

Die überschüssige Liquidität, die seitens der EZB mithilfe von Notfallkreditrahmen (sog. Emergency Liquidity Assistance, kurz ELA) i.H.v. 90 Mrd. EUR zur Verfügung gestellt wurde, ist bereits ausgeschöpft. Zudem hat die EZB letztes Wochenende entschieden, den Kreditrahmen nicht weiter zu erhöhen. Dies und das Scheitern der Verhandlungen zwangen die griechischen Behörden, sowohl die Börsen als auch die Banken bis einschließlich 5. Juli zu schließen. Die Griechen dürfen sich nun auf ein am 5. Juli stattfindendes Referendum vorbereiten. Angesichts der eingeführten Kapitalverkehrskontrollen (wenn überhaupt verfügbar, sechzig EUR pro Tag am Geldautomaten abhebbar) und der inoffiziellen Bankrotterklärung durch die Nichtrückzahlung des IWF-Kredites liefern die nächsten Tage schon einen Vorgeschmack auf das, was da kommen mag, sollten die Griechen dem Referendum nicht zustimmen. Tsipras möchte sich mit dem Referendum selbstverständlich eine Legitimation für ein Brechen des Wahlversprechens holen, so dass der Hardliner-Flügel von Syriza den Auflagen der EU parlamentarisch zustimmt.

Im Grunde gibt es aus meiner Sicht vier Szenarien, die alle direkt oder indirekt mit dem Ausgang des Referendums zu tun haben. Nicht auch zuletzt, weil die Europäische Kommission mitgeteilt hat, dass das Zeitfenster für weitere Verhandlungen mit dem Auslaufen des Programms geschlossen ist und man erst den Ausgang des Referendums abwarten muss, um weitere Schlussfolgerungen zu ziehen.

- Bei einem JA wären die Institutionen sicher bereit, die Verhandlungen wieder aufzunehmen. Dann hätte die regierende Koalition ihr Mandat zum Regieren verloren und somit wäre sie als Verhandlungspartner sicher nicht mehr zu halten. Das dürfte Neuwahlen auslösen bzw. die handelnden Personen Tsipras und sein Finanzminister Varoufakis müssten ihren Hut nehmen, was sie auch schon in Interviews angedeutet haben.
- Bei einem NEIN zum Spardiktat der Institutionen von der griechischen Bevölkerung wird die Sache interessanter. Dann erscheint der Grexit unausweichlich. Aus dieser Situation sind drei Dinge ableitbar.

I. Geordneter Grexit: Griechenland erklärt

offiziell seine Zahlungsunfähigkeit und willigt ein, die Währungsunion zu verlassen. Als Gegenleistung wird trotz anderer Ursprungsverträge ein Verbleib in der EU angeboten und die griechischen Banken weiter gestützt. In der Übergangsphase könnten z.B. Euro und Drachme parallel eingeführt werden. In der Folge wertet die Drachme ab und die Anpassungsprozesse würden von den europäischen Partnern unterstützt. Die Effekte auf den Rest der Währungsunion wären begrenzt.

II. Ungeordneter Grexit: Griechenland stellt sich gegen die Eurozone. In der Folge kollabiert das Bankensystem in Griechenland, die Wirtschaft bricht vollkommen zusammen. Zu wirtschaftlichen Problemen gesellen sich politische, wie ein erneutes Aufflackern des Ost-West-Konflikts (Annäherung Griechenlands an Russland). Die Währungsunion und die europäische Integration könnten zumindest anfänglich infrage gestellt werden.

III. Politischer Fall: Wenn das Kernklientel der Syriza (Rentner und Beamte) am Zahltag 17. Juli kein Geld mehr bekommt und lediglich mit Versprechungen über zukünftige Zahlungen Vorlieb nehmen muss, dürfte es eine Frage der Zeit sein, wann die aktuelle Koalition gestürzt wird. Eine Technokraten-Regierung sollte die Verhandlungen mit den Institutionen aufnehmen können und weitere Hilfen gegen Auflagen wären sehr wahrscheinlich.

Fazit:

Griechenland ist zahlungsunfähig! Die Ursachen liegen in einer Kombination aus Überschuldung, Wirtschaftsschwäche, griechischer Mentalität, einer ineffizienten und korrupten Klientelpolitik sowie einer gesellschaftlichen Neuorientierung. Nichtsdestotrotz liegen die Fehler nicht nur bei Griechenland. In dieser Krise zeigt sich wieder einmal, dass die Eurozone ohne Fiskalunion mit föderalistischen Zügen eine Fehlkonstruktion ist. Ich habe in dieser Kolumne dargestellt, dass Griechenland auf absehbare Zeit ein Empfängerland bleiben wird. Es muss sich, ebenso wie die anderen Euro-Mitgliedsstaaten, nur damit abfinden, einen großen Teil ihrer Souveränität abzugeben. Souverän ist nicht das



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JULI 2015

einzelne Land, sondern die europäische Gemeinschaft. Diese muss nur über genügend Mittel verfügen, damit jedes einzelne Land das Gefühl hat, geachtet zu werden. Dieses Gefühl hat das griechische Volk (größtenteils verständlicherweise) schon länger nicht mehr. Nicht umsonst wurden die Linksradiكالen als regierende Partei auserkoren. Auch wenn das vielleicht ein wenig poetisch klingt, aber es wäre schön, wenn sowohl Griechenland als auch die Euro-Mitgliedsstaaten und ihre Organe verstünden, dass „Krise ein produktiver Zustand [ist]. Man muss ihr nur den Beigeschmack der Katastrophe nehmen.“³.

Hinweis: Diese Kolumne enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der SKALIS Asset Management AG. Die Informationen, die für diese Kolumne verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.

³ Zitat von Max Frisch



SKALIS FUNDS

NEWSLETTER JULI 2015



Unser nächster Newsletter erscheint voraussichtlich in KW 32.

Mit freundlichen Grüßen,
Ihr SKALIS TEAM

Wenn Sie keine weiteren SKALIS FUNDS Newsletter erhalten wollen, senden Sie uns bitte eine Email an info@skalisfunds.com, um sich aus dem Newsletterversand auszutragen.

Name und Sitz der Gesellschaft
SKALIS Asset Management AG
Weihenstephaner Straße 4
D-85716 Unterschleißheim
Geschäftsführung: Andreas Grassl, Ingmar Przewlocka

Amtsgericht München, HRB 139761, Steuernummer 143/101/63180
[SKALIS FUNDS](#) | [Rechtliche Hinweise](#) | [Datenschutz](#) | [Kontakt](#) | [Impressum](#)

Copyright © 2015 SKALIS Asset Management AG. Alle Rechte vorbehalten.

DISCLAIMER Die in diesem Dokument wiedergegebenen Informationen wurden von uns sorgfältig zusammengestellt und beruhen zum Teil auf allgemein zugänglichen Quellen und Daten Dritter, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir keine Gewähr übernehmen können. Dieser Newsletter ist eine Werbeunterlage und dient ausschließlich Informations- und Marketingzwecken. Sie stellt weder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar noch ist sie Anlageberatung, oder eine Anlageempfehlung. Sie stellt keine Finanzanalyse i.S. des § 34b WpHG dar und genügt deshalb nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegt nicht dem Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Auf Grund der Zusammensetzung und Anlagepolitik des Fonds besteht die Möglichkeit erhöhter Volatilität, d.h. in kurzen Zeiträumen nach oben oder unten stark schwankender Anteilspreise. Anlageentscheidungen sollten nur auf der Grundlage der aktuellen Verkaufsunterlagen (Verkaufprospekt, Wesentliche Anlegerinformationen, Jahres- und Halbjahresberichte) getroffen werden, die auch die allein maßgeblichen Anlagebedingungen enthalten. Die Verkaufsunterlagen sind seit dem Auflagedatum bei der Verwahrstelle, der Kapitalverwaltungsgesellschaft und den Vertriebspartnern zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten. Die Verkaufsunterlagen sind zudem im Internet unter: www.universal-investment.de erhältlich. Es wird keine Gewähr für die Geeignetheit und Angemessenheit der dargestellten Finanzinstrumente sowie für die wirtschaftlichen und steuerlichen Konsequenzen einer Anlage in den dargestellten Finanzinstrumenten und für deren zukünftige Wertentwicklung übernommen. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Bitte beachten Sie, dass Aussagen über zukünftige wirtschaftliche Entwicklungen grundsätzlich auf Annahmen und Einschätzungen basieren, die sich im Zeitablauf als nicht zutreffend erweisen können. Es wird daher dringend geraten, unabhängigen Rat von Anlage- und Steuerberatern einzuholen. Durch die Zurverfügungstellung dieser Informationen wird der Empfänger weder zum Kunden der SKALIS Asset Management AG, noch entstehen der SKALIS Asset Management AG dadurch irgendwelche Verpflichtungen und Verantwortlichkeiten dem Empfänger gegenüber, insbesondere kommt kein Auskunftsvertrag zwischen der SKALIS Asset Management AG und dem Empfänger dieser Informationen zustande. Die in dem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Universal-Investment noch die SKALIS Asset Management AG oder deren Kooperationspartner übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieses Dokuments oder dessen Inhalt. Der Versand oder die Vervielfältigung dieses Dokuments ist ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der SKALIS Asset Management AG nicht gestattet.