

HouseView

Sonderausgabe



Die griechische Tragödie nimmt ihren Lauf

**Autor: Valentijn van Nieuwenhuijzen, Head of Strategy,
Multi-Asset bei NN Investment Partners, Den Haag**

Was ist passiert?

Eine weitere ebenso unerwartete wie dramatische Wende. Die Vertreter der griechischen Regierung brachen Freitagnacht die Verhandlungen mit der Euro-Gruppe ab und kündigten am 25. Juni an, am 5. Juli per Volksentscheid über den Vorschlag von EU, EZB und IWF (die „Institutionen“ bzw. „Gläubiger“) entscheiden zu lassen. Die Euro-Gruppe nahm ihrerseits die Tatsache, dass die griechische Regierung öffentlich ein negatives Votum, also die Ablehnung des Vorschlags, befürwortet, zum Anlass, ihren Vorschlag zurückzuziehen. Zugleich wies die Gruppe darauf hin, dass das zweite Hilfsprogramm am 30. Juni abläuft. Der Vorschlag der Syriza-geführten Regierung, ein Referendum abzuhalten, wurde vom griechischen Parlament mit einer klaren Mehrheit von 178 Stimmen (von 300) angenommen.

Dennoch hielt man sowohl auf europäischer als auch auf IWF-Ebene die Tür offen, um ggf. am Wochenende die Verhandlungen wieder aufzunehmen. Euro-Gruppen-Chef Dijsselbloem betonte, bei dem Vorschlagsentwurf handele es sich nicht um ein endgültiges Angebot. Interessanterweise gab die Europäische Kommission einen Zehn-Punkte-Plan heraus, der ihr letztes Verhandlungsangebot darstellt. Darin enthalten sind auch einige der am 25. Juni in letzter Minute von der griechischen Regierung vorgelegten Vorschläge. Damit sind zwei Dinge klar:

Erstens fiel die Entscheidung für ein Referendum bereits, bevor die Verhandlungen zwischen den Institutionen und Griechenland in Brüssel Freitagnacht abgebrochen wurden. Anscheinend wurden sogar die griechischen Unterhändler von dieser Nachricht überrascht, die einige von ihnen erst über Twitter erfuhren. Zu diesem Zeitpunkt bestand noch eine reelle Aussicht auf einen Deal. Es scheint, dass Ministerpräsident Tsipras' Entscheidung, die Verhandlungen abubrechen und stattdessen ein Referendum zu verlangen, vor allem innenpolitisch motiviert war. Seiner Partei Syriza drohte nämlich eine

Spaltung über die Zugeständnisse, die seine Regierung bereits gegenüber den Gläubigern eingegangen war. Zweitens haben die Institutionen zwar offiziell ihr Angebot zurückgezogen, doch haben sie auch begonnen, den griechischen Wählern eindringlich vor Augen zu führen, dass ein „Ja“ im ureigenen Interesse Griechenlands sei. Das spricht dafür, dass die Institutionen gewillt sind, die Verhandlungen fortzuführen, ob mit der gegenwärtigen Regierung oder einer neuen Führung, falls das Referendum am Sonntag mit einem Ja-Votum ausgeht. Andererseits ist unklar, wie die Gläubiger im Falle einer Mehrheit für das „Nein“-Lager verfahren werden.

Da die Euro-Gruppe Griechenlands Bitte um eine Verlängerung des gegenwärtigen Hilfsprogramms abgelehnt hat, werden die Mittel nach dem 30. Juni nicht mehr zur Verfügung stehen. Griechenland wird die anstehende Rate an den IWF daher wohl nicht zahlen können. Formal kann es bis zu einem Monat dauern, bis der IWF den Zahlungsausfall feststellt und ein Land als säumiger Schuldner gilt. In diesem Fall wird der IWF aber wohl nicht so lange warten. Das Timing einer solchen Feststellung hängt vom IWF-Exekutivdirektorium ab und hat insofern eine wichtige politische Dimension. Dabei wird das IWF-Exekutivdirektorium unter Umständen das anstehende Referendum und seine Konsequenzen für die Reaktion der EZB auf eine solche Feststellung berücksichtigen.

Die EZB hat beschlossen, die Obergrenze ihrer Liquiditätsfazilität ELA für griechische Banken vorerst nicht weiter zu erhöhen. In den letzten Wochen waren diese Mittel noch geflossen, um die Einlagenabflüsse zu kompensieren. Die EZB betonte, der „EZB-Rat steht bereit, seinen Beschluss zu überprüfen“, das wird aber wohl erst nach einer Neuaufnahme der Verhandlungen zwischen Griechenland und seinen Gläubigern der Fall sein. Angesichts der zunehmenden Einlagenabgänge über Geldautomaten und der Abhebungen im elektronischen Zahlungsverkehr übers Wochenende kündigte die griechische Regierung die Schließung der Banken für die Dauer von sechs Werktagen

an. Dabei gilt eine Höchstgrenze von 60 Euro pro Tag für Bargeldabhebungen an Geldautomaten. Hinzu kommen Kapitalverkehrskontrollen und eine vorübergehende Schließung der Börse.

Wie geht's weiter?

Die aktuelle Situation bleibt hochvolatil und es ist extrem schwierig, die Wahrscheinlichkeiten künftiger Szenarien einzuschätzen. Den jüngsten Meinungsumfragen in Griechenland sowie den Buchmachern zufolge stehen die Chancen gut, dass der Volksentscheid mit einem „Ja“ ausgeht. Das könnte bedeuten, dass sich Griechenland nächste Woche bereitwilliger zeigen wird, einen Deal mit seinen Gläubigern zu akzeptieren. Ob das nun über einen Sinneswandel der gegenwärtigen Regierung oder durch Einsetzung einer neuen Regierung geschieht, ist unklar, wenn auch Letzteres in einem solchen Szenario wahrscheinlicher erscheint.

Doch bevor das Referendum nächsten Sonntag seinen Lauf nimmt, bestehen noch zahlreiche Unwägbarkeiten. So könnten die Verhandlungen wieder aufgenommen werden, das Referendum könnte abge sagt werden, der IWF könnte offiziell einen Zahlungsausfall Griechenlands erklären, die EZB könnte die Abschlüsse (Haircuts) auf Sicherheiten griechischer Banken erhöhen, die ELA-Obergrenze könnte gesenkt oder die Fazilität überhaupt nicht mehr zur Verfügung gestellt werden. In Anbetracht der erheblichen wirtschaftlichen und politischen Folgen dieser Entscheidungen erscheint es uns am wahrscheinlichsten, dass alle Interessengruppen sich um Deeskalation bemühen werden – jedenfalls bis der Ausgang des Referendums vorliegt.

In dieser Woche wird es vor allem darauf ankommen, wer nach Meinung der griechischen Wähler in erster Linie Verantwortung für die dramatische Lage Griechenlands trägt. Die Syriza-Regierung weist den Gläubigern die Schuld zu. Es ist indes fraglich, ob Tsipras seine Wähler davon überzeugen kann, dass er nach einem „Nein“ im Hinblick auf Lebensstandard und Arbeitsmarkt wirklich eine glaubwürdige Alternative für das griechische Volk bieten kann. Die griechische Regierung wird den Wählern nahelegen, bei dem Referendum gehe es um die Akzeptanz eines künftigen Sparkurses. Demgegenüber argumentieren die griechische Opposition und die Gläubiger, dass es bei dieser Wahl um das Verbleiben Griechenlands in der Eurozone gehe. Unser Basisszenario geht von einer Mehrheit für das Ja-Lager aus. Diese Einschätzung stützt sich auf die jüngsten Umfrageergebnisse, bei denen sich 55 bis 65 Prozent der Befragten für ein Ja aussprachen. Auch die Wettquoten der Buchmacher sprechen für einen solchen Ausgang und nicht zuletzt das Verhalten der Griechen selbst, die während der letzten drei Tage vor den Geldautomaten des Landes Schlange standen. Anscheinend ist das Vertrauen der griechischen Bürger in die Fähigkeiten Tsipras', eine bessere Zukunft ohne einen Deal zu liefern, begrenzt. Andererseits gab es in den letzten beiden Wochen so viele unerwartete Wendungen, dass wir unserem Basisszenario einer Abstimmung mit Ja keinen hohen Überzeugungsgrad beimessen können.

Ein weiterer entscheidender Faktor ist die Reaktion der Gläubiger, allen voran der EZB. Die Europäische Zentralbank hat wiederholt betont, für die Wahrung der Finanzstabilität in der Eurozone bereit-zustehen. Sie verfügt über ein umfangreiches geldpolitisches Arsenal (Kreditlinien, OMT, QE), um zu verhindern, dass das griechische Drama auf andere Teile des globalen Finanzmarkts übergreift, vor allem auf die übrigen Märkte der Euro-Peripherie. Ferner hat die EZB ihr Instrumentarium inzwischen flexibler gestaltet: So hat sie nicht nur

zu Beginn des Jahres die quantitative Lockerung angestoßen, sondern erhielt in der Zwischenzeit auch Schützenhilfe vom Europäischen Gerichtshof (EuGH), der entschied, dass der Kauf von Krisenländer-Staatsanleihen (Stichwort: OMT-Programm) grundsätzlich rech-tens sei.

Insofern kann die EZB erforderlichenfalls wohl mit breit angelegter Unterstützung durch die politischen Entscheidungsträger in Europa rechnen. Das ist von kritischer Bedeutung, denn die EZB wird weniger agieren, sondern vielmehr reagieren, und erst dann zusätzliche geld-politische Maßnahmen ankündigen, wenn die Finanzlage in der Euro-zone sich deutlich verschärft. Mit anderen Worten: Die geldpoliti-schen Instrumente der EZB und ihre Bereitschaft, diese auch zu nut-zen, sind für Märkte und Wirtschaft in der EWU auf mittlere Sicht günstig, können jedoch die kurzfristig stark erhöhte Volatilität im Zuge der Griechenlandkrise nicht verhindern.

Märkte, Grexit und unsere Positionierung

Die Finanzmärkte reagierten zunächst negativ, jedoch nicht panisch. Nachdem der Eurostoxx 50 zunächst schwach eröffnete (Rückgang um 5 Prozent), geht's jetzt wieder aufwärts. Dieselben Trends zeich-nen sich am Anleihemarkt ab, wo die Spread-Ausweitung bei Papie-ren von der Euro-Peripherie auf etwa 30 Bp. begrenzt ist. Überdies hat sich der Euro von seinem Tief gegenüber dem USD erholt. Das deutet darauf hin, dass die Anlegerschaft nach wie vor an eine trag-fähige Lösung und die Abwendung eines Grexit glaubt. Die Zuver-sicht, dass Rahmendaten und EZB-Politik (QE, OMT, Überbrückungs-kredite) stark genug sind, um die aktuelle Situation in Griechenland zu bewältigen, ist ungebrochen.

Kurz gesagt: Die Zuwächse der letzten Woche haben sich bereits – in angemessenem Rahmen – wieder verkehrt. Die Aussichten für finan-zielle Stabilität in Europa, weltwirtschaftliche Erholung und die Wahr-scheinlichkeit eines wie auch immer gearteten Deals mit Griechen-land, der das Land in der EWU hält (nach einem Ja-Votum beim Volksentscheid), sind weitgehend unverändert.

Gleichzeitig haben die politischen Unwägbarkeiten sowie die Wahr-scheinlichkeit eines Grexit auf kurze Sicht zugenommen (liegt aber immer noch unter 50 Prozent). Im Ergebnis ist mit hoher Volatilität an den Aktien- und Anleihemärkten zu rechnen, wenn es auch an einer klaren Richtung im Vorfeld zum griechischen Referendum fehlt.

Da die Ungewissheit noch mindestens eine weitere Woche anhalten sollte und die Kurse bis jetzt noch nicht auf attraktive Einstiegslevel gefallen sind, erwägen wir im Rahmen unserer Multi-Asset-Portfolios eine taktische Reduzierung unserer aktiven Aktien- und Anleiheposi-tionen. Natürlich werden wir die Situation weiter genauestens be-obachten und erforderlichenfalls entsprechend reagieren, falls sich unvorhergesehene Ereignisse abzeichnen. Dabei geht es in erster Linie darum, die Wahrscheinlichkeit eines Nein-Votums richtig abzu-schätzen und damit einhergehend etwaige Hinweise auf einen Domi-noeffekt an anderen EWU-Peripheriemärkten bzw. den europäischen Aktienmärkten allgemein.

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation ist nur für professionelle Anleger bestimmt und dient Werbezwecken. Sie stellt keine Anlage-, Steuer- oder Rechtsberatung dar. Obwohl die hierin enthaltenen Informationen mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurden, übernehmen wir keine – weder ausdrückliche noch stillschweigende – Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Wir behalten uns das Recht vor, die hierin enthaltenen Informationen jederzeit und unangekündigt zu ändern oder zu aktualisieren. Eine Haftung der NN Investment Partners (die für diesen Zweck NNIP Asset Management (Europe) B.V., anderer zur NN-Gruppe gehörender Gesellschaften sowie derer Organe und Mitarbeiter für irgendwelche in dieser Publikation enthaltene Informationen und/oder Empfehlungen ist ausgeschlossen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit keine Gewähr für die zukünftige Wertentwicklung bietet. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen dürfen ohne unsere Genehmigung weder kopiert, vervielfältigt, verbreitet noch Dritten in sonstiger Weise zugänglich gemacht werden. Für die Rechtsbeziehungen zwischen uns und dem Verwender dieser Publikation gilt niederländisches Recht. Diese Publikation ist kein Angebot für den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren und richtet sich nicht an Personen in Ländern, in denen die Verbreitung solcher Materialien rechtlich verboten ist. Für den Erwerb von NN Investmentfonds sind allein die jeweiligen wesentlichen Anlegerinformationen und die Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen maßgeblich, die Sie kostenlos bei NNIP Asset Management B.V., Niederlassung Deutschland, Westhafenplatz 1, 60327 Frankfurt am Main, oder unter www.nnip.com erhalten.

Presse Kontakt

NN Investment Partners Deutschland

Birgit Stocker

-Head of PR D/A/CH-

T: +49 69 50 95 49 -15

M: + 49 160 989 63164

E: birgit.stocker@nnip.com

www.nnip.com

Über NN Investment Partners

NN Investment Partners (NNIP)* ist der Asset Manager der NN Group N.V., einer an der Börse gehandelten Aktiengesellschaft. NNIP hat seinen Hauptsitz in Den Haag, in den Niederlanden und verwaltet weltweit ca. Euro 203 Milliarden** Assets under Management für institutionelle Kunden und Privatanleger. NN IP beschäftigt mehr als 1.100 Mitarbeiter und ist in 16 Ländern in Europa, im Nahen Osten, Asien und den USA vertreten.

Am 7. April 2015 hat ING Investment Management zu NN Investment Partners umfirmiert. NNIP ist Teil der NN Group N.V., einer an der Börse gehandelten Aktiengesellschaft. 38,2% (per 15.06. 2015) der NN Group sind derzeit im Besitz der ING Group. ING beabsichtigt die restlichen Anteile an der NN-Gruppe, unter Einbeziehung des von ING mit der Europäischen Kommission abgestimmten Zeitrahmens, vor dem 31. Dezember 2016 zu veräußern.

*NNIP / NN Investment Partners ist der Markenname von NNIP Asset Management B.V., German Branch

**Stand: Q1 2015, 31. März 2015

Weitere Informationen erhalten Sie unter www.nnip.com und www.nn-group.com