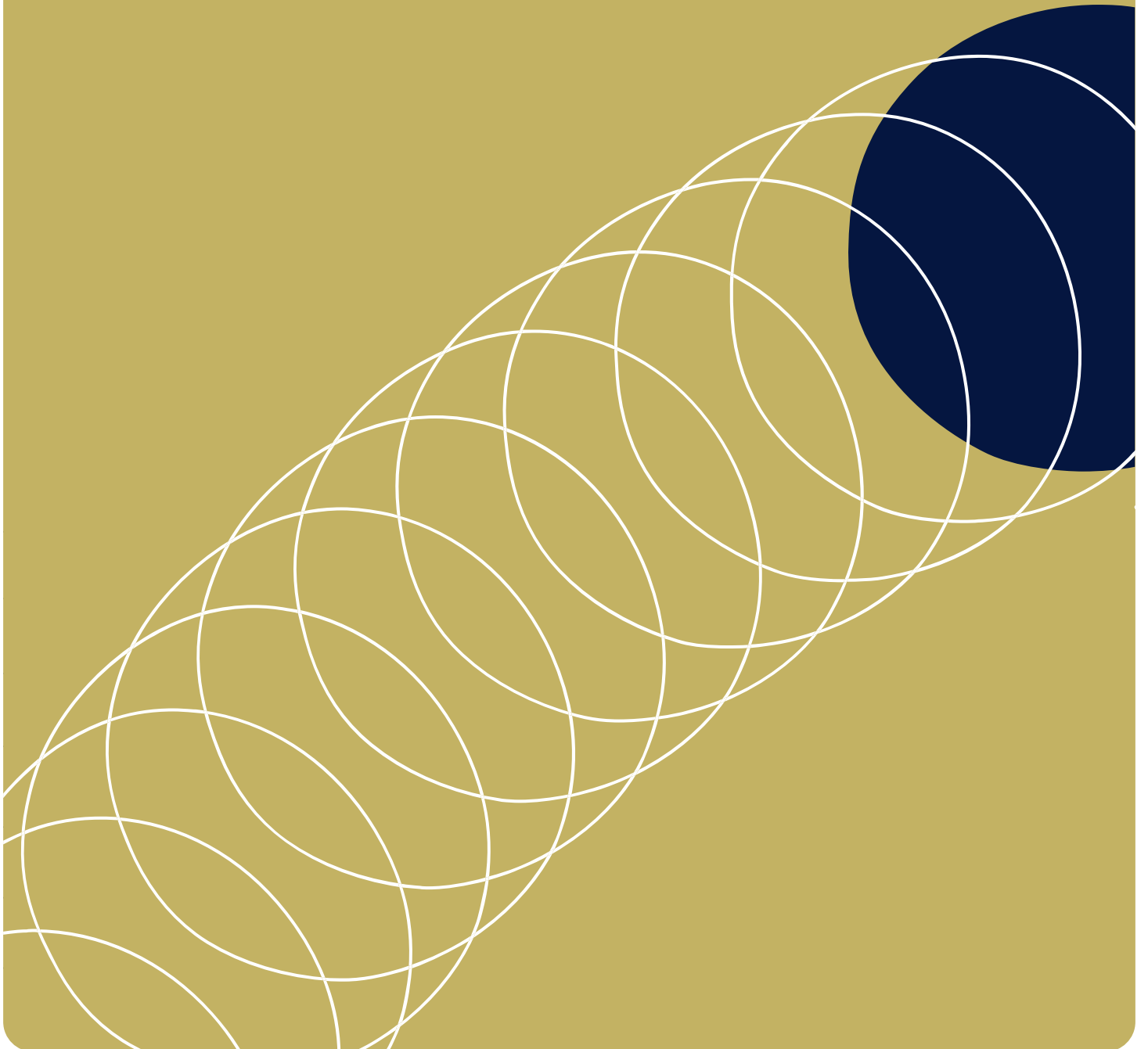


Kurswechsel bei der Europäischen Zentralbank?

News aus den Finanzmärkten | 16. November 2011



Kurswechsel bei der Europäischen Zentralbank?

Dr. Jörg Zeuner (Chief Economist), Dr. Thomas Gitzel, Martina Honegger, Oliver Schlumpf

An den europäischen Bondmärkten war gestern Ausverkaufsstimmung; die Schuldenkrise mutiert vollends zur Vertrauenskrise; selbst Frankreich und Österreich geraten unter Verkaufsdruck. Mit Italien kam in den letzten Wochen ein internationales Schwergewicht ins Visier der Märkte. Das Land ist «too big to fail»; der EFSF auch gehebelt für eine Refinanzierung der italienischen Staatsschulden über lange Zeiträume zu klein. Die zunehmende Wahrscheinlichkeit eines undifferenzierten «run» auf europäische Staatsanleihen erzwingt bald eine umfassende Lösung, mit der Europäischen Zentralbank (EZB) als «lender of last resort» im Zentrum. Ein Eingreifen der EZB ist aus zwei Gründen gerechtfertigt: Erstens werden europäische Staatsanleihen mittlerweile unabhängig von der Kreditwürdigkeit der Länder verkauft; der Markt «versagt». Zweitens sind die Inflationsrisiken den Ausfallrisiken eindeutig vorzuziehen. Bankenanleihen und Anleihen einzelner osteuropäischer Staaten (vor allem Ungarn) geraten in den Sog der Krise. Das Positive: Die Investoren glauben an den Zusammenhalt der Eurozone. Der EUR behauptet sich. Das internationale Kapital bleibt in der Eurozone.

Unveränderter Ausblick

Nach einem enttäuschenden ersten Halbjahr startete die US-Wirtschaft solide ins zweite Semester. Die Wirtschaftsleistung konnte im dritten Quartal dank eines überraschend positiven Konsums rund 0.6 % zulegen. Die Eurozone stagnierte im dritten Quartal bereits fast mit einem Wachstum von nur noch 0.2 %.

Die Vorlaufindikatoren für den künftigen Wirtschaftsgang haben sich in den vergangenen Monaten auf breiter Front abgeschwächt. Rezessionsängste dies- und jenseits des Atlantiks hinterlassen verunsicherte Konsumenten, Produzenten und Anleger. Die USA und die Schwellenländer können sich einer Rezession voraussichtlich entziehen. In Europa, ausserhalb Deutschlands und der Schweiz, sind negative Quartalswachstumsraten aber wahrscheinlich.

Im schlimmsten Fall droht einzelnen europäischen Unternehmen eine Kreditklemme. Neue Bewertungsvorschriften für Staatsanleihen der Peripherie und eine Anhebung der Eigenkapitalvorschriften bewegen einzelne Banken unter Umständen zu einer sehr zurückhaltenden Vergabe von Neukrediten.

Trotz einer Verlangsamung der Dynamik wachsen die Schwellenländer auch im kommenden Jahr auf einem

hohen Niveau. Sollte die Konjunktur wider Erwarten stärker nachlassen, haben die Notenbanken genügend Spielraum, die Wirtschaft zu stimulieren. In China beispielsweise ist die Inflation zuletzt deutlich gefallen. Diese Tendenz wird in den kommenden Monaten weiter anhalten und verschafft der Geldpolitik den notwendigen Spielraum, bei Bedarf die Zinsen wieder zu senken.

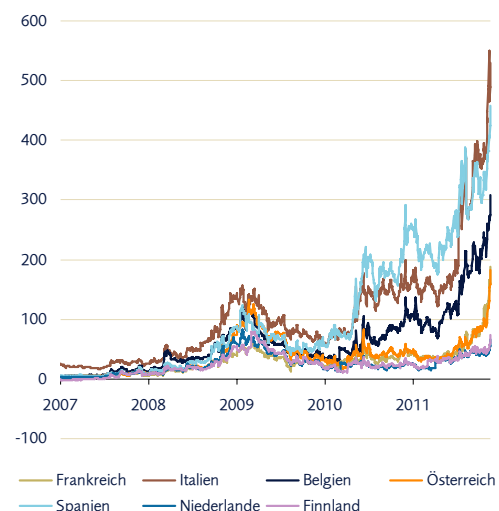
Fundamentaldaten spielen keine Rolle mehr

Die Risikoaufschläge auf italienische Staatsanleihen stiegen in den letzten Tagen wieder:

- Die politische Unsicherheit ist hoch.
- Das Clearinghouse LCH Clearnet erhöhte die Abschlagmargen für italienische Staatsanleihen.
- Die freiwillige Beteiligung des Privatsektors an der Sanierung Griechenlands verunsichert CDS-Besitzer. Die Versicherungsfunktion gegen einen Ausfall wird in Griechenland gerade ausgehebelt. Der Verkauf von unsicheren Positionen ist der einzige verbleibende Schutz.

Darüber hinaus stiegen vor allem gestern die Risikoaufschläge gegenüber Bundesanleihen in nahezu allen Staaten der Eurozone deutlich an – in den meisten Fällen sehr zu Unrecht und ohne Berücksichtigung der Fundamentaldaten.

Risikoaufschläge Europa versus Bunds (10J, in BP)



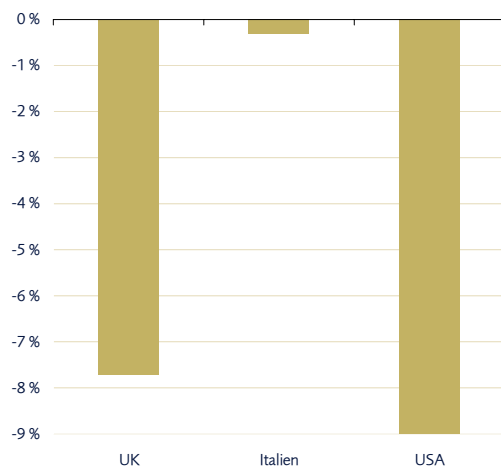
Quelle: Datastream

Italien im Fokus

Die italienische Haushaltspolitik ist solider als diejenige der USA oder Grossbritanniens. Gemessen an den staatlichen Primärüberschüssen ist das Ausfallrisiko geringer. Während die USA und Grossbritannien im Jahr 2010 ein Primärdefizit von rund 9 % bzw. 8 % des BIP auswiesen, waren es in Italien nur 0.3 % des BIP. Italien erwirtschaftet in diesem Jahr voraussichtlich einen Primärüberschuss.

Italien ist also nicht Griechenland. Erwirtschaftet Italien die angestrebten Primärüberschüsse, wären sogar Zinsen von rund 9 % für längere Zeit tragbar. Auf kurze Sicht kommt Italien auch ohne Rettungsschirm aus. Die durchschnittliche Zinszahlung des italienischen Staates steigt aufgrund der relativ hohen Duration des Portfolios nur langsam und ist gegenwärtig immer noch bei nur rund 4 %.

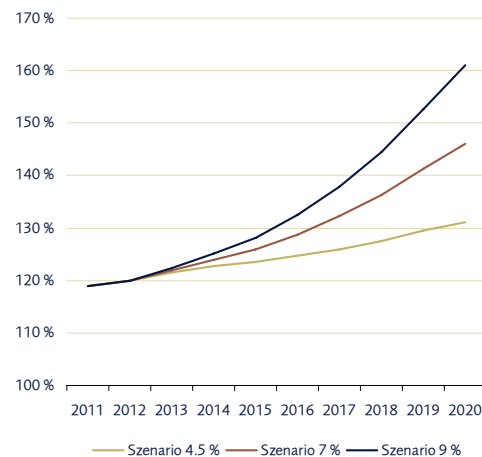
Primärdefizite in % des BIP (2010)



Quelle: VP Bank, Datastream

Die folgende Grafik zeigt jedoch auch, dass bereits Zinsen von 7 % eine Stabilisierung der Schuldenlast verhindern, wenn die Wirtschaft leicht schrumpft und der Primärüberschuss ausbleibt.

Staatsverschuldung in % des BIP



Quelle: VP Bank

Die Märkte sind angesichts des ungewissen Ausgangs der Sanierungsbemühungen in vielen europäischen Staaten nervös:

- Der Europäische Rettungsschirm EFSF kommt an seine Grenzen, wenn neben den kleinen Peripheriestaaten auch noch Italien zu einem Schuldner wird. In den nächsten beiden Jahren stehen knapp EUR 250 Mrd. zur Refinanzierung an. Die nächste Fälligkeit ist aber erst im Februar 2012.
- Die EZB ist bisher nicht von ihrem aktuellen Kurs abgewichen. Ein Auftreten der EZB als «lender of last resort» ist (noch) nicht absehbar.

EZB als «lender of last resort»?

Die Situation am amerikanischen, britischen und japanischen Anleihenmarkt ist entspannter, weil die jeweiligen Notenbanken als «lender of last resort» zur Verfügung stehen. Sie kaufen in grossem Stil Staatsanleihen und kontrollieren so die Renditen und Bondkurse. Im Gegensatz dazu machte die EZB zuletzt erneut klar, dass ihr Staatsanleihenkaufprogramm sowohl zeitlich als auch quantitativ beschränkt ist.

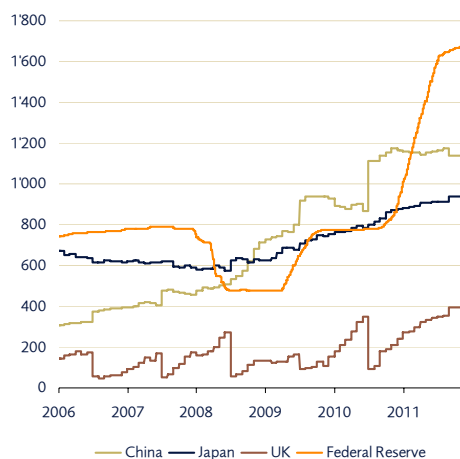
Staatsanleihen bei den Notenbanken



Quelle: VP Bank, Bloomberg, Nationalbanken

Wir gehen davon aus, dass die EZB diese Position bald aufgeben muss. Italien ist als viertgrösster Schuldner und siebtgrösste Volkswirtschaft der Welt systemrelevant. Analog zur Politik der Schweizerischen Nationalbank halten wir die Ankündigung unbegrenzter Anleihenkäufe in Kombination mit öffentlichen Renditezielen für alle Euroländer für das effektivste Instrument, um die Nervosität zu beenden. Das Schweizer Beispiel zeigt, dass sich die tatsächlichen Anleihenkäufe sogar in Grenzen halten könnten.

Gläubiger der USA in Mrd. USD



Quelle: VP Bank, Bloomberg

In den angelsächsischen Ländern bewährt sich das Eingreifen der Notenbanken. Sowohl in Grossbritannien als auch in den USA halten die Notenbanken einen massgeblichen Anteil der Staatsverschuldung. Jenseits des Atlantiks avancierte die US Notenbank gar zum wichtigsten Gläubiger des Staates – ohne nennenswerte Inflation zu verursachen.

Fazit

Eine akute Insolvenzgefahr gibt es derzeit vor allem für Griechenland. Darüber hinaus sind die Insolvenzrisiken gering. Wir rechnen dennoch mit einer weiteren Verschärfung der Vertrauenskrise in der Eurozone bevor die EZB interveniert. Wir gehen davon aus, dass die EZB ihre Ablehnung von unbegrenzten Anleihenkäufen bald aufgeben muss. Italien ist als viertgrösster Schuldner und siebtgrösste Volkswirtschaft der Welt systemrelevant.

In unserem Basisszenario besteht die Eurozone fort, eventuell ohne Griechenland. Die Kernländer entgehen der Rezession. Der EUR durchbricht die 1.30 zum USD, sobald die EZB aggressiv in die Schuldenkrise eingreift.

Kunden, die ihre Anlagen in der Eurozone oder im EUR für ein Auseinanderbrechen der Währungsunion positionieren möchten, empfehlen wir eine Konzentration ihrer Portfolios auf Aktien- und Anleihenemittenten aus Deutschland und seinen kleineren, unmittelbaren Nachbarn. Auf den derzeitigen Kursniveaus und bei den grossen Bid-Ask-Spreads wird diese risikoscheue Strategie allerdings sehr teuer. Im Falle des Auseinanderbrechens der Währungsunion rechnen wir mit grossen Kursverlusten auch auf diese Positionen, allerdings gleichzeitig mit «Währungsgewinnen» gegenüber dem heutigen EUR. Versorger und Anbieter von Telekommunikationsdienstleistungen gehören neben binnenmarktorientierten Unternehmen voraussichtlich zu den relativen Gewinnern in einem solchen Szenario.

Ein beherztes Eingreifen der EZB wird voraussichtlich den EUR schwächen. Anleger, die diese Ansicht teilen, könnten ihre Währungsallokation vor einem solchen Schritt der EZB entsprechend anpassen. Nach dem Eingreifen der EZB dürften sich allerdings vor allem die europäischen Märkte schnell erholen und überdurchschnittliche Kursgewinne verzeichnen. In diesem Szenario rechnen wir gleichzeitig mit herben Verlusten auf Bundesanleihen.

Anleger, die ihre europäischen Staatsanleihenpositionen weiter reduzieren möchten, sollten leichte Erhöhungen der Renditen für den Verkauf nutzen.

Kontakt

Economics & Investment Office

Tel +423 235 65 44

investment@vpbank.com

www.vpbank.com

Disclaimer

Diese Publikation wurde von unseren Mitarbeitenden aufgrund von Informationsquellen erstellt, welche von uns als zuverlässig eingestuft werden. Obwohl wir bei der Erstellung dieser ausschliesslich zu Ihrer Information dienenden Publikation die grösstmögliche Sorgfalt walten lassen, können wir keine Garantie oder Zusicherung für die Vollständigkeit, Aktualität oder Richtigkeit des Inhalts dieser Publikation abgeben.

Die in der Publikation enthaltenen Informationen und Angaben stellen insbesondere weder eine Offerte noch ein Angebot, aber auch keine Aufforderung zur Offertstellung oder ein öffentliches Inserat dar, welches zu Transaktionen oder sonstigen Geschäftsaktivitäten mit den beschriebenen Produkten und/oder Dienstleistungen auffordert.

Bezüglich der Gefahren, die Sie im Zusammenhang mit allfälligen Anlagen in Produkte und/oder der Inanspruchnahme von Dienstleistungen, die in der vorliegenden Publikation vorgestellt werden, zu berücksichtigen haben, verweisen wir auf die jeweiligen Risikoaufklärungen, wie z.B. die Broschüre "Risiken im Effektenhandel" des Liechtensteinischen Bankenverbandes, und empfehlen Ihnen, sich durch eine qualifizierte Fachperson (Kundenbetreuer) beraten zu lassen. Abschliessend lehnen wir jegliche Haftung für sämtliche Schäden respektive Verluste, welche auf der Grundlage der in dieser Publikation enthaltenen Informationen über Produkte und/oder Dienstleistungen, geltend gemacht werden, ausdrücklich ab.

Der Inhalt der Publikation ist urheberrechtlich geschützt und seine Verwendung ausser zum privaten Gebrauch bedarf unserer vorgängigen Zustimmung.

© Verwaltungs- und Privat-Bank Aktiengesellschaft - Aeulestrasse 6 - 9490 Vaduz - Liechtenstein
Tel +423 235 66 55 - Fax +423 235 65 00 - info@vpbank.com - www.vpbank.com