

EZB Entscheid vom 6. September 2012

Lagebeurteilung und Auswirkung auf die Asset Allocation

Maurice Pedernana



Zug, 8. September 2012



Der EZB Entscheid in Kürze dargestellt



Unbegrenzte Feuerkraft der EZB...

- Aufkauf von **1- bis 3jährigen Staatsanleihen** Krisenländern am Primär- (durch EFSF respektive ESM) sowie Sekundärmarkt (durch EZB via Banken und Versicherungen) **in beliebiger Höhe** neu möglich durch die Lancierung des «Outright Monetary Transactions» (OMT) Programmes
- **Konditionalität** für die Krisenländer: Akzept Bedingungen EFSF und ESM
- Eine explizite Zinsschwelle wird nicht eingeführt
- Ausgleichsmechanismus: Abzug neu geschaffener Liquidität durch OMT an einem anderen Ort «**Sterilisierung**»
- Aktuelle «Störungen» an den Obligationenmärkten (Nord-/Süd-Zinsgefälle) kann so gelöst werden
- EZB betont die völlige Unabhängigkeit in ihren Entscheiden, vermengt aber definitiv Geld- und Finanzpolitik

... aber noch kein Plan B

- Bei Nicht-Akzept: Stop des EZB Aufkaufprogrammes → was würde dies für das jeweilige Land und die Eurozone wirklich heissen?
- EZB **verzichtet auf «vorrangigen Gläubigerstatus»** und nimmt somit Verluste in Kauf → welche Auswirkungen werden allfällig grosse Verluste für wen haben?
- Wo wird die neu durch das OMT Programm geschaffene Liquidität abgezogen resp. sterilisiert?
- Erhöhung der Geldmenge erzeugt steigendes **Inflationspotenzial**
- Leistet das OMT Programm der (unabhängigen) EZB indirekt Staatsfinanzierungen der (abhängigen) Krisenländer?
- Es wird ein «fast einstimmiger» Entscheid kommuniziert, aber...
- ...die Beteiligung des IWF ist nicht gesichert



Der EZB Entscheid klärt nicht alles

Offene Fragen



Was bedeutet die «strikte Konditionalität» (u.a. durch das Akzeptieren von «strengen» Auflagen), an die sich die EZB halten will? Was heisst schon «akzeptieren»?a

Erinnern wir uns mal nicht an Griechenland und die dort gemachten Reformversprechungen, sondern an **Italien**: Die EZB-Vorgaben vom 5. August 2011 hat Ministerpräsident Mario Monti weitestgehend ignoriert. Von den **7** Forderungen, welche die EZB vor einem Jahr zur Bedingung für den Kauf von Staatsanleihen gemacht hatte, wurde nur **1** weitgehend erfüllt ! Dennoch fühlt sich Italiens Ministerpräsident Mario Monti darin bestärkt, dass sein Land sich für EZB-Staatsanleihenkäufe qualifiziere. Schliesslich hat ja gerade nach dem Versand des Briefs von Mario Draghi der Aufkauf der EZB von italienischen Staatsanleihen begonnen.

Weitere Auflagen, die nicht mehr eingehalten werden:

- Maastricht-Kriterien der Euroländer
- Beihilfe-Verbot aus dem Lissabon-Vertrag 2010
- Hohe Qualität der Wertpapiere als Sicherheit für Zentralbankgeld (EZB)
- Inflationsgrenze von 2 % (EZB)

Was, wenn sich das OMT Programm nicht als Lösung des eigentlichen Problems, sondern als **Verstärker des Kernproblems** entpuppt?



Was der EZB Entscheid ausgelöst hat ... und was er langfristig nicht ändern kann



- Rekordtiefe Zinsen treibt Aktienmärkte kurzfristig in die Höhe und Baisse-Spekulanten in die Knie (Short-Positionen werden geschlossen)
- Suche nach Rendite wird intensiviert – Verfallsrenditen der Corporate Bonds sinken, jene der sichereren Schuldner steigen
- Risikoaversion ist kurzfristig zurückgegangen – Kurse von südeuropäischen Aktien sowie von südeuropäischen Anleihen steigen stark an
- Makroökonomisches Bild bleibt düster – strukturelle Probleme der südlichen Länder in Europa bleiben bestehen – der Reformdruck könnte abnehmen
- Das letzte «innovative» EZB-Produkt, die Dreijahres-LTRO, hat zwar die Lage kurzfristig stabilisiert; die Zeit wurde von den Regierungen allerdings kaum genutzt, um grundsätzliche Reformen zügig umzusetzen.
- Fundamentale Entwicklung der Unternehmensdaten stagniert – die Nachfrage aus den entwickelten Ländern stagniert
- Technisch ist der Aktienmarkt kurzfristig überkauft und positive Überraschungen sind weitgehend eingepreist

Was, wenn Deutschland nach dieser Entscheidung an einem Austrittsszenario aus der EU arbeitet?





Aktuelle Stimmen zum Markt



- **Warren Buffet:** «Ich kaufe Qualität zu günstigen Preisen – unabhängig des perfekten Zeitpunkts!»
- **Paul Krugman:** «Es wäre unglaublich leicht, die Krise zu überwinden: mit einem riesigen Konjunkturprogramm!»
- **Bill Gross:** «Ich warne vor Aktien im Sinne der Risiko-Aktiva: Die Märkte werden anfällig werden, da die geldpolitischen Mittel allmählich ausgehen werden.»
- **George Soros:** «Gold bleibt die Währung der letzten Instanz!»
- **John Paulson:** «Ich wette gegen die Kreditwürdigkeit von Deutschland!»
- **Marc Faber:** «We are in the late stage of a mature market – and not a new bull. But European equities have become inexpensive!»
- **Nouriel Roubini:** «Next year's perfect global storm could be much worse than 2008!»





Aktuelle Stimmen zum Markt



- **Niklaus Blattner:** «Durchbruch: Es kann kein Zweifel mehr bestehen, dass der Euro fortbestehen und Griechenland in der Währungsunion bleiben wird!»
- **Jan Poser:** «Der Druck auf den Franken als Zufluchtwährung nimmt ab.»
- **Daniel Kalt:** «Die fundamentalen Probleme der Eurozone bleiben ungelöst. Das süsse Gift der Geldspritze ist nur eine vorübergehende Betäubung. Das Aufwachen danach wird umso härter. Die UBS hält es für wahrscheinlich, dass Griechenland nächstes Jahr aus der Eurozone ausscheiden wird.»
- **Oliver Adler:** «Der unlimitierte Kauf von kurzfristigen Staatsanleihen stellt eine fundamentale Richtungsänderung dar. ... Die EZB wird dadurch zum Lender of Last Resort nicht nur für die Banken, sondern auch für die Regierungen der Eurozone. ... Das Extremrisiko eines Auseinanderbrechens der Eurozone hat sich entschärft.»

Szenarien für die Asset Allokation

© Original Artist
Reproduction rights obtainable from
www.CartoonStock.com



strategisch:
wir bleiben
«stur»

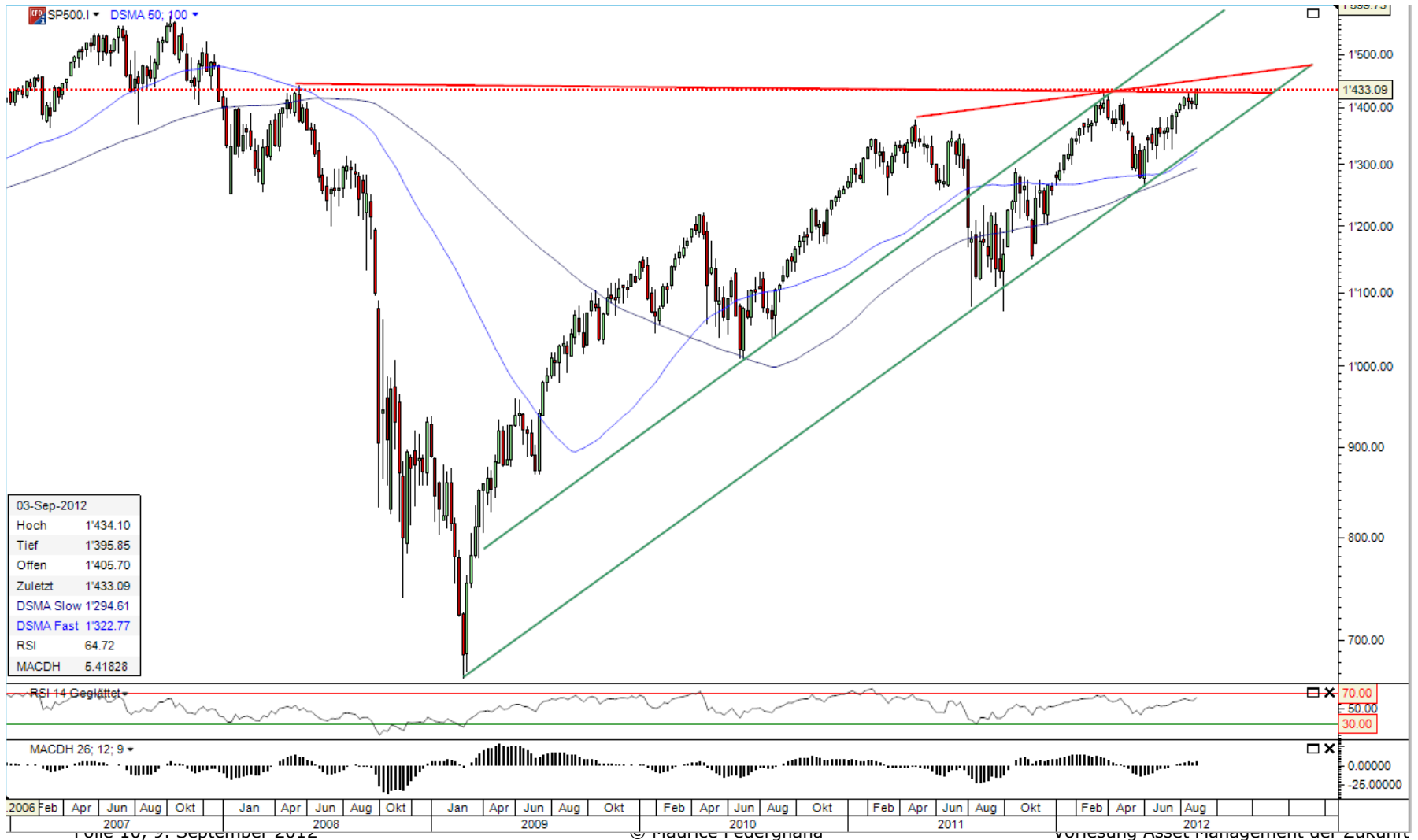
*"This year shows a return
to our core business."*

taktisch:
wir nutzen die
Gunst der
Stunde

- Makroökonomie (-)
- Fundamentale Einschätzung (-)

- Technische Einschätzung
 - Momentum (+)
 - Stimmung (+)
 - Widerstandszone (-)
 - Mean-Reversion (-)

Technisches Big Picture



... oder ist aus Portfoliosicht alles nur «Noise» ?



irrelevant:
wir fühlen uns
im Wasser
wohl

- Der Frosch sitzt im Wasser und lässt den Temperaturanstieg über sich ergehen...

säkular:
Ein Event, der
unsere
Einstellung
ändert

- Der Frosch mit Sachverstand und historischen Kenntnissen realisiert, wie sich der EZB-Rat auch in seinen Schritten in den letzten Jahren fundamental verändert hat, auch die Demokratie ...

<http://www.youtube.com/watch?v=Diq6TAtSECg>

Grundsätzliche Aussagen

- **Dirk Niepelt:** «Die Stabilität einer Währung gründet sich auf das Vertrauen darauf, dass die Zentralbank fähig und willens ist, die Kaufkraft des Geldes zu erhalten und damit seine zentralen Funktionen zu gewährleisten. Finanzierungsprobleme von Privaten, Banken oder Staaten und selbst der Austritt eines Landes aus der Währungsunion gefährden dieses Vertrauen nicht zwingend, ein systematisches Abweichen vom Prinzip der Trennung von Geld- und Fiskalpolitik hingegen schon.»
- **Jan Poser:** «Der Druck auf den Franken als Zufluchtswährung nimmt ab.»



Prof. Dr. Maurice Pedernana

Chefökonom & geschäftsführender Partner der Zugerberg Finanz AG, Zug
Professor für Banking & Finance an der Lucerne University of Applied Sciences (MAS Bank Management, MAS Asset Management)

VR-Präsident der SIM Research Institute AG, Rigi-Scheidegg

Generalsekretär der SECA Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung

Langjähriges Mitglied des Bankrates der Zürcher Kantonalbank (1999-2011)

Wirtschaftsexperte, Dr. oec. HSG (Universität St. Gallen, 1993)

Mail: pedernana@zugerberg-finanz.ch