

18 JAN 2013

Dr. Jochen Felsenheimer
Tel: +49 89 589275-120

#2

Hells Bells*

*»I'm rolling thunder, pouring rain
I'm coming on like a hurricane.«*

HELLS BELLS*

Die Ankündigung Mario Draghis, im Notfall unbegrenzte Staatsanleihenkäufe zu tätigen, war wie ein Befreiungsschlag für die Märkte. Mit der Aussicht auf niedrige Zinsen und unendlicher Liquidität haben sich die Märkte spürbar von den Auswirkungen der Eurokrise erholt. Rückläufige Risikoprämien auf allen Fronten erwecken den Anschein als ob das die Lösung des Problems gewesen wäre. Wir hingegen denken vielmehr, dass die systemischen Verwerfungen angesichts des künstlich niedrigen Zinsniveaus immens sind und letztlich werden sie der Auslöser für die nächste Krisenwelle sein. Deshalb widmen wir diesen Newsletter einzig und allein der Frage, welche Effekte mittelfristig angesichts der zu erwartenden persistenten Phase niedriger Zinsen und Renditen sowie einem anhaltenden Liquiditätsüberhang zu erwarten sind – wie ein Hurrikan ist diese Phase von der EZB eingeläutet worden und die Gefahr besteht, dass sie einige Verwüstungen an den Finanzmärkten hinterlassen wird.

DIE GEISTER, DIE ICH RIEF

Die langfristigen
Folgen der Politik
des billigen Geldes

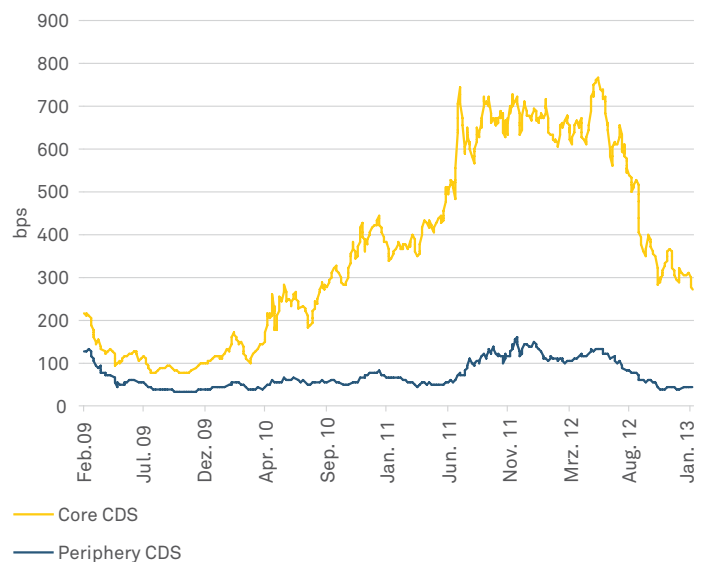
Die Probleme innerhalb der Eurozone erfordern gewiss unübliche Antworten der Politik. Man muss kein sturer Verfechter der Bundesbankpolitik sein, um zu erkennen, dass es sich bei der Ankündigung des Kaufs von Staatsanleihen um mehr handelt als eine temporäre Krisenmaßnahme – es ist vielmehr ein Paradigmenwechsel, der sich nicht kurzfristig rückgängig machen lässt. Die Auffassung der EZB ist es, dass zur Stabilisierung des ökonomisch fragilen Konstrukts der Währungsunion monetäre Mittel unabdingbar sind. Und die Entwicklung der letzten Monate scheint zu bestätigen, dass die Finanzmärkte diese Auffassung teilen. Es ist hierbei offensichtlich, dass die Maßnahmen der EZB letztlich nur begleitende Wirkung haben können, um die Effekte einschneidender struktureller Reformen abzumildern. Sie schaffen aber simultan den Anreiz, dass die Umsetzung der notwendigen Reformen verzögert wird. Genau aufgrund dieses Phänomens muss damit gerechnet werden, dass das aktuelle Zinsniveau in Europa und damit auch das Renditeniveau auf den Kapitalmärkten einen persistenten Charakter annehmen wird. Dies ist natürlich keine Notwendigkeit, aber die jüngere Vergangenheit hat eine Vielzahl von Erkenntnissen mit sich gebracht, welche diesen Mechanismus als wahrscheinlich erscheinen lassen. Das prominenteste Beispiel liegt noch nicht lange zurück und ist Ende der 1990er Jahre in den USA zu finden. Alan Greenspan wurde damals als das Musterbeispiel eines aktiv agierenden Notenbankchefs gesehen, indem er (zugegebenermaßen etwas einfach formuliert) dafür gesorgt hat, dass das Finanzsystem immer ausreichend Liquidität zur Verfügung hatte. Leider heilt ausreichende Liquidität aber keine strukturellen Probleme – sie vertuscht sie vielmehr. In dieser Phase wurden die Kapitalmärkte von einer Vielzahl von Krisen heimgesucht, die eben keine exogenen Schocks dargestellt haben, sondern implizit aus dem Finanzsystem heraus entstanden sind. Die Phase, beginnend mit der Rettung LTCMs über das Platzen der Technologieblase bis hin zur Subprime-Krise, war letztlich eine in sich logische Entwicklung – auch wenn hier viele andere Entwicklungen auch eine Rolle gespielt haben. Denkt man die Parallelen zwischen der amerikanischen und der europäischen Geldpolitik zu Ende, sollte das Ergebnis nicht überraschen, dass Draghi den Weg Greenspans geht. Kurzfristig von den Märkten gefeiert, ex post doch differenzierter bewertet.

Man kann natürlich immer die Frage nach den Alternativen stellen. Falls die EZB eine restriktivere Politik gewählt hätte, wären die Risikoaufschläge an den europäischen Finanzmärkten und vor allem bei den Peripherieländern heute mit großer Wahrscheinlichkeit höher als sie es aktuell sind. Damit lässt sich allerdings der eingeschlagene Weg nicht rechtfertigen, da die Finanzmärkte ja nicht »frei« entscheiden, welchen Risikoaufschlag sie für angemessen halten. Die aktuellen Risikoprämien müssen daher mit Vorsicht genossen werden, da sie künstlich (im Sinne eines Markteingriffes) entstanden sind und man darf durchaus zu der Ansicht gelangen, dass sich zwar alle Welt über rückläufige Risikoprämien freut, diese aber ökonomisch betrachtet viel zu niedrig sind.

In folgender Abbildung ist die Spreaddifferenz zwischen der Core-Eurozone und den Peripheriestaaten anhand 5-jähriger CDS-Levels aufgezeigt. In der Spitze betrug die Spreaddiffe-

renz mehr als 600 bp, aktuell sind es etwa 250 bp. Innerhalb eines halben Jahres haben sich die Risikoprämien zwischen den Core- und den Peripherieländern also mehr als halbiert. Und das trotz diametralen fundamentalen Entwicklungen. Ein extrem niedriger Leitzins in Kombination mit einem anhaltenden Liquiditätsüberhang führt konsequenterweise zu niedrigen Realrenditen – und zwar in allen Marktsegmenten. Die erste Freude über einen Rückgang der Risikoprämien muss zwangsläufig einer Ernüchterung weichen, die in Ermangelung attraktiver Investitionsmöglichkeiten eintritt. Diese Phase hat bereits begonnen. Im folgenden Abschnitt stehen deshalb die mannigfaltigen Effekte des aktuellen monetären Umfelds im Mittelpunkt.

Risikoaufschläge Core- vs. Peripherie
innerhalb der Eurozone (5Y CDS)
Quelle: Bloomberg



DIE EFFEKTE DER NIEDRIGZINSPOLITIK

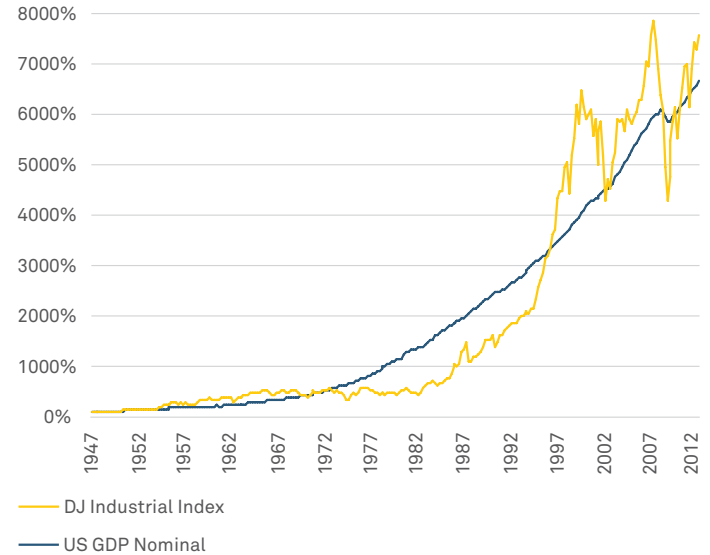
Entkoppelung der Finanzmärkte
von der Realwirtschaft

Letztlich stellt der Leitzins einer Zentralbank die wichtigste Stellschraube für die Entwicklung der Finanzmärkte, aber auch der Realwirtschaft dar. Und genau hier besteht ein zentrales Problem in der aktuellen Situation: Die systemischen Verwerfungen innerhalb des Kapitalmarkts und vor allem im Bankensektor führen dazu, dass das niedrige Zinsniveau und die Überschussliquidität Impulse an den Kapitalmärkten setzen – jedoch in weitaus geringerem Maße in der Realwirtschaft. Wenn Liquidität als flankierende Maßnahme zur Rekapitalisierung des Bankensektors eingesetzt wird und der Transmissionsmechanismus in die Realwirtschaft gestört ist, ergeben sich divergierende Impulse auf den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft. Vereinfacht ausgedrückt führen die Maßnahmen der EZB dazu, dass die Renditen auf den Kapitalmärkten zurückgehen, während es zu keiner diesen Rückgang rechtfertigenden Entwicklung in der Realwirtschaft kommt. Hierzu müssten durch den niedrigen Zinssatz und den Liquiditätsüberhang realwirtschaftliche Wachstumsimpulse ausgelöst werden – falls das nicht geschieht, werden Risiken an den Finanzmärkten sukzessive unterschätzt. Anders ausgedrückt sollte in der schönen Theorie ein niedrigeres Zinsniveau Wachstumsimpulse generieren, die letztlich niedrigere Risikoaufschläge an den Kapitalmärkten bedingen, da beispielsweise das Ausfallrisiko von Unternehmen

sinkt. Diese Wirkungskette wird aber durch die aktuelle monetäre Situation ad absurdum geführt. Wenn die Risikoaufschläge nur deshalb sinken, weil das Gros der Marktteilnehmer die Überschussliquidität am Markt unterbringen muss, wird dadurch kein direkter ökonomischer Vorteil für Unternehmen generiert. Abgesehen davon, dass sich diese relativ günstig verschulden können. Das führt allerdings langfristig nicht zu niedrigeren Ausfallraten, sondern zu einer Erhöhung des Verschuldungsgrades. Genau dieses Phänomen lässt sich auch auf Staaten übertragen, wie es an der Entwicklung der Peripherieländer Europas eindrucksvoll abzulesen ist. In einer Liquiditätsfalle wirkt die zusätzliche Bereitstellung von Liquidität eben nicht auf die Realwirtschaft, sondern die Wirkung beschränkt sich auf die Finanzmärkte. Die im Januar veröffentlichte Ankündigung vom Basler Committee, die globalen Liquiditätsanforderungen im Bankensektor (LCR im Zuge von Basel III) drastisch abzuschwächen, muss eben genau vor dem Hintergrund verstanden werden, dass der Transmissionsmechanismus vom Bankensektor in die Realwirtschaft immer noch gestört ist und eine Verknappung der Kreditvergabe der Banken nach wie vor ein Risiko darstellt. Die Entkopplung zwischen den Finanzmärkten und der Realwirtschaft wurde an gleicher Stelle schon mehrfach beschrieben, aber es sei uns angesichts der aktuellen Lage eine kurze Wiederholung verzeihen. Die aktuelle Situation ähnelt denen der Tech-Bubble, der Credit-Bubble ex ante Lehman und der Situation der europäischen Peripherieländer bis Ende 2009. Die Kapitalmärkte preisen eine relativ zu der realwirtschaftlichen Entwicklung zu niedrige Risikoprämie ein. Der Wachstumspfad der Kapitalmarktrenditen entfernt sich von den ökonomischen Realitäten und die logische Konsequenz ist die Rückkehr in ein ökonomisches Gleichgewicht – diese Rückkehr verläuft abrupt und relativ schnell im Vergleich zum Aufbau der Verwerfung. Landläufig wird dieser Anpassungsprozess Krise genannt, ist aber nichts anderes als die Rückkehr in eine Gleichgewichtssituation. Aufmerksame Leser dieser Publikation werden sich nicht wundern, dass immer an dieser Stelle auf die bahnbrechende Arbeit von Rüdiger Dornbusch verwiesen wird. In einem vor mehr als 35 Jahren veröffentlichten Aufsatz (R. Dornbusch (1976): »Expectations and Exchange Rate Dynamics«, Journal of Political Economy, Vol. 84) stellte er sein berühmtes »Overshooting-Model« vor, welches Entwicklungen an den Währungsmärkten durch eine unterschiedliche Anpassungsgeschwindigkeit an den Kapital- und den Gütermärkten im Falle exogener Schocks erklärt. Diese Idee lässt sich auf die aktuelle Situation durchaus übertragen. Auch wenn dem Autor durch die folgende Äußerung eine Anstellung bei der EZB lebenslang versagt bleiben wird, lässt sich die Politik der EZB als exogener Schock bezeichnen. Der Finanzmarkt reagiert weitaus schneller als die Realwirtschaft und es bleiben nur zwei Alternativen in ein neues Gleichgewicht: Entweder es kommt zu einem positiven Wachstumsschock oder zu einer drastischen Preisanpassung an den Kapitalmärkten. An Ersteres zu glauben erfordert einen gewissen Grundoptimismus, den wir grundsätzlich sehr wohl – aber an dieser Stelle nicht – teilen können. Im Folgenden eine Abbildung, die die langfristige Entwicklung des amerikanischen Sozialprodukts gegen die Entwicklung des Aktienmarktes (ohne

Berücksichtigung von Dividenden) stellt. Phasen der Entkopplung gerade in den letzten 15 Jahren sind offensichtlich, aber langfristig lässt sich ein gewisser Zusammenhang nicht leugnen!

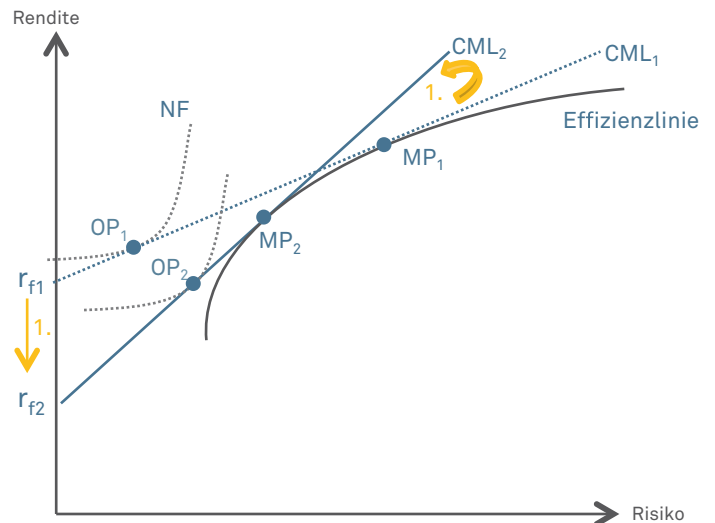
Alles eine Frage der
realwirtschaftlichen Entwicklung
Quelle: Bloomberg



PORTFOLIOTHEROETISCHE ASPEKTE
Entkoppelung der Finanzmärkte
von der Realwirtschaft

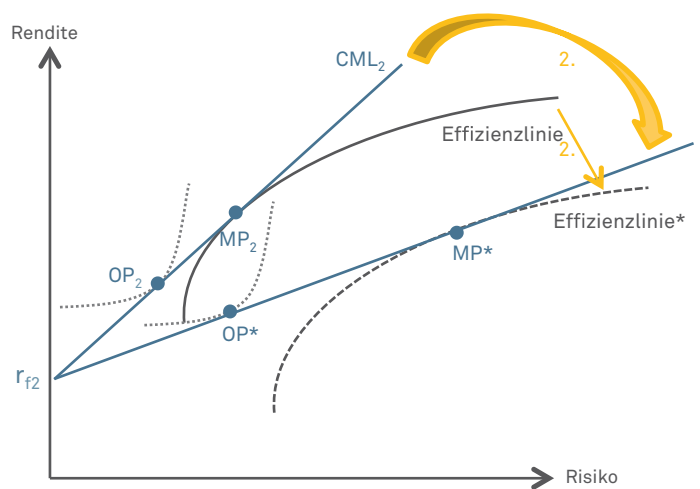
Was passiert nun, rein alloktionstheoretisch betrachtet, wenn die Zentralbank einen künstlich niedrigen Zins etabliert? Anhand des CAPM wird die Problematik sehr deutlich. In einem ersten Schritt verringert sich der risikofreie Zins r_f und die Kapitalmarktlinie CML wird steiler. Das Marktportfolio MP liegt nach wie vor auf dem effizienten Rand, jedoch bei einem niedrigeren Risiko (Beta) und einer niedrigeren Rendite. Unter der Annahme einer konstanten Nutzenfunktion NF wird dieser Effekt wiederum kompensiert, da der Tangentialpunkt, welcher das optimale Portfolio OP kennzeichnet, auf der CML nach rechts oben geschoben wird.

Schritt 1: Reduktion des risikofreien Zinses
Quelle: XAIA Investment



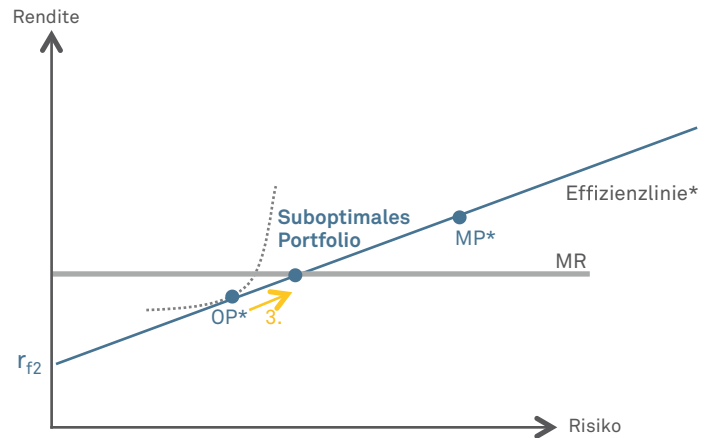
Nun ergibt sich jedoch ein zweiter Effekt. Da die Investoren in einer Niedrigzinsphase in riskantere Investitionen gezwungen werden, verändert sich auch der effiziente Rand, da bei demselben Risiko unter der obigen Annahme, dass die Zinserhöhung keinerlei realwirtschaftliche Effekte (und damit keinerlei Einfluss auf die Profitabilität und Überlebenswahrscheinlichkeit der Unternehmen) hat, die Renditeerwartung angesichts der Nachfrageeffekte zwangsläufig sinken muss. Der effiziente Rand verschiebt sich also auch nach unten.

2. Schritt: Verschiebung des effizienten Randes
Quelle: XAIA Investment



Hierbei handelt es sich sogar noch um eine sehr optimistische Annahme, da wir davon ausgehen, dass die erwartete Rendite innerhalb des gesamten Anlagespektrums gleichmäßig negativ beeinflusst wird. Man könnte durchaus argumentieren, dass die oben genannten Nachfrageeffekte der Investoren eine Verschiebung des effizienten Randes nach rechts rechtfertigen würden. Also würden letztlich alle Punkte des effizienten Randes im Vergleich zu den respektiven Punkten in der Ausgangssituation ein höheres Risiko bei geringeren Renditeerwartungen implizieren. Wir wollen uns aber im Folgenden auf die spezifische Problematik der auch regulatorisch erzwungenen Erwirtschaftung einer Mindestrendite konzentrieren (Extrembeispiel Lebensversicherung). Dafür führen wir einfach eine Linie MR ein, die letztlich unabhängig vom eingegangenen Risiko eine Minimumrendite kennzeichnet. Jetzt wird das portfoliotheoretische Ausmaß einer Niedrigzinspolitik offensichtlich. Investoren, die sich im Sinne des CAPM verhalten, werden gezwungen, eine suboptimale Portfoliokonstruktion umzusetzen. Sie werden letztlich eine Allokation umsetzen, die eine zu geringe Renditekompensation für die eingegangenen Risiken beinhaltet.

3. Schritt: Einführung eines Minimumrendite
Quelle: XAIA Investment



Wir möchten an dieser Stelle ausdrücklich konstatieren, dass wir die traditionelle Portfoliotheorie für grundsätzlich theoretisch angreifbar halten (v. a. die an dieser Stelle bereits diskutierte Annahme der Allokationseffizienz). Gerade aber in Krisenzeiten führt deren Umsetzung zu suboptimalen Ergebnissen. Das Konzept des risikofreien Zinses (und alle darauf aufbauenden Modelle und Ableitungen, wie bspw. Performancemaße) besitzt keinerlei Aussagekraft in einer Situation, in der der Zinssatz einer Krisenbekämpfungsmaßnahme (deren Effizienz wir anzweifeln) und nicht der realwirtschaftlichen Entwicklung geschuldet ist. Den portfoliotheoretischen Nachweis für die These zu erbringen ist hierbei relativ simpel, im folgenden Abschnitt wollen wir uns hingegen den Effekten widmen, die über Fehlallokationen am Kapitalmarkt hinausgehen und realwirtschaftliche Bedeutung erlangen.

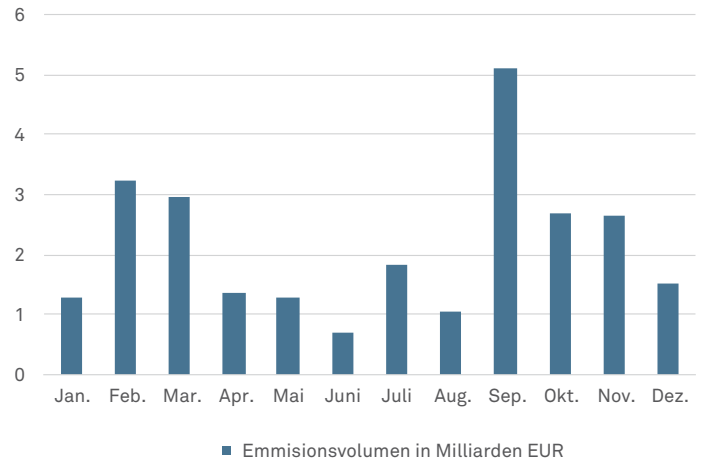
MISSALLOKATION VON KAPITAL
Entkoppelung der Finanzmärkte
von der Realwirtschaft

Obwohl die Zins- und Liquiditätspolitik der EZB nur geringe direkte Effekte auf die Realwirtschaft hat, wirkt sie dennoch indirekt über eine Fehlallokation von Kapital. Die oben genannten Portfolioeffekte täuschen darüber hinweg, dass es sehr wohl auch zu falschen realwirtschaftlichen Investitionsanreizen kommt. Würde sich die Fehlallokation alleine auf die Finanzmärkte beschränken, wären die Folgen als systeminhärent zu betrachten und keine negativen Übertragungseffekte auf die Ökonomie als solches zu erwarten. Dem ist leider nicht so. Hierbei folgt die Fehlallokation innerhalb der Realwirtschaft derjenigen in den Finanzmärkten in zwei Schritten:

1. Die Fehlallokation am Kapitalmarkt hat zur Folge, dass sich Unternehmen höher verschulden können. Auch unter der Annahme, dass Banken trotz der Liquiditätsbereitstellung der EZB ihre Kreditvergabe nicht erhöhen, ist dies eine logische Folge der durch die EZB-Politik hervorgerufenen Flucht in Risiko. Durch die gestiegene Nachfrage nach hochverzinslichen Anleihen an den Kapitalmärkten profitieren gerade HY-Unternehmen von relativ niedrigen Spreadaufschlägen, was durch das niedrige Zinsniveau noch verstärkt wird. Die absoluten Kosten der Fremdkapitalaufnahme an den Finanzmärkten ist für viele Unternehmen weitaus günstiger als noch vor wenigen Monaten und wird von diesen eben auch als temporäre

Chance gesehen, ihren Finanzierungsbedarf (und wohl auch ein Stück darüber hinaus) zu befriedigen. Im folgenden Chart haben wir die Neuemissionsaktivität am europäischen HY-Markt aufgezeigt, wobei der Drag-hi-Effekt deutlich zu sehen ist.

Neuemissionsvolumen im EUR HY-Markt
Quelle: Unicredit Research



2. Nun verfügen also gerade solche Unternehmen, die realwirtschaftlich große Risiken aufnehmen, über einen enormen Zufluss an Kapital. Angesichts des von uns unterstellten Anstiegs des Verschuldungsgrades müssen die laufenden Kosten der Fremdkapitalaufnahme durch rentable Investitionsprojekte in die Realwirtschaft getragen werden. Die Unternehmen stehen also vor der Aufgabe, vor dem Hintergrund eines sich abschwächenden Wachstums eine Investitionsrendite zu erwirtschaften, welche die Kosten des gestiegenen Fremdkapitaleinsatzes übersteigt. Tun sie das nicht, wird ein weiterer Anstieg des Verschuldungsgrades eine logische Konsequenz daraus sein. Unter diesen Vorgaben kann man zumindest nicht leugnen, dass der Anreiz besteht, nach profitableren, aber auch riskanteren Projekten/Investitionen zu suchen. Die zwingende Konsequenz einer Flucht in Risiko auf den Kapitalmärkten führt zumindest teilweise zu einem ebensolchen Verhalten in der Realwirtschaft.

Wir haben in früheren Ausgaben des Newsletters mehrmals das Problem der Annahme der Allokationseffizienz in der Portfoliotheorie und folglich auf den Kapitalmärkten beschrieben. Allokationseffizienz an den Finanzmärkten beschreibt den Zustand, dass alle Akteure risikooptimierte Renditen suchen. Unser zentrales Argument, warum dies aktuell nicht der Fall ist, war hierbei, dass eine steigende Bedeutung gerade den Akteuren zukommt, die eben keine Nutzenmaximierer im Sinne des homo oeconomicus sind. Das eindrucksvollste Beispiel war und ist die Fed, die inzwischen zum dominierenden Akteur bei US Treasuries und im US CMBS Markt aufgestiegen ist. Die amerikanische Zentralbank sucht eben nicht nach risikooptimierten Renditen, sondern ihr Ziel ist es, die Stabilität des amerikanischen Staatsanleihen- und Häusermarktes wieder herzustellen. Eine Zentralbank, die ein künstlich niedriges Zinsniveau langfris-

tig aufrecht erhält, beeinflusst aber nicht nur die effiziente Allokation von Risiken innerhalb des Kapitalmarktes, sondern sie verursacht dabei auch indirekt eine Missallokation der Ressource Kapital in der Realwirtschaft. Der vollkommene Markt stellt theoretisch durch Angebot und Nachfrage nach Ressourcen eine optimale Verteilung derselben sicher – eben auch die Verteilung von Kapital, wobei dieses seinen größten Grenznutzen entfalten kann. Nun ist uns nicht verwehrt geblieben, dass das Argument des Eingriffs der EZB ja gerade die Normalisierung der Finanzmärkte war. Dieses Argument impliziert, dass es zu Marktversagen innerhalb der Finanzmärkte gekommen ist, was wiederum den Eingriff des Staates rechtfertigt. Damit steht die Gefahr des Marktversagens derjenigen des Staatsversagens gegenüber. Die Risikoaufschläge in den Peripherieländern waren jedoch kein Zeichen für Staatsversagen, sondern der realwirtschaftlichen Situationen dieser Länder geschuldet und somit auch keine Legitimation für staatliche Eingriffe. Vielmehr war der Eingriff der EZB nicht der Tatsache geschuldet, dass die Märkte in der Risikoeinschätzung der Peripherieländer falsch lagen, sondern dass die Vermeidung eines Auseinanderbrechens der Eurozone als oberstes Ziel angestrebt wurde.

Es stellt sich in diesem Zusammenhang immer die Frage nach den Alternativen in solchen Situationen. Es ist politisch völlig nachvollziehbar, dass die EZB als »last lender of resort« ihre Existenzberechtigung verteidigt, denn ohne den Erhalt der Eurozone wäre die EZB ja vollkommen überflüssig. Unsere Argumentation zielt in keinster Weise darauf ab, den Zusammenbruch der Eurozone als das kleinere Übel darzustellen, da wir das politische Ziel eines vereinten Europas und die Bedeutung einer gemeinsamen Währung durchaus zu schätzen wissen. Es geht hier vielmehr darum, aufzuzeigen, wozu dieser Eingriff der EZB letztlich führt: Nämlich nicht nur zu einer Fehlallokation auf den Kapitalmärkten, sondern eben auch zu einer solchen in der Realwirtschaft. Dies stellt letztlich die Grundlage unserer Bewertung der aktuellen Marktsituation dar. Um letzte Zweifel einer Sympathie für auseinanderbrechende Währungsunionen und die Abschaffung des durch Zentralbanken gesteuerten Systems des Fiat-Geldes zu zerstreuen, erscheint uns ein etwas ausgelegener Ausflug in die aktuelle Interpretation der Österreichischen Schule notwendig.

EXKURS: PIEFKE ODER ÖSI?

Die Ideologisierung der Österreichischen Schule

Dem Comeback der Österreichischen Schule bzw. deren prominentesten Vertretern Ludwig von Mises und Friedrich August von Hayek stehen wir durchaus zwiespältig gegenüber. Einerseits erfreuen auch wir uns der Eleganz der Argumentation, andererseits muss man diese Argumentation eben auch in die aktuelle Situation einordnen und feststellen, dass einige der Ideen des Neoliberalismus in der heutigen Zeit als überholt gelten dürfen.

Vorab bleibt festzuhalten, dass der Hype um die Österreichische Schule gewissen zyklischen Mustern folgt und durchaus stark korreliert ist mit dem Auftreten von Finanzkrisen. Immer dann, wenn spekulative Blasen durch die exzessive Liquiditätsbereitstellung der Zentralbanken entstehen, mehren sich die Kritiken am Fiat-Geld-System unter Berufung auf dieselben Argumente, die vor einem Jahrhundert schon für Furore gesorgt haben. Man sollte aber nicht vergessen, dass die

Weltwirtschaft und die ökonomische Situation in dieser Zeit vor allem durch dramatische geopolitische Krisen dominiert bzw. verursacht wurden und schon deshalb nur schwerlich mit der heutigen Situation vergleichbar sind. Aktuell können wir uns dem Eindruck nicht verwehren, dass eine gewisse Ideologisierung der zentralen Thesen der Österreichischen Schule vorgenommen wird, die sich innerhalb des Theoriegebildes derselben bewegt, jedoch weitaus weniger wissenschaftlich fundiert erscheint. Deshalb möchten wir die nächsten Zeilen den zentralen Thesen der »Ösis« (diese Bezeichnung kann durchaus als liebevoll verstanden werden) widmen, wobei wir natürlich angesichts des begrenzten Platzes keinen wissenschaftlichen Ansprüchen gerecht werden können. Wir beschränken uns auf eine Einordnung der aktuell von den Protagonisten (siehe bspw. www.misesde.org) verwendeten Argumenten.

**These 1:
Fiat-Geld führt unausweichlich zu Finanzkrisen und muss deshalb ersetzt werden.**

Durch die Zentralbanken bereit gestelltes Fiat-Geld schafft einen künstlichen Investitions-Boom, da es in zu großem Maße bereitgestellt wird und Investitionen (I) eben nicht durch Sparen (S) der Wirtschaftssubjekte determiniert wird. In der keynesianischen Theorie bspw. basiert das Gleichgewicht auf dem Gütermarkt auf der Gleichung $S=I$. Dieses künstliche Wachstum, welches durch die übermäßige Bereitstellung von Liquidität verursacht wurde, bricht logischerweise dann ein, wenn es offensichtlich wird, dass die erwirtschafteten Kapitalerträge die Kreditverbindlichkeiten nicht langfristig decken können. Hier zeigt sich ein ganz zentraler Kritikpunkt an der Argumentationskette der Österreichischen Schule, die sich auf das durch von Mises propagierte logisch-deduktives Schlussfolgern (wahre Aussagen über die Realität aus der Logik ableiten ohne den empirischen Nachweis zu suchen). Es ist aber eben nicht zwingend, dass eine Zentralbank ihre Möglichkeit der übermäßigen Bereitstellung von Fiat-Geld ausnutzt! Eine disziplinierte Zentralbank kann die Geldversorgung natürlich an ein realwirtschaftliches Ziel koppeln. Wir ignorieren nicht, dass Zentralbanken einen Anreiz haben können, die Möglichkeit des unbegrenzten Gelddrucks zu missbrauchen, aber die Lösung des Problems kann vielmehr in der Disziplinierung der Zentralbanken verstanden werden und nicht in der Abschaffung des Fiat-Geldes.

**These 2:
Die Eurokrise ist die logische Konsequenz des Fiat-Geldes.**

Die Eurokrise hat viele Ursachen und hängt in ihrer Ausprägung natürlich mit dem System des Fiat-Geldes zusammen. Aber eine Währungsunion kann durchaus in einem System des Fiat-Geldes funktionieren. Das zentrale Problem der Eurozone ist vielmehr, dass eine gewollte politische Entwicklung ohne Rücksicht auf die ökonomischen Tatsachen umgesetzt wurde. Divergente makroökonomische Entwicklungen durch den Einsatz von Überschussliquidität versuchen anzugleichen ist definitiv eine Möglichkeit, die mit Fiat-Geld umgesetzt werden kann. Aber die Eurokrise ist eben keine zwingende Konsequenz des Fiat-Geldes, sondern der mangelhaften systemischen Ausgestaltung der Eurozone geschuldet. Eine konsequentere Handhabung der Target-II-Salden bspw. (z. B. periodisch erzwungene Rückführung der Salden auf null) kann sogar dazu führen, dass nationale Zentralbanken eben den klassischen Anreizen des Fiat-Geld-Systems gar nicht verfallen können.

These 3:
**Hohe Staatsverschuldung ist ein
Symptom des Fiat-Geldes**

Um den Kollaps des Systems zu vermeiden, haben Staaten einen Anreiz, das Fiat-Geld zu bewahren, da letztlich nicht nur der Staat, sondern eben auch alle seine Bürger, ihre ganze (ökonomische) Existenz dem System anvertraut haben (z. B. über zukünftige Leistungsbezüge wie Renten in Einheiten Fiat-Geld). Der Staat wird implizit gezwungen, Rettungsmaßnahmen zu finanzieren und sich deshalb weiter zu verschulden. Diesem Argument treten wir mit aller Entschlossenheit entgegen. In früheren Ausgaben des Newsletters haben wir mehrfach argumentiert, dass es sich bei der Eurokrise nicht um eine Staatsschuldenkrise handelt, sondern vielmehr um eine Umverteilungskrise. Die Staatsverschuldung aller Länder der Eurozone liegt weit unter den privaten Geldvermögen (sogar ohne Immobilienbesitz hinzuzurechnen). Der Staat mag verschuldet sein, die Volkswirtschaft ist es aber nicht (oder zumindest nicht in diesem Maße). Die Krisenmaßnahmen in der Eurozone haben privates Vermögen zu Lasten staatlichen Vermögens gerettet.

These 4:
Fiat-Geld führt zu Hyperinflation

Wir schließen nicht logisch-deduktiv, sondern verweisen auf empirisch nachweisbare Daten. Japan betreibt seit mehr als zwei Jahrzehnten eine exzessive Bereitstellung von Fiat-Geld und hat in dieser Phase weitgehend deflatorische Entwicklungen bedingt.

Wir haben uns in den obigen Thesen nur auf die populärsten ökonomischen Aussagen bezogen und bewusst jegliche philosophische Diskussion vermieden, da letztere für die kurzfristige Entwicklung an den Kapitalmärkten wenig Relevanz besitzt. Für diejenigen, die sich tiefer in die Materie einlesen möchten, sei an dieser Stelle auf die prominenten Vertreter des »Anarcholiberalismus«, bspw. H.-H. Hoppe, verwiesen.

Wir möchten an dieser Stelle aber auf ein völlig anderes Argument zu sprechen kommen. Folgt man den Ideologien der Neuen Österreichischen Schule, muss man zwangsläufig in realwirtschaftliche Werte investieren, wobei Gold natürlich an erster Stelle zu nennen ist. Wir möchten niemandem prinzipiell unterstellen, dass die obigen Thesen nur Mittel zum Eigenzweck sind und nicht der Lösung der aktuellen Probleme wegen propagiert werden. Aber der Eindruck drängt sich zumindest auf, dass einige Marktakteure relativ lax mit den Argumenten der Österreichischen Schule umgehen, um eben realwirtschaftliche Investitionen zu rechtfertigen.

Man kann dem System des Fiat-Geldes auch durchaus Gutes abringen – vor allem vor dem Hintergrund einer globalisierten Welt und einer fortgeschrittenen Integration der Finanzmärkte. Die Lösung kann in der Reglementierung der zentralen Bereitsteller von Fiat-Geld gesehen werden, was einerseits eine sehr pragmatische und andererseits effektive Lösung darstellen würde. Auch wenn der politische Wille dafür zu fehlen scheint, muss daraus nicht zwangsläufig die Auflösung des aktuellen Geldsystems abgeleitet werden.

ALM: ASSET-LIABILITY-MIRACLE

Wer am meisten von einer persistenten Niedrigzinsphase betroffen ist

Neben den Wirkungen der exzessiven Geldversorgung auf die Allokation von Kapital gelten unsere größten Befürchtungen den systemischen Risiken, die daraus für einige Marktteilnehmer entstehen. Hierbei spielt ein Wirkungsmechanismus von Finanzkrisen eine entscheidende Rolle: Die Erstrundeneffekte von Finanzkrisen (also die Kosten, die durch den direkten Preisverfall bestimmter Marktsegmente entstehen) machen nur einen Bruchteil der Gesamtkosten von Finanzkrisen aus. Sehr viel fataler sind sogenannte Zweit- und Drittrundeneffekte, die letztlich durch Ansteckungseffekte zwischen Marktsegmenten und die Auswirkungen auf die Realwirtschaft beschrieben werden können. Und in diesem Zusammenhang kommt die zentrale Bedeutung den Marktteilnehmern zu. Die Lehman-Pleite ist hierfür ein sehr treffendes Beispiel: Erst durch die Pleite Lehmans hat sich die Subprime-Krise zu einer globalen Wirtschaftskrise entwickelt. Und ein Großteil der gesamten Abschreibungen innerhalb des Finanzsektors ist nach dem Zusammenbruch Lehmans aufgetreten.

Deshalb ist die Frage nach den Auswirkungen einer lang anhaltenden Niedrigzinsphase nur dann zu beantworten, wenn man die möglichen Effekte auf einzelne Akteure an den Finanzmärkten in die Analyse miteinbezieht. Man muss sich also fragen, welche Investoren unter den aktuellen Verhältnissen am meisten zu leiden haben. Und es ist keine große Überraschung, dass dies natürlich klassische Asset-Liability-Accounts, wie bspw. Pensionskassen und Versicherungen, sind. Es liegt in der Natur dieser Investoren, dass sie langfristige Verbindlichkeiten unter Ermangelung langfristiger Aktiva mit kurzfristigen Finanzanlagen zu refinanzieren versuchen. Genau das wird natürlich immens erschwert in einem Umfeld künstlich niedrig gehaltener Kapitalmarktrenditen.

Nun ist natürlich das ALM-Segment ähnlich heterogen wie der Bankensektor und es lässt sich schwerlich argumentieren, dass eine Versicherungskrise durch einen systemischen Schock ausgelöst wird, der bei allen Akteuren gleichzeitig auftritt. Aber genau das war ja auch nicht der Fall bei der Bankenkrise der letzten Jahre. Sehr interessant in diesem Zusammenhang ist sehr wohl, dass die regulatorischen Autoritäten einem Problem im Versicherungssektor sehr viel weniger Relevanz beimessen als einem Problem im Bankensektor. Der IMF hat beispielsweise in seinem letzten Global Financial Stability Report explizit darauf hingewiesen, dass als Nebeneffekt der Niedrigzinspolitik der Zentralbanken (GFSR, Oktober 2012, S. 94 f.) langfristig niedrige Zinsmargen bei Banken bedingen wird – die Problematik bei anderen Finanzinstituten, die weitaus dramatischer erscheint, wird nicht erwähnt.

Derweil hat die Bedeutung des ALM-Sektors nicht nur in seiner Funktion als Kapitalsammelstelle, sondern durch die gestiegene Bedeutung als Träger immenser Kapitalmarktrisiken in den letzten Jahren eher zugenommen. Auch wenn die Rettungsaktion des damals größten Versicherungskonzerns der Welt AIG in 2008 in der öffentlichen Wahrnehmung weniger relevant war als die Pleite Lehmans, so hätte eine Pleite von AIG sehr viel dramatischere Auswirkungen gehabt. Genau deshalb erklärt sich eben auch der Bailout von AIG durch den amerikanischen Staat, während man auf eine Rettung Leh-

mans verzichtet hat. Versicherungen sind nach wie vor die dominierenden Käufer von Kreditrisiken, nicht nur am CDS-Markt. Gerade in den letzten Monaten wurden angesichts der niedrigen Renditen immense Allokations-Shifts hin zu Kreditrisiken in diesem Sektor vorgenommen. Während Banken als Risikonehmer in vielen Bereichen engere regulatorische Grenzen hantieren müssen, suchen ALM-Akteure vermehrt nach Alternativen gut bezahlten Risikos. Der aktuelle Hype im Loan-Markt oder in Infrastrukturprojekten wird hauptsächlich durch ALM-Akteure getrieben. Der Sektor erfährt einerseits eine zunehmende systemische Relevanz, während auf der anderen Seite die Kluft zwischen der Belastung durch Verbindlichkeiten und der Möglichkeiten zur Erzielung entsprechender Renditen am Kapitalmarkt größer wird. Die enge Vernetzung und die großen gegenseitigen Abhängigkeiten zwischen einzelnen Akteuren führen nun zu einer Situation, die durchaus einen ex ante Lehman-Charakter annimmt. Wenn einige wenige Akteure aus dem ALM-Segment unter Druck geraten, kann es eben zu Zweitrundeneffekten kommen, die letztlich dann als Auslöser einer Finanzkrise tituliert werden könnten.

Hierbei spielt die Entwicklung auf regulatorischer Seite eine wichtige Rolle. Die ökonomische Notwendigkeit zur Erzielung ausreichender (im Sinne der Deckung der eingegangenen Verpflichtungen) Renditen am Kapitalmarkt impliziert das Eingehen höheren Kapitalmarktrisiken. Genau das wird aber durch die Umsetzung zusätzlicher regulatorischer Einschränkungen erschwert (z. B. durch Solvency II). Während der Regulator durch die Begrenzung von Risiken angesichts der systemischen Relevanz des Finanzsektors weitreichende Maßnahmen umsetzt, schafft er dadurch ein anderes systemisches Risiko – nämlich den ökonomisch bedingten Ausfall eines Marktteilnehmers, der wiederum Ansteckungseffekte bedingen kann.

MARKTAUSBLICK

Zu gut, um wahr zu sein?

Die von der Mehrheit der Marktteilnehmer vertretene These, dass die Eurokrise ursächlich nicht behoben ist, sondern deren Symptome durch die Liquiditätsbereitstellung der EZB gemildert werden, findet ihre Bestätigung aktuell in der Situation Zyperns. Obwohl wir nicht der Meinung sind, dass es zu einem weiteren PSI in der Eurozone kommen wird (vgl. hierzu bitte »Zypern – schon wieder ein PSI?« auf www.xaia.com), zeigen die Diskussionen bezüglich möglicher Rettungsmaßnahmen zwischen dem IMF und der EU deutlich, dass sich das grundsätzliche Problem der engen Vernetzung des Bankensektors und der Staaten nur sehr langsam auflösen lässt. Mit Ausnahme Irlands sind die strukturellen und ökonomischen Probleme in den Peripherieländern (allen voran Spanien) nach wie vor immens. Das ist den Investoren auch weitestgehend bewusst, aber wird durch die Politik der EZB vorerst in den Hintergrund gedrängt. Letztlich darf man der EZB konstatieren, dass sie der EU Zeit verschafft hat, notwendige Reformmaßnahmen umzusetzen. Nun kann Draghis Aussage »graduell einsetzende Erholung Ende des Jahres« in der letzten EZB-Sitzung im Januar durchaus als Hinweis auf zumindest eine Verringerung der Liquiditätsbereitstellung gedeutet werden und hier zeigt sich das Dilemma in dem die EZB steckt. Sie muss auf der einen Seite die Liquidität reduzieren ohne auf der anderen Seite das Finanzsystem

zu destabilisieren. Sie hat aber relativ wenig Einflussmöglichkeiten, die notwendigen strukturellen Reformen innerhalb der EU einzufordern, vielmehr schafft sie durch die überbordende Liquidität sogar den Anreiz, Reformen später umzusetzen, da sie den Druck aus den Märkten nimmt. Die Märkte werden sich also auf absehbare Zeit im Spannungsfeld zwischen der unterstützenden technischen Situation (Liquidität) und dem nach wie vor schwachen makroökonomischen Umfeld befinden.

Angesichts der aktuell enormen Nachfrage nach Risiko denken wir, dass das erste Halbjahr 2013 durchaus noch positiv auf die Finanzmärkte wirken wird. Auch wenn das nicht gleichbedeutend ist mit neuen Allzeithochs an den Aktienmärkten, sollte es nicht verwundern, wenn v. a. die Kreditmärkte weiterhin profitieren. Ein Niveau des iTraxx Main in der Gegend von 90 bp (X-Over 350 bp) scheint in Reichweite zu sein. Diese Niveaus halten wir allerdings vor dem Hintergrund der fundamentalen Situation (s. o.) als ausgesprochen teuer und würden erwarten, dass diese Niveaus auch Gewinnmitnahmen provozieren (einen detaillierten Einblick findet man im HY Outlook 2013 von Lucror Analytics auf www.xaia.com).

Es würde uns hingegen gar nicht verwundern, falls sich das zweite Halbjahr 2013 als sehr viel schwieriger darstellen wird, da die Liquiditätseffekte der EZB immer mehr an Kraft verlieren werden. Mal abgesehen von den nach wie vor hohen Risiken potenzieller Schocks (von den Wahlen in Italien über eine weitere Abschwächung des spanischen Immobiliensektors bis hin zu Zypern), wird es im Vergleich zu 2012 in diesem Jahr sehr viel schwieriger, vernünftige Renditen zu erzielen.

Trotz des zwischen den obigen Zeilen zu lesenden, möglicherweise etwas weniger euphorischen Grundtons, fühlen wir uns angesichts folgender Worte nach wie vor als überzeugte Optimisten!

»Pessimismus wird nur von den Optimisten verbreitet. Die Pessimisten sparen ihn für schlechtere Zeiten auf.« (Gabriel Laub)

FORECAST-TABELLE

++	=	»It must be love« (Madness)
+	=	»Ace of Spades« (Motörhead)
o	=	»I Don't Care« (Ramonas)
-	=	»This Party Sucks« (The Slickee Boys)
--	=	»Straight to Hell« (The Clash)

* AC/DC (1980). Mehr gibt es nicht zu schreiben.

	3M	6M	9M	12 M
Credit				
IG Cash	+	o	o	o/-
IG CDS	+/-	o/-	-	-
HY Cash	+	o	o/-	-
HY CDS	+/-	o/-	-	-
Fin Cash	o	o	o	o
Fin CDS	o	o	-	-
Staatsanleihen				
Nord-länder	o	o	o	o
Süd-Länder	+/o	o	o/-	-
iTraxx SovX WE	o	o	o/-	-
Volatilität (long)	o	+	+	++
Euro-Aktien	o	-	-	--

Disclaimer

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die XAIA Investment GmbH, München, deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird deshalb vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung über Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Verkaufsprospekt) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Alle in der Darstellung geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der XAIA Investment GmbH zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die XAIA Investment GmbH behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die XAIA Investment GmbH kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können zudem für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen.

Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode, Simulationen erfolgen in der Regel auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind unter Umständen in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken.

Diese Darstellung ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche sie gerichtet ist. Sie darf weder von anderen Personen verwendet werden, noch in Form von Veröffentlichung oder Weitergabe anderen Personen zugänglich gemacht werden.

Etwaige steuerliche Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen.

Der Inhalt dieser Darstellung ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der XAIA Investment GmbH weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.

© XAIA Investment GmbH 2013

