

01 MÄRZ 2013

#3

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

Das Lied vom Rausch*

>> I hab unlängst a Mannderl gsehn
Des is am Straßenrand dort glegn
I frag was fehlt
Da sagt der Moo
mir ham's ins Bier an Rausch nei do.<<

DAS LIED VOM RAUSCH*

Der Rausch nach was auch immer und egal welche Ausrede man für eben diesen hat – irgendwann ist er zu Ende. Und das könnte schneller passieren als es der exorbitante Start ins neue Jahr erahnen lässt. Vor allem die politische Situation in Italien, aber auch die angespannte Lage am spanischen Immobilienmarkt (und die Auswirkung auf den Bankensektor), die Herabstufung Großbritanniens, die anhaltenden Diskussionen über die Lösung des zypriotischen Bankenproblems und die nicht enden wollende Haushaltsdiskussion in den USA (um nur einige Problemfelder zu nennen) zeigen deutlich, dass die Verwerfungen der letzten Jahre länger andauern werden, als das vielleicht noch von vielen Marktteilnehmern vor wenigen Wochen erwartet wurde. Eine realistischere Einordnung der aktuellen Situation und potenzielle Krisenherde sollen deshalb der Gegenstand dieses Newsletters sein, wobei wir versuchen aufzuzeigen, in welchem Stadium sich die Märkte befinden und welche Indikatoren bei der Früherkennung potenzieller Stresssituationen hilfreich sind.

Realismus schlägt Optimismus

Die Angst kehrt zurück

Die Fragilität der Märkte hat sich in den letzten Wochen deutlich abgezeichnet. Während noch Anfang des Jahres viel über neue Höchststände an den Aktienmärkten gesprochen wurde, dominiert aktuell ein realistischerer Ton die Märkte. Die Frage nach der Stabilisierung der Eurozone ist weiterhin das zentrale Thema. Wie in unserem letzten Newsletter bereits ausgiebig diskutiert, kann die Liquiditätsschwemme der EZB allenfalls als kurzfristiges Stabilisierungsinstrument verstanden werden, keinesfalls jedoch als langfristiges Mittel, um die Probleme der Eurozone zu lösen. Man darf ja auch durchaus konstatieren, dass die Eurozone in den letzten drei Jahren mehr Reformen auf den Weg gebracht hat als in der Zeit davor – allerdings zeichnen sich diese teilweise dadurch aus, dass sie untereinander wenig abgestimmt erscheinen (z. B. die Einführung einer Finanztransaktionssteuer und der Übertrag von OTC-Geschäften auf Clearinghäuser, die im weiteren Verlauf noch diskutiert werden) oder in der Umsetzung aufgrund des politischen Drucks einzelner Mitgliedsländer stark verwässert werden (wiederum die Finanztransaktionssteuer). Der ökonomische Druck zu nachhaltigen Reformen wurde durch das Eingreifen der EZB reduziert, was sich aktuell in vielen Entwicklungen innerhalb der Währungsunion widerspiegelt. Es wäre ein Trugschluss zu glauben, dass der Status quo in Europa stabil ist. Das Risiko besteht also nicht nur darin, dass die EZB ihre geldpolitischen Zügel anzieht, sondern vor allem darin, dass politisch bedingt die notwendigen Reformschritte nicht umgesetzt werden. Nachfolgend eine Aufzählung der unserer Meinung nach größten Risiken für die Finanzmärkte innerhalb der Eurozone: politische Risiken, die weiterhin großen Probleme bei der Regulierung des Bankensektors sowie regulatorische Entwicklungen.

Risiko 1: Politische Risiken

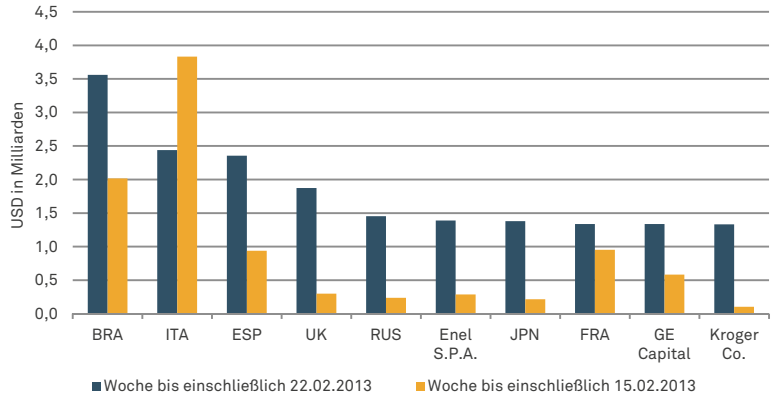
Die als „Schicksalswahl“ titulierte Präsidentschaftswahl in Italien hat mit Schicksal nicht wirklich viel zu tun. Es ist völlig offensichtlich, dass die europäischen Konsolidierungsbestrebungen Nachteile für viele Wähler mit sich bringen – nicht nur in Italien. Die Reformbemühungen in Europa werden darüber hinaus viele Jahre anhalten und damit auch die Europakritiker in ihrer Einschätzung bestärken, dass ein Austritt aus der Eurozone aus Kosten-Nutzen-Überlegungen heraus ökonomisch sinnvoll sein kann. Die Stärkung der europakritischen Parteien wird also über Jahre hinaus (nicht nur in den Peripherieländern) ein



Risiko für den Fortbestand der Eurozone in der jetzigen Konstellation bleiben. Die folgende Abbildung der am meisten gehandelten CDS-Kontrakte Mitte Februar zeigt deutlich, dass die europäische Schuldenkrise nach wie vor das Hauptaugenmerk der Investoren darstellt. Unter den Top Ten des gehandelten CDS-Volumens befinden sich allein vier europäische Staaten (allen voran Italien) – was als Indikator für das Risiko eines Auseinanderbrechens der Eurozone gewertet werden kann.

CDS Handelsvolumen: Die Top Ten

Quelle: DTCC, Nomura Credit Research



Ganz verkneifen können wir uns an dieser Stelle einen Kommentar nicht. Und zwar der von uns schon mehrmals geäußerte Hinweis darauf, dass die Effekte der Sparanstrengungen in allen Ländern der Eurozone einhergehen mit einer Veränderung der Einkommensverteilung bzw. mit einer Veränderung der Vermögensverteilung. Die Wahl in Italien zeigt deutlich, dass vor allem untere Einkommensschichten zu europafeindlichen Parteien neigen, während gleichzeitig das Geldvermögen in Italien pro Kopf in 2011 über dem von Frankreich, Deutschland und Österreich lag (Allianz Global Wealth Report 2012; www.allianz.com). Dies untermauert die These, dass die Effekte der europäischen Schuldenproblematik einhergehen mit einer Umverteilung von Einkommen und Vermögen und somit im Zusammenhang mit einer gesamtwirtschaftlichen Verteilungsproblematik verstanden werden müssen.

Die Diskussion über die Einführung von Vermögenssteuern wie auch die beschlossene Einführung einer Finanztransaktionssteuer zeigen auf, dass dieser Zusammenhang von den europäischen Instanzen durchaus gesehen wird – diese Maßnahmen werden allerdings zu keiner massiven Umverteilung führen. Das führt letztlich eben auch dazu, dass die Anzahl der Europakritiker in den nächsten Jahren nicht abnehmen wird. Die politischen Bemühungen – vor allem in den europäischen Peripherieländern – in Richtung einer Lockerung der Sparpolitik werden sich folglich verstärken. Und genau in diesem Punkt entscheidet sich unserer Ansicht nach die Frage nach einem möglichen Auseinanderbrechen der Eurozone.

Die Harmonisierung der Fiskalpolitik innerhalb Europas hat vor allem zwei diametrale ökonomische Effekte. Einerseits (und hier werden alle liberalen Ökonomen mit dem Hinweis auf Marktsozialismus aufschreien) reduziert rein ökonomisch betrachtet die Harmonisierung der Fiskalpolitik das Risiko eines Auseinanderbrechens der Eurozone. Das Problem innerhalb Europas ist ja gerade die Divergenz in der ökonomischen Entwicklung der Mitgliedsländer bzw. die strukturellen Unterschiede der Volkswirtschaften. Deshalb reagieren einzelne Mitgliedsstaaten unterschiedlich auf exogene Schocks und können nicht national autark auf diese Situation reagieren, da ihnen die Hände gebunden sind. Ohne die Möglichkeit einer Wechselkursanpassung wird auf europäischer Ebene geld- und fiskalpolitisch reagiert. Diese Reaktion ist der „kleinste gemeinsame Nenner“, d. h. es wird für kein Land die



optimale Politik gewählt. Aktuell ist bspw. der Leitzins der EZB aus Sicht der Nordländer zu niedrig, aus Sicht der Südländer aber nicht. Er ist aber für kein einziges Land individuell optimal. Schafft man es nun, durch eine Vereinheitlichung der wirtschaftspolitischen Maßnahmen (über einen längeren Zeitraum) eine strukturelle Angleichung in den Mitgliedsstaaten herbeizuführen, konvergieren diese. Und diese Konvergenz geht Hand in Hand mit einer geringeren Austrittswahrscheinlichkeit einzelner Länder, da der Anreiz abnimmt, eine national eigenständige Wirtschaftspolitik umzusetzen.

Das ist natürlich nur die halbe Wahrheit, denn die beschriebene Harmonisierung der Wirtschaftspolitik hat leider einen entscheidenden Nachteil: Sie ist nicht besonders effizient im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit einzelner Länder und der Eurozone im Gesamten. Das zugegebenermaßen etwas in die Jahre gekommene Argument komparativer Vorteile spielt in diesem Zusammenhang durchaus eine Rolle. Die Struktur einer Volkswirtschaft geht einher mit einem „optimalen“ Verschuldungsgrad, der eben in jedem Land der Eurozone anders ist. Hierbei geht es in den nächsten Jahren gar nicht darum, dass irgendein Land seinen optimalen Verschuldungsgrad erreicht, sondern vielmehr darum, dass alle Länder der Eurozone sparen müssen. Die Schuldreduktion und nicht der absolute Schuldenstand ist letztlich der Grund dafür, dass die Wettbewerbsfähigkeit der Eurozone tendenziell fallen wird.

Letztlich ergibt sich aus den fortgeschrittenen Hilfsmaßnahmen auch eine neue Verhandlungsposition für die Nehmerländer, wie das Beispiel Griechenlands eindrucksvoll bestätigt. Das klassische „Bailout-Problem“ liegt darin, dass die Position der Nehmerländer stärker wird, je mehr monetäre Hilfen geleistet wurden und zwar deshalb, weil der Anreiz für die Geberländer sinkt, einen möglichen „Rauswurf“ des Landes, das die Hilfen in Anspruch genommen hat, als Drohgebärde aufrecht zu erhalten. Die Kosten eines Austritts eines Landes aus Sicht der Geberländer steigen also im Zeitverlauf. Das führt dazu, dass sich die Prognosen bezüglich des Schuldenabbaus als zu optimistisch erweisen, was das politische Risiko in den nächsten Jahren weiter sehr hoch halten wird.

Risiko 2: Konsolidierung des Bankensektors

Die ersten Credit Events im Jahr 2013 in Europa sind im Bankensektor aufgetreten. Neben der Verstaatlichung der SNS Bank (vgl. zum Ablauf bitte www.xaia.com/magazin) wurde ein Credit Event bei der Irish Bank Resolution Corporation (IBRC; ehemals Anglo Irish Bank) festgestellt. Der Niedergang beider Institute hat bereits im Lauf der Subprime-Krise begonnen, liegt also schon etwa fünf Jahre zurück. Banken zu restrukturieren ist demnach ein langwieriger Prozess, der hierbei auch extreme Maßnahmen erfordert. Vor allem angesichts der weiterhin engen Verzahnung zwischen dem europäischen Bankensektor und den Staaten sind die Mechanismen der Bankenrestrukturierung innerhalb Europas eben auch mit potenziellen Ansteckungsgefahren verbunden. Hierbei geht es einerseits um juristische Fragestellungen/Risiken (was sich bspw. in der Vielzahl von Klagen von Investoren gegen die Verstaatlichung der SNS Bank widerspiegelt), andererseits aber auch um supranationale Einwände, wie sich in dem von Jens Weidmann geäußerten Bedenken der Staatsfinanzierung bezüglich der Rolle des irischen Staates bei der Auflösung der IBRC (die Bereitstellung staatlicher Finanzierung über eine sogenannte „Promissory Note“ für IBRC) zeigt.

Die Probleme des europäischen Bankensektors mögen aktuell durch die generöse Bereitstellung von Liquidität durch die EZB als vorerst gelöst erscheinen – hierbei handelt es sich aber eben nicht um eine langfristige Lösung des Problems, sondern eher um eine temporäre Stützungsmaßnahme, die nur zusätzliche Zeit schafft für die notwendigen Restrukturierung zumindest einiger Institute. Neben den zyprischen Banken stehen nach wie vor einige spanische Institute vor oder mitten in der Abwicklung, wobei der Staat hier eine führende Rolle



einnimmt.

Die von uns im letzten Newsletter diskutierten Effekte der Niedrigzinspolitik werden auch andere Segmente des Finanzsektors hart treffen – allen voran den Versicherungssektor. Auch hier ist damit zu rechnen, dass sich der über Jahre hinweg betriebene Aufbau von Risikopositionen auf den Bilanzen der Finanzindustrie nicht innerhalb kurzer Zeit auflösen lässt – vor allem dann nicht, wenn man eine eher schleppende ökonomische Entwicklung innerhalb Europas unterstellt. Die überfällige Konsolidierung des europäischen Bankensektors wird aus zwei Gründen weiter auf sich warten lassen. Erstens benötigen die Staaten den Finanzsektor als Refinanzierungsquelle und zweitens sind bereits enorme monetäre Mittel in die Finanzindustrie geflossen, so dass aus Sicht der Staaten der Fortbestand des Status quos als die günstigere Alternative erscheint.

Denkt man diese Ausführungen zu Ende, resultieren daraus zwei zentrale Risiken für die europäischen Finanzmärkte. Neben den legalen Risiken, die mit den unkonventionellen Maßnahmen der Länder bei der Restrukturierung ihres Bankensystems verbunden sind, wird angesichts des ausbleibenden Konsolidierungsdrucks ein ineffizientes Bankensystem künstlich am Leben gehalten. Ein effizientes Bankensystem ist allerdings eine unabdingbare Voraussetzung für eine effiziente Allokation von Kapital innerhalb der Eurozone, deren Bedeutung vor dem Hintergrund einer länger anhaltenden Wachstumsschwäche nicht unterschätzt werden darf.

Risiko 3: Regulierungsmaßnahmen & Staatsversagen

Wir haben der Frage nach den Effekten verstärkter Regulierungsbemühungen in Europa in den vergangenen Ausgaben dieser Publikation bereits viel Raum gegeben. Aber es zeichnet sich immer mehr ab, dass diese Maßnahmen letztlich die von uns befürchteten Effekte nach sich ziehen werden. Weiterhin im Mittelpunkt der Diskussionen steht die europäische Finanztransaktionssteuer, die Ende Januar von der Europäischen Kommission freigegeben wurde. Die Umsetzung soll bereits im Januar 2014 stattfinden. Elf Länder der Eurozone wollen sich daran beteiligen, wobei der sehr knapp bemessene Zeitplan (die Steuer erfordert ja die Abstimmung zwischen mindestens elf nationalen Steuerbehörden und der EU als supranationale Autorität) nur eine untergeordnete Rolle bei der Kritik derselben einnimmt. Der sehr lobenswerte und nachvollziehbare Gedanke, die Finanzindustrie an den Kosten von Finanzkrisen zu beteiligen, wird aufgrund verschiedener Effekte nur schwer erreichbar sein. Obwohl noch nicht alle Details fixiert sind, kann man bereits drei Problemfelder skizzieren.

- 1) **Umgehung:** Trotz langwieriger Bemühungen werden nur elf von 17 Euroländern teilnehmen. Die Steuergestaltung sieht hierbei vor, Ausweichhandlungen zu vermeiden, indem man Finanzinstrumente am Ort ihrer Entstehung/Lagerung besteuert. Dies erscheint bei Anleihen bereits schwierig umzusetzen zu sein, bei Derivaten ist es jedoch völlig unrealistisch. Man wird Umgehungstendenzen nicht vermeiden können, wobei dieser Punkt bereits bei den ersten Diskussionen in den 1970er Jahren als der entscheidende für die Effizienz der Steuer erkannt wurde. Nur durch eine umfassende Besteuerung kann das Steueraufkommen hoch gehalten werden, da es sonst unweigerlich zu Umgehungsmaßnahmen kommen wird. Diese notwendige Voraussetzung konnte bisher noch nicht erreicht werden.
- 2) **Steuersatzdivergenz:** Es macht durchaus Sinn, verschiedene Steuersätze einzuführen. Und zwar in dem Verhältnis, dass es zu keinerlei ökonomischer Bevorzugung gewisser Instrumente kommt. Physische Instrumente (wie Anleihen oder Aktien) mit 0,1 % zu besteuern, während man Derivate mit 0,01 % besteuert, erscheint jedoch völlig willkürlich. Man muss die Steuersätze so wählen, dass die vor- und nachsteuerliche relative Bewertung dieser Instrumente zueinander nicht verändert wird. Sonst kommt es eben zu immensen Allokationsverlagerungen hin zu steuerlich bevorzugten Instrumenten. Eine besondere Brisanz aus diesem



Instrument ergibt sich aus der simultanen Einführung von EMIR, also dem Übertrag aller OTC-Derivate auf Clearinghäuser. Einerseits sollen durch EMIR die Kosten des Derivatehandels erhöht werden, andererseits bevorzugt man eben diese Instrumente bei der Besteuerung.

- 3) **Abwälzung:** Es erscheint eher als politische Propaganda, dass die Steuer einen Beitrag des Finanzsektors erzwingen wird. Dieser wird die Steuer zumindest teilweise abwälzen auf solche Marktteilnehmer, die keinerlei Möglichkeit zur Steuervermeidung haben, bspw. Privatkunden. Dies ist ein Problem, das bei jeder Art der Besteuerung auftritt, nur in diesem Fall sehr augenscheinlich ist und durch potenzielle Ausnahmeregelungen (u. a. Market Maker) noch verstärkt wird. Die Banken werden ihre Produktpalette so anpassen, dass den Endkunden steueroptimierte Lösungen angeboten werden. Hierbei handelt es sich dann aber nicht um steueroptimierte Produkte aus Sicht der Kunden, sondern natürlich um solche aus Sicht der Banken.

Übrigens lassen sich diese drei Problemfelder aktuell wunderbar nachvollziehen bei der Betrachtung der italienischen Finanztransaktionssteuer (Start am 1. März 2013).

Das Risiko hierbei liegt eben wiederum in der Entstehung von Marktverwerfungen bedingt durch staatliche Eingriffe, die eine Auswirkung auf relative Preise innerhalb des Finanzmarktes haben, andererseits Marktteilnehmer nicht gleichbehandeln. Dadurch wird Marktsegmentation bedingt, die bspw. auch ein maßgeblicher Grund für die Existenz von Negativer Basis oder Fehlbewertungen der Kapitalstruktur darstellt.

Alle oben genannten Risiken bestehen seit Längerem und die entscheidende Frage ist, ob es Indikatoren gibt, die man nutzen kann, um frühzeitig Marktentwicklungen festzustellen, die Krisen auslösen können. Die Aussage, dass die Volatilitäten hoch bleiben werden, kann schwerlich widerlegt werden, beinhaltet allein betrachtet aber auch nur eine geringe praktische Relevanz. Deshalb machen wir im Folgenden einen kurzen Ausflug in die Methodologie von Krisen, um deren Ablauf aufzeigen zu können.

Die Methodologie der Krise

The same procedure as every year

Angesichts der mauen Verkaufszahlen hoffen wir auf Nachsicht von Seiten unserer Leserschaft, wenn wir etwas Eigenwerbung betreiben und auf ein Buch verweisen, in dem die Methodologie von Krisen anhand des Kreditmarktes aufgezeigt wird: Felsenheimer/Gisdakis, „Credit Crisis“, Wiley, 2008; S. 205 ff., an das sich die folgenden Ausführungen anlehnen.

Es mehren sich in den Finanzmarkt-Gazetten die Warnhinweise auf eine „Credit-Bubble“, wobei sich hier auch die Prominenz nicht lumpen lässt. Bill Gross hat in seinem Investment Outlook Februar 2013 von einer *Credit Supernova* gesprochen und kommt zu dem Schluss, dass wir uns in der letzten Phase eines „leverage-booms“ befinden, in dem immer mehr Verschuldung aufgebaut wird, die allerdings ohne real-ökonomische Wirkung bleibt. In derselben Publikation des Monats März wird ein Index vorgestellt, mit dem versucht wird, den von Greenspan geprägten Begriff der „irrationalen Übertreibung“ in Zahlen zu fassen, wobei PIMCO zu dem Schluss kommt, dass sich der Zustand der Finanzmärkte auf einer Skala von 1-10 in einem Stadium „6“ befindet, was den Grad der Übertreibung anbelangt. Des Weiteren hat Bernanke in der Fed-Sitzung Ende Februar explizit betont, dass die Fed überprüft, ob in gewissen Segmenten aufgrund der anhaltenden Niedrigzinspolitik das Risiko der Entstehung spekulativer Blasen besteht. Ein wahrlich ritterliches Vorhaben.

Nun liegt es aber in der Natur spekulativer Blasen, dass sie erst ex post als solche erkannt werden, also erst dann, wenn sie geplatzt sind. Ansonsten würden diese erst gar nicht entstehen. Allerdings ist es nicht einfach, Indikatoren zu finden, die es erlauben, gewisse Rückschlüsse



auf spekulative Übertreibungen abzuleiten. Der Verschuldungsgrad als solches hat relativ geringe Aussagekraft, da es viele andere Parameter gibt, die in diesem Zusammenhang eine Rolle spielen. Noch sehr viel schwieriger wird es, wenn man versucht, aus den gängigen Indikatoren ein Timing des möglichen Platzens der Blase abzulesen. Schaut man sich bspw. die Verschuldung Japans an, spricht der aktuelle Verschuldungsgrad für eine nahe stehende Staatspleite. Das tut er allerdings schon seit geraumer Zeit, weshalb neben der absoluten Verschuldung die Finanzierungsstruktur eine wichtige Rolle einnimmt. Es gibt Staaten und natürlich auch Unternehmen, die aufgrund ihrer Geschäftstätigkeit und der Art der Refinanzierung mit einem sehr viel höheren Verschuldungsgrad wirtschaften können und meist auch müssen als das bei anderen Wirtschaftssubjekten der Fall ist. Das heißt also, dass uns absolute Kennziffern hier nicht weiter helfen.

Genau deshalb plädieren wir für eine Betrachtung gewisser Preisrelationen und eben nicht der klassischen Bestands- oder Flussgrößen, die man u. a. in der klassischen Bilanzanalyse verwendet. Wohl wissend, dass der Kapitalmarkt nicht alle Finanzinstrumente in dem Sinne der klassischen Kapitalmarkttheorie „fair“ bewertet, so sehen wir die Preisbildung an den Kapitalmärkten als den einzig relevanten Parameter. Genau deshalb, weil hier ein monetärer Einsatz geleistet wird (unter der Annahme, dass sich hauptsächlich Gewinnmaximierer am Markt rumtreiben, was manchmal durchaus in Frage gestellt werden darf), dem man eben eine Gewinnabsicht unterstellen kann. Um auf das Beispiel Japans zurückzukommen: Eine Volkswirtschaft mit einem geringen Wachstum, quasi-deflationärer Tendenzen und einem hohen Verschuldungsgrad kann nur in einem Niedrigzinsumfeld existieren. Stiegen die Refinanzierungskosten in Japan um wenige Prozentpunkte, wäre der Staatsbankrott nicht mehr zu vermeiden. Also ist die japanische Situation nur dadurch zu erklären, dass günstige Refinanzierungsmöglichkeiten für ein wenig effizientes Staatskonstrukt eben deshalb bestehen, weil die Refinanzierung über den heimischen Finanzmarkt abgewickelt wird. Was uns letztlich zu der Schlussfolgerung veranlasst, dass eine Betrachtung einzelner Marktsegmente bei der Identifikation von spekulativen Blasen wenig Aussagekraft besitzt – allein die Relation von an den Märkten gebildeten Preisen erlaubt es, eine „bubble“ zu erkennen. Diese Betrachtungsweise werden wir nachfolgend diskutieren.

Zunächst ergibt sich allerdings ein weiteres Problem. Der Auslöser des Platzens einer spekulativen Blase ist meist noch schwerer zu prognostizieren als die Existenz derselben. Man denke zurück an 2007. Die globale CDO-Maschine war in vollem Gange, der „technical bid“ hat zu nie da gewesenen, extrem niedrigen Spread-Aufschlägen (iTraxx Main @ 18 bp) geführt und der amerikanische Häusermarkt (der seit Jahren als überbewertet betrachtet wurde) hat sich noch keine Blöße gegeben. Und trotzdem kam der erste Warnhinweis nicht von fundamentalen Daten, sondern von den Kapitalmärkten. Im Juni 2007 mussten zwei Credit-Opportunity Hedge Fonds abgewickelt werden, die mit extremem Leverage gearbeitet und deshalb auf kleinste Spread-Bewegungen sehr sensibel reagiert hatten. In kurzen Abständen kam es dann zu den Problemen im Bankensektor (u. a. IKB und HRE) und einer allgemeinen Ausweitung der Risikoprämien. Eine Betrachtung der Aktienmärkte hat hierbei ein völlig anderes Bild gezeichnet. Der DAX hat Anfang 2008 noch ein neues Allzeithoch erreicht, während auf der Credit-Seite bereits desaströse Entwicklungen eingesetzt hatten. Nachdem die Krise ausgebrochen war, gab es eine Vielzahl von Akteuren, die das vorhergesehen haben – aber zumindest hat sich niemand erdreistet, den Auslöser als solches prognostiziert zu haben. Bevor wir uns der Frage zuwenden, welche Indikatoren hilfreich sein können, lässt sich aus den Erkenntnissen der letzten Jahre allerdings eine neue Natur von Finanzkrisen ableiten. Angesichts der sehr weit fortgeschrittenen Integration der Finanzmärkte gibt es keine regional oder segmental begrenzten Krisen. Es ist unvermeidbar, dass es zu



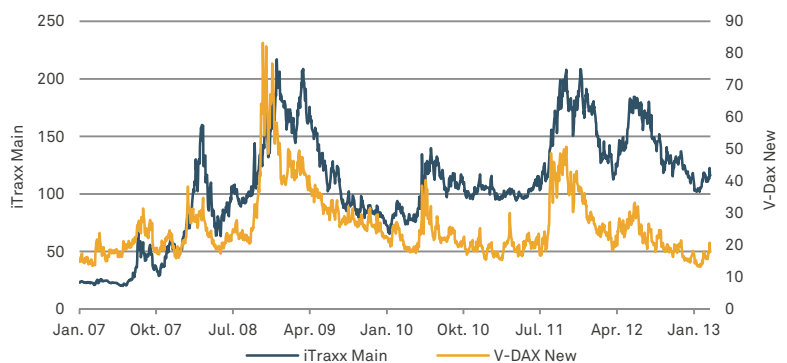
Übertragungseffekten kommt. Die Erstrundeneffekte einer Krise (bspw. direkte Verluste aus Subprime-Investments) sind im Vergleich zu den Folgekosten als gering einzuschätzen. Zweitrundeneffekte, welche die Auswirkung auf andere Marktsegmente beschreiben, führen zu weitaus höheren Kosten, wie beispielsweise der Zusammenbruch des Interbankenmarktes als Reaktion auf den Zusammenbruch des strukturierten Kreditmarktes in 2008. Die am höchsten einzuschätzenden Kosten beinhalten jedoch Drittrundeneffekte, mit denen gemeinhin die realwirtschaftlichen Auswirkungen (v. a. negative Wachstumsimpulse) beschrieben werden. Wendet man diese Methodologie bei der Betrachtung der Krise Griechenlands an, kommt man exakt zu denselben Schlüssen. Die Kosten der direkten Verluste von Investoren griechischer Anleihen waren weitaus geringer als diejenigen, die durch die von Griechenland verursachte Ansteckung der Peripherieländer ausgelösten Kosten, während der Wachstumseinbruch in Europa wiederum zu weitaus höheren Verlusten führt. Wenden wir uns nun der Frage zu, welche Indikatoren Aufschluss geben können über den Zustand der Märkte und der Frage, wann (und eben nicht ob) eine spekulative Blase platzen kann.

Relative Betrachtung der Finanzmärkte

Eine aufschlussreiche Perspektive

Die Risikowahrnehmung verschiedener Marktteilnehmer lässt sich nicht aus den Risikoprämien in einzelnen Marktsegmenten ablesen. Vereinfacht ausgedrückt, dominieren Optimisten die Aktienmärkte, während Pessimisten auf den Kreditmärkten agieren. Das liegt jedoch in der Natur der Sache – Aktienmärkte offerieren unbegrenzte Gewinnchancen, während Credit-Investoren im besten Fall die Rückzahlung des eingegangenen Engagements erwarten dürfen. Deshalb kommt es gerade in Phasen, in denen Extremsituationen wahrscheinlicher werden, zu einer Entkopplung zwischen den Aktien- und Kreditmärkten. Diese Entkopplung wird in der folgenden Abbildung durch das Auseinanderdriften von Credit-Spreads und impliziten Volatilitäten am Aktienmarkt verdeutlicht. Aktuell preisen die europäischen Kreditmärkte auf den ersten Blick weitaus höhere Risikoprämien ein als die Aktienmärkte.

Aktienvola vs. Credit-Spreads:
unterschiedliche Risikoprämien eingepreist
Quelle: Bloomberg



Es stellt sich hierbei die Frage, wie man die relative Bewertung zwischen Aktien- und Kreditmärkten am effizientesten misst. Diese Fragestellung ist uns einen kurzen Exkurs wert.

Exkurs: "Das Equity-Debt-Miracle"

Ohne wieder einmal zu ausgiebig die initiale Idee Mertons in Anspruch zu nehmen, ist es völlig klar, dass in beiden Marktsegmenten die Preisfindung von Risikoprämien im Mittelpunkt steht. Es ist einleuchtend, dass Aktien- und Kreditmärkte in einer Relation zueinander handeln – die Frage stellt sich aber, wie man diese Relation am besten misst. Hierbei ist der Vergleich zwischen Aktienkursen und Credit-Spreads eine wenig aussagekräftige Indikation und vielmehr der fundamentalen Situationen geschuldet. Wir haben in der jüngeren Vergangenheit Situation betrachtet, in denen Aktienmärkte nahe den historischen Hochs gehandelt haben, während die Kreditmärkte krisenähnliche Risikoauflösung impliziert haben. Gerade in 2008 und 2010 haben die



Kreditmärkte einen vorlaufenden Charakter gegenüber Aktienmärkten aufgewiesen. Das liegt natürlich daran, dass die Kreditmärkte „Tail-Event-Risiken“ einpreisen, während die Aktionäre angesichts der weit verbreiteten Annahme von normalverteilten Renditen Risikoprämien eher statisch betrachten.

Es bietet sich also an, die implizite Risikoeinstellung an den Aktienmärkten mit Credit-Spreads zu vergleichen, also das Verhältnis von Volatilitäten an den Aktienmärkten zu Spreads (siehe obige Abbildung). Darüber hinaus stellt sich die Frage, welche Volatilitäten die höchste Korrelation zu den Kreditmärkten aufweisen und hierbei kommt man schnell zu dem Schluss, dass „at the money vola“ eine eher statistisch relevante Rolle spielt, während die implizite Volatilität in „out of the money“ Optionen sehr viel mehr dem Charakter von Credit-Investments entspricht. Hier finden sich eben auch die höchsten Korrelationen, da Kreditrisiko charakterlich dem Verkauf eines „far out of the money“ Puts gleicht. Das Risiko, dass eine Aktie 90 % ihres Wertes verliert, spiegelt das Risiko einer Insolvenz der zugrunde liegenden Entität wieder – und genau das macht auch der Credit-Spread.

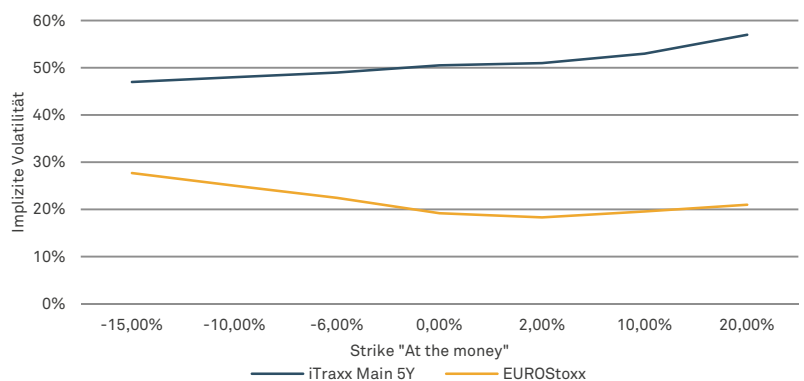
Es lässt sich eine noch höhere Korrelation feststellen, wenn man die Verteilung von impliziten Volatilitäten über verschiedene Strike-Niveaus als Kurve darstellt – den „Option Smile“. Die Steilheit des Option-Smiles, also die Differenz impliziter Volatilitäten zwischen „at-“ und „out of the money“ Optionen korreliert enorm stark mit Credit-Spreads, bzw. sollten sie das tun, da sie exakt dasselbe Risiko widerspiegeln. Uns geht es also weniger darum, in Frage zu stellen, wie verschiedene Marktsegmente Risiken einpreisen, sondern nur darum, anhand welcher Betrachtungsweise man die Risikoeinstellung der Investoren in diesen Marktsegmenten am effizientesten ablesen kann.

Option-Smiles liefern deshalb den unserer Ansicht nach aufschlussreichsten Blick auf die Relation zwischen den Aktien- und Kreditmärkten.

In nachfolgender Abbildung wird nun genau der im Exkurs abgeleitete Zusammenhang zwischen den Aktien- und Kreditmärkten deutlich gemacht. Wobei wir uns diesmal einer kleinen Modifikation bedienen, die unsere Argumentation der Entkopplung weiter aufzeigt. Wir vergleichen nämlich den Option-Smile zwischen impliziten Volatilitäten des EuroStoxx mit impliziten Volatilitäten des iTraxx Main Spread Index. Man muss hier berücksichtigen, dass ein Anstieg des Spreads das Risiko darstellt, also Hedging auf der „rechten“ Seite stattfindet! Genau andersrum als bei Aktienmärkten.

Bitte lächeln: Der Option-Smile im Aktien- und Kreditmarkt*

Quelle: Bloomberg
*Fälligkeit 3 Monate



In dieser Abbildung haben wir die Option-Smiles des iTraxx Main und des EuroStoxx aufgezeichnet. Hierbei zeigt sich offensichtlich die Risikoaversion in einem Anstieg der impliziten Volatilitäten je weiter die Optionen aus dem Geld liegen (beide Indices sind aus Gründen der Vergleichbarkeit relativ gestrikt) und das in beiden Märkten gleichermaßen. Es wird also aktuell viele Investoren geben, die Absicherung



gegenüber einer Spreadausweitung sowie einem stärkeren Rückgang der Aktienmärkte suchen. Das ist nun nichts außergewöhnliches. Interessant ist eher die Steigung und das Niveau der Kurven. Die implizite Volatilität im Kreditmarkt handelt tendenziell höher. Das höhere Niveau lässt sich dadurch erklären, dass der Spread ja schon die „erste Ableitung“ des Anleihenrisikos darstellt!

Die Tatsache, dass sehr viele Aktieninvestoren nach Tail-Event-Hedges suchen, spiegelt sich in der Steilheit des Option-Smiles wider – das sieht man vor allem wenn man noch weiter aus dem Geld geht. Der relativ flache Option-Smile im Kreditmarkt hingegen lässt sich dadurch erklären, dass die Kreditmärkte nach wie vor auf Krisenmodus und weit entfernt von ihren engsten Niveaus handeln. Der iTraxx Main handelt derzeit bei ca. 115 bp, während das Allzeithoch bei 220 bp gehandelt hat. Die europäischen Aktienmärkte sind hier durchweg optimistischer. Das gilt auch, wenn man diesen Vergleich auf Länderebene betrachtet.

Unser Argument hierbei ist, dass sich die Kreditmärkte in den letzten Krisen als die verlässlicheren Indikatoren erwiesen haben. Die Credit-Spreads handelten schon Anfang 2008 weit weg von ihren Allzeittiefs, während die Aktienmärkte neue historische Niveaus erreicht haben. Genau dieses Muster erwarten wir auch in den nächsten Monaten. Die logische Konsequenz aus dieser Entkopplung ist eine Konvergenz. Wir erwarten eine Anpassung der Aktien- an die Kreditmärkte und nicht vice versa.

Ausblick Das Beste liegt hinter uns

Die Entwicklungen der letzten Wochen haben die Fragilität der Finanzmärkte deutlich aufgezeigt. Kurzfristig wird die politische Situation in Europa das dominierende Thema bleiben, mittelfristig erwarten wir eine durchaus schärfere Reaktion des Marktes in Antizipation der sehr fragilen Konstellation an den Märkten. Wir gehen nicht davon aus, dass sich dieselben Muster wie während der Jahre 2007 bis 2009 ergeben, sondern vielmehr eine Situation, in der man die Krise latent ignoriert. Niveaus von 150 bp im iTraxx Main werden nicht als Krise wahrgenommen – vielmehr wird sich diese verhüllen im Deckmantel niedriger Zinsen, stagnierenden Wachstumsraten auf niedrigem Niveau und deflationärer Tendenzen. Wir würden uns nicht wundern, wenn sich die Kreditmärkte auf einem etwas höherem Niveau in der zweiten Hälfte des Jahres befinden (iTraxx Main @ 150 bp), während die größten Rückschlagsgefahren unserer Ansicht nach im HY- und Aktienmarkt bestehen. Der Rausch ist zu Ende, und das im Bertolt Brecht'schen Sinne: „*Das gegen ihn gespritzte Gift verwandelt der Kapitalismus sogleich und laufend in Rauschgift und genießt dieses.*“

Forecast-Tabelle

	3M	6M	9M	12M
Credit				
IG Cash	+/-	o	o	o/-
IG CDS	o	o/-	-	-
HY Cash	o	o	o/-	-
HY CDS	o/-	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	-	-	--

++	= "It must be love" (Madness)
+	= "Ace of Spades" (Motörhead)
o	= "I Don't Care" (Ramones)
-	= "This party sucks" (The Slickee Boys)
--	= "Straight to Hell" (The Clash)

*Fredl Fesl. Da es sich zugegebenermaßen um einen Dialekt handelt, der nicht von allen Lesern auf Anhieb verstanden wird, versuchen wir uns nachfolgend in einer freien Übersetzung: „Ich hab unlängst einen Mann gesehen / der ist in einem Graben gelegen / Ich frag, was fehlt / da sagt der Mann / mir hat man einen Rausch ins Bier getan“. Im Original reimt sich das.



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