

03 APRIL 2013

#4

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

Freunde*

>>Freunde, ich hab' Freunde
die lassen mich niemals allein
Freunde, ich hab' Freunde
ich werde niemals einsam sein.<<

FREUNDE*

Die europäischen Hilfsmaßnahmen in Bezug auf Zypern haben erneut gezeigt, dass die Eurozone keine Gemeinschaft aus Freunden darstellt – sondern die Rettungsmechanismen vielmehr das Ergebnis von kurzfristig orientierten Einzelinteressen sind. Die Idee, Sparer an den Kosten zu beteiligen, ist populistisch nachvollziehbar, aber ökonomisch betrachtet sinnbefreit. In diesem Zusammenhang werden wir in diesem Newsletter das Thema der Freundschaft zwischen Staaten diskutieren (Logik des kollektiven Handelns) und der Frage nachgehen, ob Freundschaft einem engeren Ordnungsrahmen bedarf oder doch liberaler organisiert werden sollte. Das geschieht anhand von zehn Punkten, die wir für die essenzielle Erkenntnis der letzten Wochen bzw. für die existenziellen Fragen in der Zukunft halten. In aller Freundschaft verbleiben wir optimistisch der europäischen Idee verbunden, wohl aber realistisch den zu erwartenden Anpassungsprozessen an den Finanzmärkten eingestellt.

PUNKT #1 15,8 Milliarden Euro – viel Rauch um Nichts? *Quelle: Eurostat, Wikipedia, EU*

Das im März von den Finanzministern der Eurozone beschlossene Rettungspaket beläuft sich auf 10 Mrd. Euro, wobei im Gegenzug die Kunden der zyprischen Banken mit 5,8 Mrd. Euro an den gesamten Kosten beteiligt werden sollen. Ordnet man diese Zahlen in einen europäischen Kontext ein, wird deren Überschaubarkeit deutlich. Das BIP der gesamten Eurozone beläuft sich nach Schätzungen in 2013 auf über 9.650 Mrd. Euro, Zypern trägt hierzu etwas mehr als 0,2 % bei. Die Staatsausgabenquote beträgt knapp 50 % und die gesamte Staatsverschuldung in Prozent des BIP beläuft sich auf fast 95 %. Die Auszahlungen im Zuge des ersten Rettungspakets für Griechenland (Mai 2010 bis Dezember 2011) erreichten ein gesamtes Volumen von 73 Mrd. Euro (Euro-Gruppe und IWF), das zweite (März 2012 bis Ende 2013) wird sich nach vorläufigen Schätzungen auf knapp 137 Mrd. Euro belaufen. Irland wurde (zusätzlich zu den Stützungsaktionen der EZB) bisher mit 85 Mrd. Euro unterstützt, Portugal mit ca. 78 Mrd. Euro, während die Eurogruppe den spanischen Banken in 2012 einen Maximalbetrag von 100 Mrd. Euro zugesagt hat. Die Strukturfonds der EU (zur Umsetzung regionalpolitischer Maßnahmen) beliefen sich von 2000 bis 2006 auf 195 Mrd. Euro und von 2007 bis 2013 auf mehr als 308 Mrd. Euro. Allein die Heranführungshilfen (zur Förderung von Reformen der Beitrittskandidaten) umfasst ein Volumen von mehr als 5,7 Mrd. Euro in den Jahren 2007 bis 2010, also ziemlich genau den Betrag, den zyprische Bankkunden bei der Rettung Zyperns leisten sollen. Betrachtet man die Höhe dieser Hilfszahlungen im Kontext des gesamten Haushalts der Eurozone und deren Wirtschaftsleistung, dann wird deutlich, dass die Belastungen durch die Krise Zyperns überschaubar sind und es keine ökonomische Notwendigkeit gibt, den Privatsektor in irgendeiner Weise an den Krisenkosten zu beteiligen. Folglich sind es politische Überlegungen, welche die Strukturierung des zyprischen Bailout-Pakets dominieren. Aus politischer Sicht ist es vollkommen nachvollziehbar, dass vor dem Hintergrund der speziellen Situation Zyperns (v. a. die Rolle des zyprischen Bankensystems für Russland) eine Beteiligung derjenigen, die am meisten von der Existenz und der wenig kompetitiven Ausgestaltung des dortigen Bankensystems profitiert haben, einzufordern. Vor allem vor dem Hintergrund der aktuellen Nachrichtenlage (politisch motivierte Kreditvergabe bis hin zum Schuldenerlass von Politikern) erscheint es politisch nicht vermittelbar, die Rettung



des Bankensystems Zyperns allein durch europäische Steuerzahler umzusetzen. Es stellt sich einzig und allein die Frage, ob durch die Beteiligung von Bankkunden letztlich nicht mehr Kosten entstehen, als das der Fall gewesen wäre, wenn die gesamten Bailout-Kosten von supranationalen Institutionen getragen worden wären, da die Beteiligung des Privatsektors eben keine ökonomische Notwendigkeit dargestellt hat. Hierauf werden wir im Folgenden noch genauer eingehen (siehe Punkt #5).

PUNKT #2
Griechenland war einmalig, Zypern auch.
Was wird noch alles einmalig sein?

Mal abgesehen von den etwas unglücklichen Äußerungen des Euro-Gruppenchefs Dijsselbloem, die in der aktuellen Situation wenig hilfreich waren, geht es im Kern genau darum, dass es in Europa keinen funktionierenden Rettungsmechanismus gibt. Somit stellt jede Rettungssituation die Eurozone vor das Problem, idiosynkratisch entscheiden zu müssen mit allen damit verbundenen Nachteilen, wie bspw. eine extrem hohe Unsicherheit an den Finanzmärkten durch widersprüchliche Aussagen und politisch motivierte Verhandlungen, die erst kurz vor selbst gesetzten Fristen zu wenig effizienten Lösungen führen. Die Beteiligung von Bankkunden (durch Umwandlung in Aktien, direkten Kapitalverlusten und zurückgehaltenen Guthaben) in Kombination mit Kapitalkontrollen (die jeglichem Mobilitätsgedanken innerhalb der Eurozone widersprechen) ist vollkommen auf die zypriotische Situation abgestimmt und sollte schon deshalb ohne Frage ein einmaliges Ereignis in der Eurozone darstellen. Das Problem besteht allerdings darin, dass es bereits in Griechenland diese Maßnahmen in modifizierter Form gegeben hat und sich die europäische Politik deshalb im Ergebnis (nämlich der Beteiligung von Privatinvestoren an den Rettungskosten) schwer tut, von Einmaligkeit zu sprechen.

Die Aussage, dass das griechische PSI ein einmaliges Ereignis darstellt (u. a. getätigt von W. Schäuble und J.-C. Juncker) kann man also in der engen Definition nicht als Falschaussage entlarven, jedoch wird bei der Betrachtung der zypriotischen Schuldenstruktur ziemlich deutlich, dass eine PSI-ähnliche Restrukturierungsmaßnahme im Falle Zyperns zu keinerlei Entlastung der Situation beigetragen hätte. Das liegt einfach daran, dass zypriotische Staatsanleihen entweder nach englischem Recht begeben wurden (und damit das Parlament nicht per Gesetz deren Entwertung beschließen kann) bzw. diese in den Händen der zypriotischen Banken liegen (die ja offensichtlich wenig zur Tragfähigkeit der Bailout-Kosten beisteuern können). Es ist aus Sicht der Investoren doch vollkommen egal, durch welche „einmalige“ Maßnahme sie an den Rettungskosten beteiligt werden. Ob das im Zuge eines PSI (Griechenland) oder einer direkten Beteiligung von Bankguthaben umgesetzt wird, ändert nichts daran, dass ein persistenter Vertrauensverlust (in Kombination mit einer potenziellen Rechtsverletzung wie in Griechenland) auf Seiten der Investoren einsetzt. Aus Sicht nicht-europäischer Investoren stellt die Eurozone eine homogene Jurisdiktion dar – ein Vertrauensverlust betrifft also nicht nur die Krisenländer direkt, sondern eben alle Mitgliedsstaaten.

PUNKT #3
Schnell entschlossen, kurz gedacht

Wir kennen die Struktur der Einlagen der zypriotischen Banken nicht, es ergeben sich aber auf den ersten Blick durchaus gewisse Fragestellungen, welche zumindest den Aspekt der Gerechtigkeit der Lastenverteilung betreffen. Die Beteiligung an gewisse Mindestgrenzen zu koppeln und die Guthaben bei verschiedenen Banken unterschiedlich zu handhaben, ist hierbei vor dem Hintergrund der Stabilität des europäischen Bankenmarktes durchaus nachvollziehbar. Bei der Frage, welche Guthaben wie belastet werden, ist die Antwort weniger offensichtlich.

Die Beteiligung von Einlagen/Guthaben kann nur umgesetzt werden, wenn diese einen direkten Charakter aufweisen. Hält also ein Kunde mehr als 100.000 Euro an Sparguthaben (die in den letzten Jahren ja



auch überdurchschnittlich verzinst wurden), wird er direkt an den Rettungskosten beteiligt, während ein Kunde, der bspw. über dieselbe Bank in einen Geldmarktfonds (eines anderen Anbieters) investiert hat, nicht beteiligt werden kann. Hier kann man argumentieren, dass im Falle einer Insolvenz der Bank ja genau dieser Effekt eintritt, also nur direkte Guthaben/Einlagen betroffen sind, während bspw. Fonds etc. Sondervermögen darstellen, auf welches die jeweilige Bank keinerlei Zugriff besitzt.

Es erscheint aber zumindest fraglich, ob der Gedanke des „moralischen pari passu“, also der Gleichbehandlung aller Bankkunden, Rechnung getragen werden kann. Vor allem muss man sich überlegen, ob es eine Verrechnung unterschiedlicher in Anspruch genomener Dienstleistungen der jeweiligen Bank geben sollte. Man stelle sich vor, ein Bankkunde hat mehrere Konten bei derselben Bank, inkl. verschiedener Kredite etc. In diesem Fall profitiert der Kunde in seiner Rolle als Schuldner gegenüber der Bank, während er als Gläubiger einen Nachteil hat. Die praktische Umsetzung der Beteiligung von Bankkunden erscheint zumindest keinem trivialen Mechanismus zu folgen, sondern man läuft auch hier Gefahr, rechtsstaatliche Prinzipien zu verletzen.

Ein weiteres potenzielles Problem erwächst bei der Gleichbehandlung unterschiedlicher Kunden, v. a. bei der Abgrenzung zwischen Privat- und Firmenkunden. Eine Beteiligung Letzterer (die sich zyprischer Banken zur Abwicklung des Zahlungsverkehrs bedient haben) kann verheerende ökonomische Wirkungen entfalten. Es bleibt somit sehr fraglich, ob das zyprische Bankensystem nach dieser „einmaligen“ Maßnahme wieder funktionsfähig wird oder ob der aufgetretene Vertrauensverlust nachhaltige realwirtschaftliche Kosten nach sich zieht. Dies erscheint zumindest sehr wahrscheinlich.

PUNKT #4 Malta, Slowenien oder sogar Luxemburg – wer ist der Nächste?

Die ersten beiden Kreditereignisse (im CDS-Markt) in Europa in 2013 haben mit SNS Bank und der Irish Banking Resolution Corp (IBRC, ehemals Anglo Irish Bank) europäische Banken betroffen. Der anhaltende Rückgang der Immobilienpreise in den meisten spanischen Regionen wird eine langfristige Belastung für das dortige Bankensystem darstellen, während weiterhin einige Institute in Portugal und Italien potenzielle Kapitallücken aufweisen, was im Falle einer länger anhaltenden Stagnation vor allem in Südeuropa verschärft wird. Das europäische Bankensystem steht also auch in Zukunft vor großen Herausforderungen, weshalb die Gefahr potenzieller Übertragungseffekte hoch bleiben wird. Gleich im Anschluss an die Ereignisse in Zypern standen Slowenien und Malta im Zentrum dieser Diskussionen, wobei sogar vor Luxemburg nicht Halt gemacht wurde. In der folgenden Abbildung sieht man die Bewegung am CDS-Markt als dramatische Reaktion auf potenzielle Übertragungseffekte. 5Y CDS auf Slowenien referenzierend sind innerhalb einer Woche um 120 bp auf 370 bp angestiegen, was eine Ausfallwahrscheinlichkeit von 25 % impliziert.

Das Land (seit 2007 Euro-Mitglied) hat denselben Werdegang wie auch die Peripherieländer hinter sich. Die Einführung des Euros und damit günstige Refinanzierungskosten haben einen Bauboom ausgelöst, während die Banken unter hohen Kreditausfällen im Zuge der anhaltenden Rezession leiden. Dies hat bereits zu einem dramatischen Anstieg der Staatsverschuldung geführt, auch wenn diese noch weit hinter denen der südeuropäischen Länder (und auch unter dem EU-Durchschnitt) bei knapp 50 % (2012) liegt.



Slowenien CDS 1/5/10Y

Quelle: Bloomberg



Nun kann man den Kapitalmarktteilnehmern nicht immer rationales Handeln unterstellen – und genau darin liegt die Gefahr für den europäischen Bankensektor. Es wäre sicher zu kurz gegriffen, allein die Bilanzsummen der inländischen Banken ins Verhältnis zur Wirtschaftsleistung des jeweiligen Landes zu setzen, um die Fragilität einer Volkswirtschaft gegenüber Banken Krisen zu beschreiben. Natürlich hängt dies stark von den jeweiligen Geschäftsmodellen der Banken ab. Vor diesem Hintergrund erscheint die Problematik bspw. Luxemburgs (Bilanzsumme Banken/BIP = 22) viel geringer zu sein als das in anderen europäischen Ländern der Fall ist (Zypern = 7, Malta = 8). Aber der oben beschriebene Vertrauensverlust ausländischer Investoren angesichts der bereits etablierten Beteiligung des Privatsektors an den Kosten von Bankenrettungen kann eben auch dazu führen, dass Bankensysteme mit einem eigentlich stabilen Geschäftsmodell unter Druck geraten. Die potenziellen Kosten hierfür werden im nächsten Punkt besprochen.

PUNKT #5 Warum die Zypern-Rettung viel teurer wird als gedacht

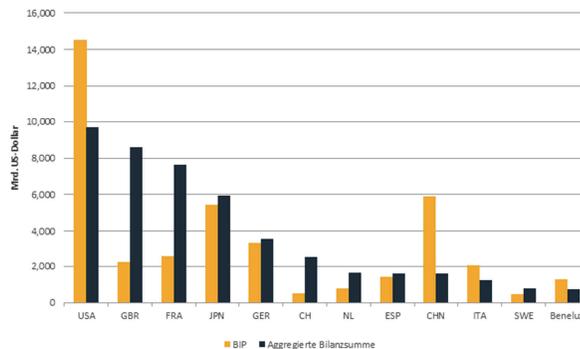
Wie oben bereits ausgeführt, belaufen sich die Kosten des (ersten?) Rettungspakets für Zypern insgesamt auf knapp 16 Mrd. Euro, wovon fast 6 Mrd. Euro durch die Beteiligung von Bankeinlagen gedeckt werden sollen. Diesem Beitrag müssen nun potenzielle Kosten aus Zweitrundeneffekten gegengerechnet werden. Hierbei stehen vor allem zwei zentrale Risiken im Mittelpunkt, die steigende Fragilität des europäischen Bankensystems als Folge der zunehmenden Unsicherheit bezüglich zukünftiger Rettungspakete und die steigenden Refinanzierungskosten der europäischen Staaten.

1. Fragilität des europäischen Bankensystems

Ein zentrales Problem in Europa besteht in der engen Vernetzung der Bankensysteme aller Mitgliedsländer und vor allem in der immensen Bedeutung der Bankensysteme für die einzelnen Volkswirtschaften und damit für die Eurozone als Ganzes. In der folgenden Abbildung sind die Bilanzsummen der systemrelevanten Banken im Verhältnis zum BIP einzelner Länder aufgezeigt, wodurch sich die Problematik der Untrennbarkeit zwischen Banken- und Staatenkrisen zeigt.

Banken-Bilanzsumme im Verhältnis zum BIP

Quelle: IMF





Mit Ausnahme der Rettung Griechenlands haben alle bisherigen Rettungspakete (Irland, Portugal, Spanien) eines gemeinsam: Sie haben zu einer noch engeren Vernetzung zwischen den Staaten und Banken geführt. Die europäischen Länder benötigen die Bankensysteme, um ihre Staatsverschuldung zu refinanzieren (bspw. umgesetzt durch steigende Liquiditätsanforderungen), während die bereits beschlossenen regulatorischen Änderungen und Markteingriffe die Bedeutung von Staatsanleihen im Finanzmarkt weiter zunehmen lassen werden (z. B. durch die Collateral-Anforderungen vor dem Hintergrund der Umsetzung von EMIR).

Genau vor diesem Hintergrund kommt der Stabilität des europäischen Bankensystems eine noch größere Bedeutung zu. Das wiederum lässt die Vorgehensweise in Zypern als wenig sinnvoll erscheinen. Durch die Beteiligung von Sparguthaben/Einlagen muss man von einem höheren zukünftigen Risiko von Banken-Runs ausgehen, da bei zukünftigen Banken Krisen damit gerechnet werden muss, dass Bankkunden schneller und vehementer ihre Einlagen bei Banken, die potenziell in den Rettungsmodus kommen, abziehen werden. Der Zypern-Mechanismus hat also als logische Folge, dass die europäischen Bankensysteme fragiler werden. Die oben angesprochenen Abwicklungen der SNS Bank und der IBRC zeigen, dass die Aufarbeitung von Banken Krisen Jahre in Anspruch nimmt und die Annahme, dass keine weiteren Banken in eine ähnliche Situation geraten, deshalb wenig realistisch erscheint. Spanien und Slowenien stellen hierbei keine Einzelfälle dar, auch wenn hier aktuell die größten Risiken anzutreffen sind. Jede Bank in Europa, die in Zukunft an den Märkten als potenzieller Rettungskandidat gehandelt wird, muss damit rechnen, dass ein die Situation verschlimmernder Kapitalabzug der Kunden sehr viel schneller einsetzt als das vor der Causa Zypern der Fall war.

2. Refinanzierungskosten der Euro-Länder

Ein aus unserer Sicht sehr zentrales (wenn auch weithin ignoriertes) Problem der Eurozone stellen die enormen Refinanzierungsherausforderungen der nächsten Jahre (Jahrzehnte) dar. Vor dem Hintergrund der Rekordverschuldung der Eurozone kann nicht davon ausgegangen werden, dass diese Refinanzierungsvolumina innerhalb Europas gestemmt werden können. Man wird folglich sehr viel mehr auf externe Investoren angewiesen sein. Genau deshalb sollten alle Aktionen, die ausländische Investoren abschrecken könnten, vermieden werden, da sie unweigerlich die Refinanzierungskosten der Länder angesichts steigender Renditeforderungen dieser Investoren ansteigen lassen. Nach dem Griechenland-PSI stellt die Rettung Zyperns innerhalb eines Jahres zum zweiten Mal die rechtliche Stellung von Privatkunden/Investoren in europäischen Staaten in Frage.

Eine kurze Rechnung zeigt die immensen potenziellen Kosten, die auf Europa im Falle steigender Risikoprämien zukommen. Die gesamte Staatsverschuldung in der Eurozone beläuft sich auf knapp 10.000 Mrd. Euro, die auch unter der optimistischen Annahme keines weiteren Schuldenaufbaus refinanziert werden müssen. Ein Anstieg der Risikoprämie um 10 bp führt also bei einer einmaligen Refinanzierung der Staatsschulden zu Mehrkosten in Höhe von 10 Mrd. Euro (unabhängig von deren Fälligkeitenstruktur). Diese zugegebenermaßen sehr vereinfachte Darstellung zeigt zumindest deutlich auf, dass potenziell steigende Refinanzierungskosten sehr schnell zu einer immensen Kostenbelastung führen können, die möglicherweise einzelne Facetten von Rettungspaketen als wenig effizient erscheinen lassen. Letztlich müssen sich alle Rettungsmechanismen in ihrer ökonomischen Effizienz daran messen lassen, welchen Nutzen und welche Kosten (inklusive negativer Übertragungseffekte) sie generieren. Unter dieser Betrachtung mag man einige Zweifel an der Effizienz des Zypern-Pakets haben.



PUNKT #6
Die Idee des kollektiv rationalen Handelns in der Eurozone

Wir haben an dieser Stelle bereits mehrfach auf die Problematik individueller versus kollektiver Rationalität hingewiesen, aber aus gegebenem Anlass scheint eine Wiederholung zweckmäßig. Wir verweisen im Folgenden auf Mancur Olson, auf den die Logik des kollektiven Handelns (1965) zurückgeht und der unter anderem das berühmte Problem des Trittbrettfahrens in Gesellschaften beschrieben hat. Genau das spielt in der Eurozone eine herausragende Rolle.

Im Prinzip geht es darum, dass trotz rationalen Verhaltens aller Mitglieder einer Gemeinschaft die Bereitstellung von Kollektivgütern zu Problemen führen kann. Die Gemeinschaft, in der es in dieser Abhandlung geht, ist offensichtlich die Eurozone. Bei Kollektivgütern handelt es sich um Güter, in der die Nutzung durch die Mitglieder begrenzt werden kann. Es gibt hierbei solche mit Zugangsbeschränkungen (nur für Mitglieder) und solche ohne (für alle zugänglich). Auf die Eurozone trifft Ersteres zu.

Die Eurozone ist also ein Club, der seine Mitglieder selbst aussucht und diesen dann wiederum Güter zur Verfügung stellt, deren Nutzung keiner Beschränkung unterliegen. Eines dieser Güter ist der freie Kapitalverkehr und die Nutzung des europäischen Geldsystems. Hierbei stellt sich das Problem, dass einzelne Mitglieder individuell rational, aber eben nicht im Sinne der Gruppe handeln, da sie nur einen geringen Beitrag zu zahlen haben, die Nutzung aber exzessive Ausmaße annehmen kann. Das offensichtlichste Beispiel hierfür zeigt sich in den bereits ausführlich diskutierten Target-II-Salden. Die potenziellen Kosten aus der Übernutzung des Target-II-Systems werden (wir folgen hierbei nicht dem Sinn'schen Anarchiegedanken des Systemzusammenbruchs) über alle Mitgliedsländer nach Beiträgen verteilt, wobei der Nutzen vor allem für (die kleineren) Krisenländer enorm ist, was zwangsläufig in der Entstehung sehr hoher Netto-Verbindlichkeiten und -forderungen innerhalb des Target-II-Systems mündet. Das entspricht dem klassischen Trittbrettfahrer-Verhalten.

Im übertragenen Sinne kann man diesen Gedanken ebenso auf die Entwicklung der heimischen Bankensysteme übertragen. Es macht individuell für die südlichen Länder der Eurozone Sinn, ein überdimensioniertes Bankensystem zur Generierung eines wirtschaftlichen Aufschwungs aufzubauen. Kollektiv rational ist diese Handlung allerdings nicht, da die Kosten im Rettungsfall von allen getragen werden müssen. Genau vor diesem Hintergrund müssen jedoch auch alle Hilfsmaßnahmen betrachtet werden. Auch wenn die Kosten auf den ersten Blick nun vermehrt von den Kunden einzelner Banken getragen werden sollen, fällt das Gros der anfallenden Kosten (angesichts negativer Übertragungseffekte) auf die Allgemeinheit zurück. Vor diesem Hintergrund darf die Paretooptimalität kollektiver, staatlicher Entscheidungen durchaus in Zweifel gezogen werden. Die Frage nach einem Ausweg aus der unendlichen Geschichte der Rettungspakete stellt sich also umso deutlicher, was uns zur Diskussion über die richtige Reihenfolge der Integration innerhalb einer Währungsunion bringt.

PUNKT #7
Die Rache der Königsweg-Afficionados:
Warum kein Weg an einer tieferen politischen Union vorbeiführt

Ein kurzer Rückblick auf die Entstehungsgeschichte der Währungsunion zeigt, dass die Befürworter des Königswegs (erst politische Union, dann Währungsunion) ex post Bestätigung finden. Die unterschiedlichen politischen Mechanismen zwischen den Mitgliedsländern der Eurozone stehen pragmatischen Lösungen im Wege. Der Mechanismus der Verabschiedung von Hilfspaketen scheint bereits einen persistenten Charakter anzunehmen. Nachdem ein Problem seit längerem bekannt ist, finden langwierige Verhandlungen statt, die zu einer Zuspitzung der jeweiligen Krise führen und die Retter somit selbst in Zeitnot versetzen. In letzter Minute werden Rettungspakete verhandelt, wobei von allen Seiten mit der Zielsetzung individueller (und nicht kollektiver) Rationalität taktiert wird. Nachdem sich die Finanzminister einigen, steht die Zustimmung der Parlamente aus, was eine weitere Verzögerung und anhaltende



Unsicherheit an den Finanzmärkten (und damit verbundene Kosten) mit sich bringt.

Es lassen sich in letzter Konsequenz zwei mögliche Alternativen bei der Behebung dieses Konstruktionsfehlers der Eurozone ableiten – die Gleichschaltung aller ökonomischen Interessen durch eine wirtschaftliche Konvergenz aller Mitgliedsländer oder die Etablierung einer Wettbewerbssituation.

Konvergenz aller Mitgliedsstaaten

1. Das realwirtschaftliche Grundproblem der EU besteht darin, dass die Eurozone keinen optimalen Währungsraum im Mundell'schen Sinne darstellt (Mundell (1961): „A Theory of Optimum Currency Areas“). Vielmehr ist die Eurozone ein politisches Konstrukt, das eine einheitliche Währung besitzt. Eine Möglichkeit, die strukturellen Unterschiede der Volkswirtschaften aller Mitgliedsländer zu beseitigen, besteht natürlich darin, feste Regeln einzuführen, die eine Anpassung an ein aus supranationaler Sicht gewolltes realwirtschaftliches Konstrukt bedingen. Eine einheitliche Fiskal- und Austeritätspolitik in Kombination mit einer Vielzahl regulatorischer Eingriffe kann langfristig dazu beitragen, dass sich die Unterschiede zwischen den Mitgliedsländern verringern und die Mitgliedsländer der gesamten Eurozone gegenüber externen Schocks gleichgerichtet reagieren. Somit sinkt die Wahrscheinlichkeit, mit monetären Transfers potenzielle Krisenherde bekämpfen zu müssen. Wir stellen nicht in Frage, dass dies theoretisch gelingen könnte – allerdings würde dieser Konvergenzprozess (inkl. politischer und wirtschaftlicher Regulierungsmaßnahmen) sehr viel Zeit in Anspruch nehmen. Man muss hier eher in Dekaden denn in Jahren denken.

Etablierung einer Wettbewerbssituation

2. Eine andere Möglichkeit wäre es, mehr Wettbewerb innerhalb der EU zuzulassen. Wettbewerb im Sinne eines systemischen Wettbewerbs, in dem verschiedene Wirtschaftssysteme in einem kompetitiven Umfeld für ihre Politik entstehen. Unter der Annahme vollständiger Mobilität der Produktionsfaktoren würde diese Strategie zu einer effizienten Allokation der Ressourcen führen und außerdem dazu, dass sich überlegene Modelle durchsetzen. In diesem System kann es zu Divergenzen der Produktivität verschiedener Faktoren kommen, was sich in unterschiedlichen Löhnen, Kapitalverzinsungen etc. niederschlagen würde. Die Eurozone wäre damit mehr ein Rahmen, der unterschiedlichen Systemen erlaubt, ihre optimale Ausgestaltung (im marktwirtschaftlichen Sinne) zu finden. Diese Strategie hat aber einen entscheidenden Nachteil – man müsste nämlich Systemen auch erlauben, den unausweichlichen Weg des unterlegenen Wettbewerbers zu gehen und aus dem Markt auszuscheiden.

Genau das möchte man auf europäischer Ebene aber um jeden Preis verhindern, wie sich beispielsweise in den Aussagen der europäischen Politik angesichts der Griechenlandkrise ablesen lässt – und zwar in der strikten Verneinung eines Staatsbankrotts innerhalb der Eurozone. Es geht uns hier weniger um die theoretische Diskussion, welcher Weg der (aus ökonomischer Sicht) effizientere wäre – vielmehr ist es vollkommen klar, dass die Europäische Union den ersten Weg anstrebt. Das führt in logischer Schlussfolgerung unumgänglich dazu, dass der Weg zu einer funktionierenden Währungsunion, die ohne immense Transferzahlungen zwischen den Mitgliedsländern auskommt, ein langer sein wird. Und je länger dieser Weg dauert, desto stärker werden die Gegner des Euros, was wiederum die politische Instabilität fördern und einige Länder von diesem Weg abweichen lassen wird.



PUNKT #8 **Ist die Eurozone noch zu retten?**

Es ist eine wenig neue Erkenntnis, dass in der Geschichte kein Beispiel einer persistenten Währungsunion vorhanden ist. Ausnahmslos alle Währungsunionen sind letztlich gescheitert und es wäre sehr optimistisch anzunehmen, dass es diesmal anders kommt. Aber es gibt durchaus Beispiele von Währungsunionen, die über einen längeren Zeitraum funktionieren können (USA). Zugegebenermaßen weisen diese alle einen spezifisch anderen Charakter auf als die Eurozone, was jedoch in der Natur der Sache liegt. Die Gefahr in der Eurozone besteht durchaus darin, dass sich – aus welchen Gründen auch immer – ein Land zum Ausstieg entschließt und dadurch erstens ein Exempel statuiert und zweitens den Druck auf andere Länder, auch auszusteigen, immens erhöht. Letzteres ist einfach deshalb der Fall, da sich das aussteigende Land durch Abwertung der dann eigenen Währung trotz aller damit verbundenen Probleme einen Wettbewerbsvorteil gegenüber anderen (wirtschaftlich ähnlich strukturierten) Mitgliedsländern verschaffen kann und somit die Kosten des Verbleibs in der Eurozone genau für diese Länder ansteigen. Wir möchten an dieser Stelle zwei Argumente anführen, die für einen Fortbestand der Eurozone sprechen – wohl wissend, dass dies nicht in alle Ewigkeit der Fall sein wird. Erstens können wir keinen offensichtlichen Anreiz erkennen, dass ein Land die Währungsunion verlassen möchte. Ohne hierbei auf jedes Mitgliedsland im Einzelnen einzugehen, kann man folgenden Mechanismus ableiten: Die Empfänger von Transferzahlungen (Südländer) haben einen geringen Anreiz auszutreten, da die Kosten der Restrukturierung des Bankensystems etc. ja von der Gemeinschaft mitgetragen werden. Je länger die Transferzahlungen innerhalb der Eurozone jedoch andauern, desto höher sind indes die Ausstiegskosten aus Sicht der Geberländer. Aller Unkenrufe zum Trotz ist Griechenland immer noch ein Mitgliedsland und trotz steigender Unzufriedenheit der Wähler wird in Deutschland der Ausstieg auf zentraler politischer Ebene nicht ernsthaft diskutiert. Vereinfacht lässt sich sagen, dass das Auseinanderbrechen der Eurozone dann unwahrscheinlicher wird, je größer die Relation zwischen bereits geleisteten und in der Zukunft zu leistenden Transferzahlungen ist. Sollte Malta oder Slowenien also als nächstes Krisenland von den Märkten erkannt werden, sehen wir keine drastisch zunehmende Gefahr eines Auseinanderbrechens der Eurozone. Die größte Gefahr aus dieser Perspektive stellen Länder dar, die zu den Geberländern zählen, selbst aber in ökonomischen Schwierigkeiten stecken – an erster Stelle ist hier Frankreich zu nennen. Ein Austritt Frankreichs hätte nicht nur eine Abspaltung des Nordens vom Süden zur Folge, sondern würde unweigerlich in eine Situation führen, in der sich die Eurozone weitestgehend auflösen würde.

Ein weiteres, jedoch durchaus weniger starkes, Argument gegen eine Auflösung der Eurozone besteht einfach darin, dass es keinerlei glaubhafte Alternativen gibt. Die Anzahl der Eurogegner mag zunehmen, deren Argumente werden aber nicht besser. Die Strategie der Eurokritiker scheint darin zu bestehen, einige offensichtliche Probleme anzusprechen und deren Abschaffung zu proklamieren – jedoch ohne konkrete Konzepte zur effizienteren Lösung dieser Probleme vorzuschlagen. Vielmehr führt der Aktionismus der Eurogegner dazu, dass der politische Meinungsbildungsprozess dahingehend beeinflusst wird, dass verstärkt weitere Regeln eingeführt werden, deren ökonomische Rechtfertigung zumindest fraglich ist. Das führt uns zu unserem nächsten Punkt.

PUNKT #9 **Warum die europäischen** **Regulierungsbestrebungen die Volatilität an** **den Märkten erhöhen**

Wir könnten hier rein empirisch argumentieren und anführen, dass die bisherigen Rettungsmaßnahmen wenig volatilitätsreduzierend gewirkt haben. Wir möchten an dieser Stelle jedoch etwas weiter ausholen. Ein wichtiger Teil der Rettungsmaßnahmen waren stärkere Markteingriffe in Form neuer regulatorischer Maßnahmen. Wir haben an dieser Stelle des Öfteren betont, dass viele dieser regulatorischen Maßnahmen auf den ersten Blick sinnvoll erscheinen, dass jedoch



das Grundproblem die mangelnde Abstimmung zwischen den einzelnen Maßnahmen (die vielmehr einer politischen Konsensbildung als ökonomischem Rational folgen) darstellt. Im Folgenden eine Argumentation, die auf den Mechanismus der Finanzmärkte beruht und deshalb frei von politischer Meinungsbildung sein sollte. Ein Problem in der Eurozone besteht darin, dass als Reaktion auf die Finanzkrisen der letzten Jahre immer mehr risikofreie Assets gefordert werden. Das ist im Zuge der Einführung von Basel III der Fall (Liquidity Coverage Ratio), aber bspw. auch im Zuge des Transfers von OTC-Geschäften auf Clearinghäuser. Leider gibt es immer weniger davon, was der stagnierenden wirtschaftlichen Entwicklung in ehemaligen AAA-Ländern zu schulden ist und sich in einem negativen Rating-Trend niederschlägt. Man wird dazu übergehen müssen, das relativ Beste als Collateral zu akzeptieren, die absolute Kreditqualität wird also in ihrer Bedeutung weiter in den Hintergrund gerückt. Charakterisiert man nun das neue, relativ risikofreie Asset durch Rendite und Volatilität desselben, und unterstellt man rationales Verhalten der Investoren, sollte das relativ beste Asset eine höhere Volatilität annehmen als das in der Theorie verwendete absolut Beste. Folglich sollten alle anderen Assets eine höhere Volatilität aufweisen, da sie ja riskanter sind als das relativ beste Asset. Wir sind uns der Einfachheit unserer Ausführungen durchaus bewusst, denken aber, dass sich der entscheidende Punkt auf diesem Weg in aller Kürze ausarbeiten lässt. Der besteht nun nämlich darin, dass auf dem Weg vom absolut zum relativ besten Asset die Volatilität an den Märkten zwangsläufig zunehmen muss.

Anders ausgedrückt führt die durch die aktuellen Regulierungsmaßnahmen zunehmende Bedeutung von risikofreien Finanzinstrumenten vor dem Hintergrund deren natürlicher Reduktion durch die Ratingagenturen konsequenterweise dazu, dass Investoren für relativ risikofreie Assets eine Risikoprämie verlangen werden, an der sich alle anderen – relativ weniger risikofreien Assets – orientieren. Diese Risikoprämie „schwankt“ eben auch stärker, was zumindest die in der Portfoliotheorie verwendeten Risikomaße allgemein ansteigen lässt. Neben der im Folgenden diskutierten These, dass die Märkte längerfristig im Krisenmodus bleiben werden (was nicht gegen die Tatsache spricht, dass einige Aktien auf Allzeithochs notieren), erwarten wir folglich einen systematischen Anstieg des Risikos (wie immer man das messen möchte) an den Märkten, der durch die europäischen Krisenbekämpfungsmaßnahmen wenn nicht ausgelöst, dann verstärkt wird.

PUNKT #10 **Warum der Krisenmodus an den Märkten** **persistent bleibt**

Obwohl das Ende der europäischen Schuldenkrise bereits mehrmals ausgerufen wurde, lassen die Ereignisse in Zypern keinen anderen Schluss zu, als dass die systemimmanenten Probleme weiter bestehen. Es ist unserer Ansicht nach sehr wahrscheinlich, dass die negativen Nachrichten aus dem europäischen Bankensystem anhalten werden. Wir haben bereits in früheren Publikationen darauf hingewiesen, dass die Persistenz der Niedrigzinsphase zwangsläufig Druck auf den Finanzsektor ausüben wird, während eine schnelle wirtschaftliche Erholung in der gesamten Eurozone wenig realistisch erscheint. Die potenziellen Krisenherde innerhalb der Eurozone sind folglich vielfältig: Neben dem Bankensektor steht die Versicherungswirtschaft im Zentrum des Problems anhaltend niedriger Kapitalmarktrenditen, während negative realwirtschaftliche Entwicklungen v. a. in den Peripherieländern (Arbeitslosigkeit in Südeuropa) die Realwirtschaft weiterhin belasten werden. Vor der oben beschriebenen engen Vernetzung zwischen den Staaten und dem Finanzsystem werden negative Nachrichten konsequenterweise immer auch Ansteckungseffekte auf die gesamte Eurozone auslösen. Die nach wie vor extreme Versorgung mit Liquidität von Seiten der EZB stellt nach wie vor den stärksten positiven Effekt auf die Finanzmärkte dar. Der Druck auf die Investoren in höher rentierliche Märkte zu investieren bleibt genau so lange bestehen, solange auch die



Kombination von niedrigen Renditen und Überschussliquidität vorherrscht. Dies führt zu einer immensen Fehlallokation von Kapital und zu zunehmenden Kapitalmarktrisiken auf den Büchern der Investoren. Je länger diese durch Liquidität bedingte Strategie der „Flucht ins Risiko“ anhält, desto dramatischer wird die Abkopplung der Finanzmärkte von der Realwirtschaft und umso schmerzlicher der unabdingbar darauffolgende Anpassungsprozess in eine neues Gleichgewicht.

Nach der dramatischen Rallye an den Finanzmärkten seit Mitte 2012 bis Mitte des ersten Quartals 2013 hat bereits in den letzten Wochen eine Konsolidierung eingesetzt. Hierbei erscheinen uns die Kreditmärkte ein realistischeres Bild von der aktuellen Situation zu zeichnen als das die Aktienmärkte tun. Vor dem Hintergrund der oben skizzierten Risiken, gehen wir nicht von einer signifikanten Einengung der Credit-Spreads aus. Die entscheidende Rolle wird hierbei der EZB zukommen, da man davon ausgehen muss, dass die Märkte eine Reduktion der Liquiditätsbereitstellung sehr negativ aufnehmen werden.

Um auf die Methapher der Freundschaft zurückzukommen, erscheint uns die Europäische Union der Idee Arthur Schopenhauers zu folgen: „Man wird in der Regel keinen Freund dadurch verlieren, dass man ihm ein Darlehen abschlägt, aber sehr leicht dadurch, dass man es ihm gibt.“

Wir sind uns nicht sicher, ob dies auch für Währungsunionen gilt, denken aber eher nicht.

Forecast-Tabelle

	3M	6M	9M	12M
Credit				
IG Cash	o/-	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" (Ramonas)
-	= "This party sucks" (The Slickee Boys)
--	= "Straight to Hell" (The Clash)

*Zu finden auf der grandiosen LP „Porsche, Genscher, Hallo HSV“ von den Goldenen Zitronen (1987). Eine Platte, die nur so strotzt von zitierwürdigen Titeln. Und ein Werk, dass – wenn auch auf eine sehr rüde Art und Weise – die Tugend beschwört, die zum Zusammenhalt innerhalb der Eurozone wichtig wäre: Toleranz. „Wer mit 20 kein Anarchist gewesen ist, aus dem wird nie ein kluger Demokrat“ (Blue Jodel für Herbert Wehner). Die Eurozone kommt also schön langsam in ein Alter, in dem der Anarchist zum Demokraten werden sollte.



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