X-ASSET NEWSLETTER

15 MAI 2013

#5

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

What do I get*

>> I'm in distress I need a caress
What do I get
I'm not on the make I just need a break
What do I get.<<

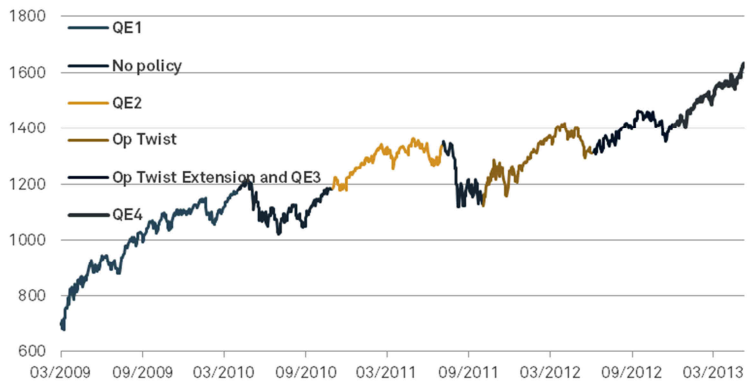
WHAT DO I GET*

Wir stellen uns vor, die europäische Bankenlobby steht vor Herrn Draghi und singt die obigen Textzeilen – was unserer Meinung nach zumindest im übertragenen Sinne nicht weit entfernt ist von der Wirklichkeit, auch wenn sich erste Stimmen mehren (Jürgen Fitschen, Deutsche Bank), dass die Zinspolitik der Notenbanken riskante Ausmaße annimmt. Die westlichen Notenbanken sind extrem expansiv und wissen auch um die Gefahr spekulativer Blasen. In diesem Newsletter soll unser Thema aber ein anderes sein; und zwar die globalen Allokationswirkungen dieser Politik und deren Wirkung auf die Märkte. Auch aus dieser Perspektive zeigt sich, dass die aktuelle Politik der Notenbanken ein extrem gefährliches Manöver unter dem Deckmantel der Rettung des Finanzsystems darstellt. Die langfristigen Wirkungen werden aktuell vernachlässigt. Die Gefahr besteht darin, dass – je länger diese Politik verfolgt wird – die unweigerlich einsetzenden Anpassungsprozesse umso drastischer ausfallen werden. Die Party an den Märkten kann hierbei nur von kurzer Dauer sein, der Kater danach jedoch persistent werden.

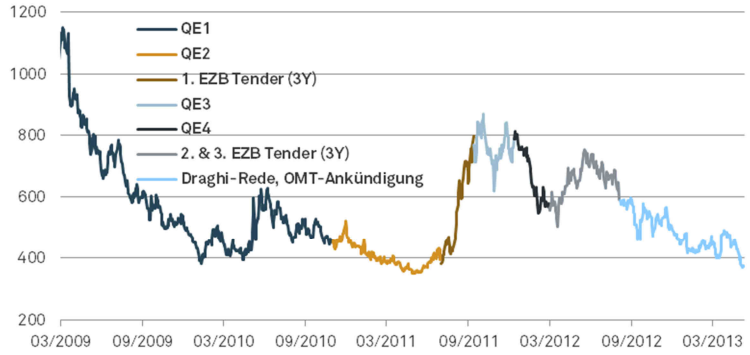
Rat Race – der globale Zinssenkungswettlauf

Selten hat es in der jüngeren Geschichte der Finanzmärkte einen eindeutigeren Zusammenhang zwischen der Liquidität und der Performance risikobehafteter Marktsegmente gegeben, wie in folgender Abbildung eindrucksvoll dargestellt ist.

Liquidität als der zentrale Markttreiber: US Aktien (S&P 500) ...
Quelle: Bloomberg, DoubleLine Capital, UniCredit Research



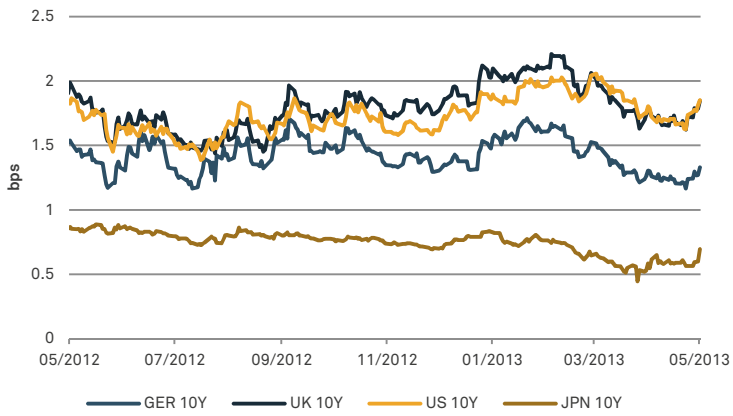
... und europäische Credits (iTraxx X-Over)
Quelle: Bloomberg, UniCredit Research



Wir möchten an dieser Stelle nicht noch einmal das bereits zum Mainstream mutierte Bild der spekulativen Blase zeichnen. Eine liqui-

ditätsbedingte Hausse hat vielleicht nicht so kurze Beine wie eine politisch bedingte – aber sehr viel länger sind sie auch nicht. Der Anlagedruck der Investoren in Kombination mit billigem Geld muss zwangsläufig zu steigenden Aktienkursen und niedrigeren Credit-Spreads führen – aber eben nur solange, bis die Schere zwischen fundamentaler Entwicklung und der Entwicklung an den Kapitalmärkten vor dem Hintergrund einer dramatischen Fehlallokation von Kapital unweigerlich zu einem Anpassungsdruck in ein neues Gleichgewicht führt, was meist durch eine Finanzkrise und selten durch einen fundamentalen Boom (der wiederum die hohen Bewertungen an den Märkten rechtfertigen würde) geschieht.
Uns interessiert nun vielmehr die globale Allokationswirkung dieser exzessiven Geldpolitik, die von (fast) allen westlichen Industrieländern aktuell umgesetzt wird. Nachfolgend zeigen wir die zehnjährigen Renditen in den USA, Japan, Europa und Großbritannien auf und dürfen konstatieren, dass sich das Bild gleicht.

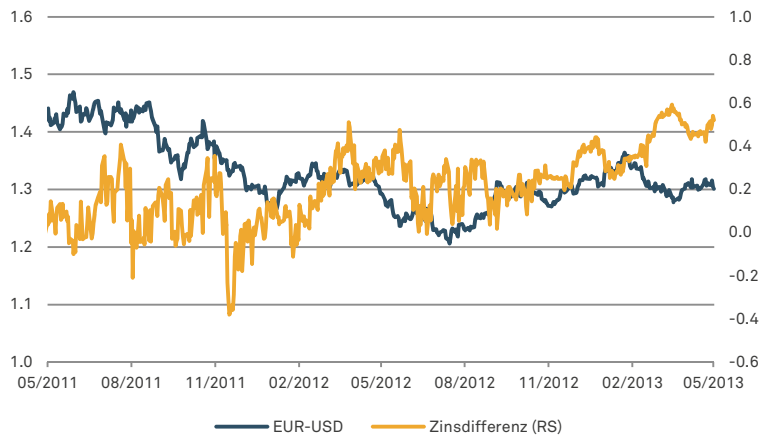
10Y Renditen westlicher Industrienationen (Deutschland, UK, USA, Japan)
Quelle: Bloomberg



Nun kann man darüber streiten, welche fundamentale Wirkung eine weitere Zinssenkung in einem Umfeld extrem niedriger Zinsen hat. Aber es dürfte klar sein, dass die positiven Wachstumseffekte äußerst begrenzt sind. Man benötigt immer mehr Geldmenge, um eine Einheit inländisches Wachstum zu generieren. Das wissen auch die Zentralbanken, weshalb es eine steigende Anzahl von Marktbeobachtern gibt, die den Startschuss für einen globalen Abwertungswettlauf feststellen, um eben Exportwachstum zu unterstützen. Die Rückkehr des im letzten Jahrhundert als „Beggar-thy-Neighbour-Politik“[1] berühmt gewordenen Versuchs, die eigene Wirtschaft durch einen niedrigen Wechselkurs über Exportwachstum auf Kosten der Handelspartner einen Aufschwung zu verleihen. Da diese Politik ziemlich offensichtlich ist und die spieltheoretisch effiziente Antwort meist in einer ebensolchen Maßnahme liegt, kann es zu einem Abwertungswettlauf kommen, welcher letzten Endes keinerlei positive Exportimpulse, sehr wohl aber Inflation und zusätzlich dramatische Effekte an den Kapitalmärkten bewirkt. Nun ist aber festzustellen, dass sich manche Währungsrelationen gar nicht dramatisch bewegen – da in allen Staaten faktisch eine Nullzinspolitik umgesetzt wird, wie man in der nächsten Abbildung anhand des EUR-USD Wechselkurses ablesen kann.

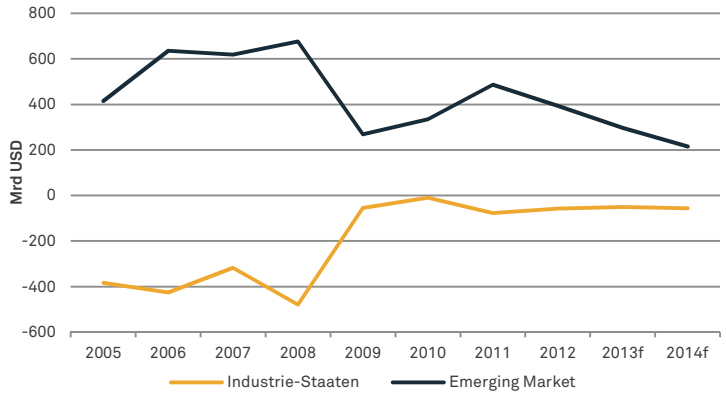
[1] Die Namensgebung in der Ökonomie geht auf die zeit der Großen Depression in den 1930er Jahren zurück. Vgl. Hierzu bspw. Gower, E.A., *Beggar My Neighbour! : The Reply to the Rate Economy Ramp*, Assurance Agents' Press, (Manchester), 1932. Bekannt wurde der Begriff wieder in den 1970er Jahren nach der Auflösung des Bretton Woods Systems.

Wechselkurs EUR/USD und Zinsdifferenz – stable as it was, is and will be
Quelle: Bloomberg



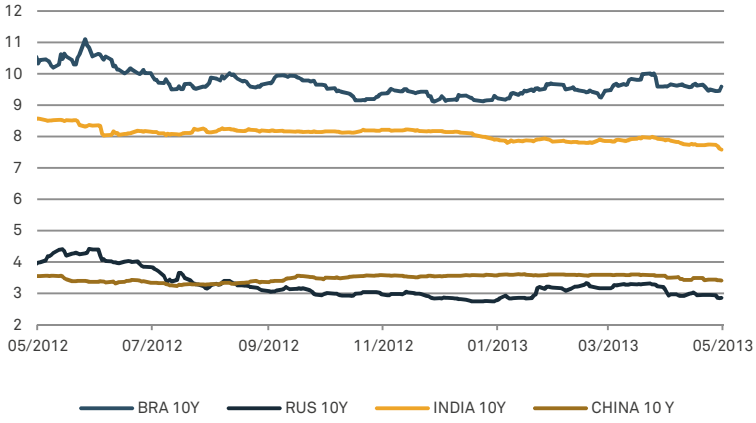
Nun stellt diese Erkenntnis offensichtlich kein elitäres Wissen dar, weshalb sich die Frage anbietet, warum die westlichen Zentralbanken – wohl wissend um die Wirkungslosigkeit ihres Unterfangens – das Risiko inflationärer Tendenzen auf sich nehmen. Die einzig logische Erklärung liegt unserer Meinung nach darin, dass der „Nachbar, der ausgebeutet werden soll" ein ganz anderer ist als die westlichen Konkurrenten. Vielmehr sind dies die aufstrebenden Volkswirtschaften.

Leistungsbilanzsalden – Emerging Markets vs. Industrienstaaten
Quelle: IMF



Nun ist es so, dass durch die extremen realökonomischen Unterschiede zwischen den aufstrebenden und gesättigten Ländern (bspw. Reallöhne, Arbeitsproduktivität etc.) es natürlich zu unterschiedlichen Wachstumsraten kommen muss. Man könnte denken, dass eine lang anhaltende Niedrigzinspolitik in den westlichen Ländern einen gewissen Puffer gegen die Wettbewerbsvorteile der aufstrebenden Länder schafft. Das kann theoretisch durchaus der Fall sein – betrachtet man ausschließlich die Entwicklung der Leistungsbilanzsalden und des Außenbeitrags. Wir wollen uns im Folgenden aber auf das finanzmarktspezifische Problem dieser Mechanismen beschränken. Man kann den globalen Güterhandel durchaus als Swap-Kontrakt begreifen – es werden Waren gegen Währungen geswapped und netto müssen alle Leistungsbilanz- und Kapitalbilanzsalden auf globaler Ebene ausgeglichen sein. Wie so oft beim Swap-Kontrakt besteht das zentrale Risiko weniger in der Preisentwicklung des getauschten Gutes, sondern vielmehr in dem Ausfall eines Kontrahenten. Aus dieser Perspektive wollen wir die aktuelle Situation betrachten und fangen mit einer Darstellung der zehnjährigen Renditen der BRIC-Länder an, die wir stellvertretend für die oben erwähnten „Nachbarn" heranziehen.

10-jährige Renditen der BRIC-Staaten
Quelle: Bloomberg

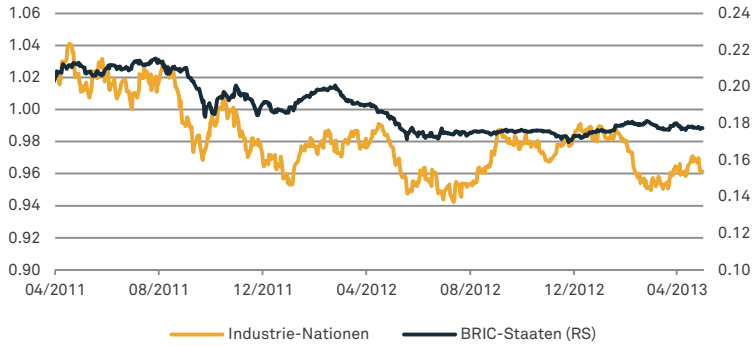


Zinssenkungen in einer globalisierten Welt mit vollständig integrierten Kapitalmärkten

Nun gehen wir davon aus, dass die Intention der westlichen Zentralbanken letztlich eine Abwertung der eigenen Währung ist, um die Wettbewerbssituation zu verbessern. Auch wenn das auf den ersten Blick ziemlich logisch erscheint, darf man dies natürlich anzweifeln, da es bspw. der Auftrag der EZB ist, Preisstabilität im Euroraum zu erreichen und eben nicht, diese durch importierte Inflation aufs Spiel zu setzen. In der ökonomischen Realität zeigt sich jedoch, dass diese Art der Politik letztlich auch adverse Effekte hat, da globale Kapitalströme eben nur teilweise durch Handelsaktivitäten bedingt sind. Laut UNCTAD (Global Capital Flow Trends 2012, http://dgff.unctad.org/chapter1/1.2.html) ist das an den Währungsmärkten gehandelte Volumen knapp 70-mal so groß wie die Exportströme!
Also muss man die realwirtschaftlichen und die monetären Auswirkungen einer westlichen Niedrigzinspolitik gegenüberstellen (vereinfachend und wohl wissend, dass wir hier keinem wissenschaftlichen Anspruch genügen):

1. Realwirtschaftliche Effekte: Die Niedrigzinspolitik der westlichen Industrienationen führt zu einer Abwertung der westlichen Währungen gegenüber dem Rest der Welt. Das fördert westliche Exporte und verteuert ausländische Importe, resultiert also in positiven Änderungsraten der Leistungsbilanzen dieser Länder. Leistungsbilanzüberschüsse (Deutschland, Japan und Konsorten) werden weiter ausgebaut, während Leistungsbilanzdefizite (europäische Peripheriestaaten) verringert werden. Dies führt zu einem positiven Wachstumseffekt in den westlichen Ländern und zu steigenden Kapitalimporten (als Gegenbuchung für die Warenströme). Dieses Kapital muss nun investiert werden.

Gewichtete Wechselkurse der Industrie-Staaten vs. BRIC-Staaten (gg. USD)
Quelle: Bloomberg



2. Monetäre Effekte: Und genau an diesem Punkt greifen monetäre oder rein finanzwirtschaftliche Aspekte. Die westlichen Länder erhalten also Kapital, das sie zu investieren haben. Da die Zentralbanken durch die exzessive Bereitstellung von Liquidität ein extrem niedriges Renditeniveau bzw. eine immense Preissteigerung in Eigenkapitalinstrumenten, Immobilien u. a. Assetklassen ausgelöst hat, wird ein großer Teil dieses Geldes im Ausland investiert werden. Also genau in den Ländern, die attraktive Kapitalmarktrenditen versprechen. Aktuell also genau die Länder, die man im obigen Sinne als die „Nachbarn" bezeichnen kann.

Was passiert nun gesamtwirtschaftlich betrachtet? Der Westen exportiert mehr Waren in die EM-Länder, diese brauchen Kapital, um den Import zu finanzieren, womit der klassischen Handelstheorie Rechnung getragen wäre. Wären da nicht die (die Handelsströme) dominierenden Effekte auf den Finanzmärkten. Hier kehrt sich der realwirtschaftliche Effekt nämlich um. Effiziente Devisenmärkte und vollkommene Kapitalmobilität dürfen zumindest als annähernd gegeben bezeichnet werden, weshalb wir annehmen, dass die Zinsparität gilt. Die starke Nachfrage nach „Kapitalgütern" (im Sinne von Finanzanlagen) in den EM-Ländern führt zu Kapitalzuflüssen, die eine weitere Aufwertung der EM-Währung nach sich zieht. Wiederum die UNCTA (vgl. oben) zeigt auf, dass die privaten Nettokapitalzuflüsse in die Emerging- und Transition-Länder von einem Wert von ca. 0,25 % des Sozialprodukts dieser Länder im Jahr 2000 auf 1,5 % in 2010 gestiegen sind – und das vor dem Hintergrund des starken Anstiegs der Wirtschaftsleistung dieser Länder während dieses Zeitraums. Der Effekt wird also durch Finanztransaktionen, die nicht mit Güterhandel assoziiert werden können, extrem verstärkt.
Während also die westlichen Industrienationen ihr Wachstum mit der exzessiven Bereitstellung von Fiat-Geld erkaufen, schaffen die EM-Länder „generisches" Wachstum durch realwirtschaftlich bedingte Aktivitäten. Nun gibt es kein „gutes" oder „schlechtes" Wachstum, sehr wohl aber nachhaltiges und temporäres. Ersteres kann durch die Niedrigzinspolitik der westlichen Länder nur schwerlich bedingt werden, dieses wird hauptsächlich durch Kapitalinvestitionen im Rest der Welt ausgelöst.

Was macht man jetzt dagegen?

Das klassische Instrument, um internationale Kapitalströme zu begrenzen, sind Kapitalkontrollen. Obwohl theoretisch verpönt, finden sie nach wie vor Anwendung, wie die aktuelle Situation in Zypern verdeutlicht. Jedoch werden sie nur als letzte Maßnahme im Krisenfall eingesetzt; mal abgesehen davon, dass sie offensichtlich eine zentrale Bedingung funktionierender Währungsunionen verletzten. Es ist schwer vorstellbar, dass Kapitalströme zwischen den großen Volkswirtschaften dieser Welt durch Kontrollen begrenzt werden.
Aber es finden natürlich regulatorische Eingriffe in den Märkten statt, die letztlich einen Effekt auf die globalen (nicht handelsbedingten) Kapitalströme haben, womit wir mal wieder eines unserer Lieblingsthemen touchieren: die europäische Finanztransaktionssteuer.

Exkurs: Update Finanztransaktionssteuer

Der folgende Exkurs basiert teilweise auf Zahlen, die Goldman Sachs in einer sehr detaillierten Studie veröffentlich hat (Goldman Sachs Equity Research, Financial Transaction Tax: How severe?, May 1, 2013). Obwohl uns der Zeitplan angesichts der organisatorischen Hürden extrem sportlich vorkommt, soll die Einführung wie geplant am 1. Januar 2014 umgesetzt werden. Die europäische Finanzlobby interveniert aktuell angesichts der erwarteten Effekte auf die Märkte und vor allem angesichts der erwarteten Kosten für Finanzinstitutionen. Es scheint sehr wahrscheinlich, dass diese Kosten bei Weitem über den Erträgen aus der Steuer liegen, da die Steuer eben eine immense Auswirkung auf die Handelsvolumina haben wird. Aus ökonomischer Perspektive betrachtet, kann man die Einführung der FTT also durchaus als wenig glücklich bezeichnen, aber die europäische Politik hat ganz klar kommuniziert, dass es bei der FTT eben nicht nur um die Vereinnahmung von Steuern geht, sondern dass ein gewollter Effekt der Besteuerung eben darin liegt, dass die Handelsvolumina zurückgefahren werden.

Das Problem liegt allerdings darin, dass die FTT nicht zwischen den unterschiedlichen Motivationen hinter bestimmten Transaktionen unterscheiden kann. Das wird bei der Betrachtung des Repo-Marktes deutlich. Lauf Goldman Sachs liegt die Steuerzahlung (gerechnet auf Volumina in 2012) bei 42 untersuchten Banken in Europa bei ca. 170 Mrd. Euro, wovon allein 118 Mrd. Euro auf den Repo-Markt entfallen! Das liegt natürlich in der kurzfristigen Natur desselben. Die Kosten für einmonatiges Funding am Repo-Markt steigen also um 20 bp – aber eben nicht pro Jahr, sondern pro Monat. Letztlich wird das Funding insgesamt über 2 % pro Jahr teurer. Das kann offensichtlich nicht der gewollte Effekt von Seiten des Regulierers sein. Natürlich werden die Aktivitäten am Repo-Markt dramatisch einbrechen und die Banken werden diese Aktivitäten außerhalb der Eurozone verlagern.

Es ist doch sehr verwunderlich, warum hier fixe Raten und keine Jahresraten (wie bspw. auch in der ökonomischen Literatur vorgeschlagen) bei der Berechnung der Steuerzahlung angesetzt werden, denn damit würden diese adversen Effekte reduziert werden. Folgendes Beispiel zeigt die gravierenden Mängel der Konstruktion. Aktuell sollen sogar Collateraltransaktionen besteuert werden. Die Einführung von EMIR und die Übertragung von OTC-Derivaten auf Clearinghäuser führen natürlich zu einem starken Anstieg des Collateralvolumens. Immer dann, wenn Anleihen als Collateral verwendet werden, würde wiederum die FTT greifen! Entweder man verwendet nur noch Cash als Collateral oder man wird auch diese Transaktionen ins Ausland verlagern.

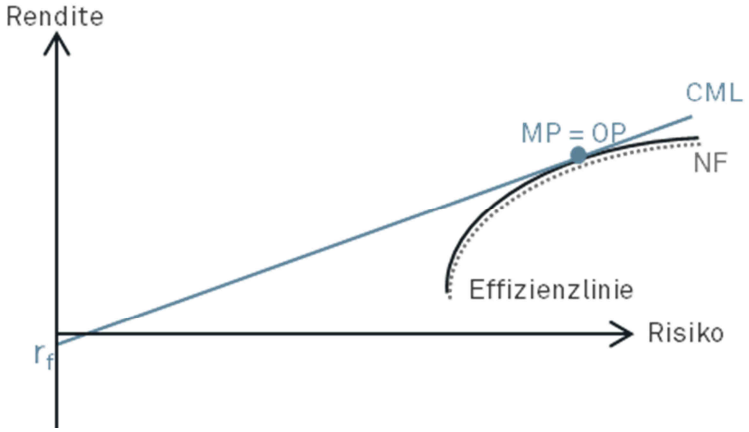
Die Rechtfertigung der Steuer kann also aus politischer Sicht nur sein, dass man bewusst das Transaktionsvolumen an den Finanzmärkten reduziert, da hier systemische Risiken gesehen werden. Obwohl das auf den ersten Blick einleuchtend erscheint, liegt das Problem ja genau darin, dass es keine guten oder schlechten Finanztransaktionen gibt – vor allem nicht auf dem Derivate-Markt, wo sich konstruktionsbedingt Risiken nur auf andere Schultern verteilen, nicht jedoch netto anwachsen. Dadurch, dass man bewusst die Handels-Volumina an den Märkten reduzieren möchte, tut man dies eben auch bei Transaktionen, die durchaus stabilisiererende Wirkungen auf die Märkte haben. Wenn man die Märkte für Refinanzierung und Sicherheitenstellung besteuert, wird logischerweise weniger refinanziert und besichert. Das kann dazu beitragen, dass die FTT keine positiven Effekte auf die Stabilität des Finanzmarktes hat, sondern destabilisierend wirkt. Man darf sich also nicht wundern, falls die Einführung der FTT gravierende Konsequenzen an den Märkten hat, auch wenn wir davon ausgehen, dass einige offensichtliche Konstruktionsfehler bis zur Einführung noch nachgebessert werden. Wir werden Sie auf dem Laufenden halten!

Vom Risk-free Return zum Return-free Risk

Wir denken an dieser Stelle gerne an das Jahr 2009 zurück. Obwohl nach dem Zusammenbruch von Lehman in Antizipation einer existenziellen Gefahr für das globale Finanzsystem alle relevanten Zentralbanken die Bereitstellung von Liquidität als oberstes Ziel ausgegeben haben, wurde dieselbe hoch geschätzt. Vor vier Jahren konnte man Repo-Transaktionen als Liquiditätsbereitsteller mit besten Qualitäten (bis in den Bereich BB) angesichts der starken Nachfrage nach Liquidität zu akkuraten Niveaus umsetzen. Aktuell besitzt Liquidität im Markt sogar einen negativen Preis – das heißt, man muss dafür bezahlen, um Liquidität (ohne offensichtliches Kreditrisiko in Kauf zu nehmen) bereit zu stellen. Wir sprechen hier nicht von negativer Realverzinsung – diese ist inzwischen in allen als risikolos titulierten Kapitalmarktsegmenten gesetzt und stellt für viele institutionelle Investoren ein überschaubares Problem dar. Genau in dem Fall, in dem die Passivseite der Bilanz keine Inflationsrisiken aufweist, können inflationäre Tendenzen auf der Aktivseite verkraftet werden. Das Problem ist vielmehr, dass die exzessive Bereitstellung von Liquidität deren Preis in negatives Terrain bugsiert hat. Im Gegensatz zur Rendite kann Risiko derweil keinen negativen Wert annehmen.

Wir haben an dieser Stelle bereits mehrmals ausführlich über dieses Phänomen berichtet, aber die der Situation geschuldete Dringlichkeit dieser Problemstellung erfordert eine gewisse Redundanz in der Analyse. Negative absolute Renditen und positive reale Renditen stellen ein immenses Allokationsproblem am Markt dar. Die Tatsache, dass als solche wahrgenommene risikofreie Investments mehrheitlich keine positiven Erträge mehr erwirtschaften, bedingt eine Renditereduktion eben auch in den risikobehafteten Segmenten. Das Bonmot „In the long run, we are all debt“ beschreibt genau dieses Phänomen: Es bedarf der Übernahme eines immer größer werdenden Risikos bei gleichzeitiger Reduktion der Kompensation desselben. Anders ausgedrückt führt die aktuelle Situation dahin, dass Marktteilnehmern kein risikoaverses Verhalten mehr unterstellt werden kann – im besten Fall risikoneutrales, im schlimmsten Fall jedoch risikofreudiges Verhalten. Investoren sind bereit, für eingegangene Risiken eine Kompensation zu zahlen – nicht, wie in der klassischen Portfoliotheorie angenommen, eine Kompensation zu erhalten. Dieses Verhalten führt zu völlig absurden Allokationen – die Investition findet zu 100 % im Marktportfolio statt! Ohne irgendwelchen Investoren zu nahe treten zu wollen – diese Allokationen befinden sich sicherlich bereits in einigen Portfolien. Wir bekommen es also mit einer Situation zu tun, die in folgender Abbildung veranschaulicht wird:

Risikofreudige Investoren im CAPM



Aktuelle Marktsituation

Wir haben die Kraft der Liquidität unterschätzt. Der Spread im iTraxx Main ist inzwischen auf den tiefsten Stand seit Juni 2011 gefallen und hat die Marke von 90 bp erreicht. Im Vergleich zum historischen Tiefstand bei unter 20 bp (im Mai 2007) könnte man vermuten, dass noch genug Raum für eine weitere Einengung besteht. Hierbei muss man allerdings drei Punkte berücksichtigen:

- Der Grund für die enorme Einengung damals lag vor allem an der enormen Aktivität im Structured Credit Markt (v. a. synthetische CDO Emissionen), die dazu geführt haben, dass die Banken, die CDOs an ihre Kunden verkauft haben, das Risiko wieder eindecken mussten und dadurch als Hauptkäufer von CDS (Single-Name und Index-Swaps) am Markt aufgetreten sind (das Phänomen des „Technical Bid"). Dieser Spread-Treiber ist aktuell nicht vorhanden und trotz des enormen Anlagedrucks ist nicht davon auszugehen (allein schon aufgrund der regulatorischen Hürden), dass der Leverage im Credit-Markt die damaligen Ausmaße wieder annehmen wird.
- Anders als 2007 werden Banken aktuell im Markt als die schlechteren Risiken wahrgenommen, weshalb der iTraxx Financial Senior Index mit 140 bp weit über dem iTraxx Main handelt. Zur Erinnerung: Der iTraxx Main setzt sich heute wie damals aus 100 Unternehmens-CDS und 25 Senior Banken-CDS zusammen. Die Situation in 2007 war diametral entgegengesetzt – Banken handelten damals unter den entsprechenden Unternehmens-CDS. Betrachtet man also nur die Unternehmens-CDS, ist die Differenz folglich geringer.
- Wir halten den CDS-Markt aktuell als den weitaus effizienteren Markt, wenn es um die fundamentale Betrachtung von Kreditrisiken geht. Vor allem der Anleihemarkt profitiert vom billigen Geld der Zentralbanken. Das erklärt, warum sich die Anleihespreads im europäischen Investment-Grade Universum weitaus stärker eingeengt haben als das bei CDS der Fall war (Phänomen der positiven Basis). Wenn man also die Entwicklung der Anleihespreads in Europa betrachtet, verringert sich die Differenz zwischen dem aktuellen Niveau und den damaligen Tiefständen beträchtlich. Der iBoxx Corporate Index (europäische IG-Namen ohne Financials) handelt aktuell bei etwas 80 bp im Vergleich zu 25 bp in 2007 – und das, obwohl sich der allgemeine Rating-Trend verschlechtert hat.
-

Vor diesem Hintergrund sehen wir das weitere Einengungspotenzial in europäischen Unternehmensanleihen sehr wohl als begrenzt an. Ein Niveau von 75 bp im iTraxx Main und 250-275 bp im iTraxx X-Over (aktuell bei 400 bp) ist angesichts der aktuellen Situation nicht auszuschließen, widerspricht aber klar der fundamentalen Entwicklung.
Die Einengungstendenzen der letzten Wochen gehen unserer Ansicht nach hauptsächlich auf wiederum drei Punkte zurück. Erstens, die erwartete und eingetretene klare Signalisierung der EZB, an ihrer Niedrigzinspolitik festzuhalten, zweitens, der enorm starke Reaktion der Aktienmärkte und drittens, das Nachlassen der Primärmarktaktivität im ersten Quartal 2013, die natürlich mehr Sekundärmarktnachfrage bedingt.
Nach wie vor basieren die aktuell relativ niedrigen Risikoprämien auf der Tatsache, dass Investoren unter immensem Anlagedruck stehen und darauf, dass vor allem gute Qualitäten im Kreditmarkt regulatorische Unterstützung erfahren. Dies darf nicht unterschätzt werden, da Basel III, Solvency II und die Collateralisierung von OTC-Derivaten durch EMIR, wie an dieser Stelle mehrmals berichtet, einen nachhaltigen Unterstützungsfaktor für gute Kreditqualitäten darstellen. Dem gegenüber stehen die nach wie vor ungelösten strukturellen Probleme in Europa, die liquiditätsbedingte Entkopplung des Finanzmarktes von der Realwirtschaft (spekulative Blasenbildung) und die Schuldensituation der westlichen Industrienationen, die inhärent das Risiko birgt, dass die Entschuldung des Staates auf Kosten anderer volkswirtschaftlicher Sektoren (private Haushalte aber auch Unternehmen)

gelöst werden muss.
Unsere Eingangsanalyse bezüglich der globalen Kapitalallokation wird in der kurzen Frist keine signifikante Rolle für die Märkte spielen. Aber es ist doch erstaunlich, dass im CDS-Markt letztlich dieser Entwicklung implizit Rechnung getragen wird. Betrachtet man 5-jährige CDS-Levels, handelt Spanien/Italien/Frankreich/Portugal etwa 100 bp weiter als das Mitte der BRIC-Länder (220 bp zu 125 bp).
Kurz- und mittelfristig scheint die Liquiditätssituation der dominierende Faktor zu bleiben. Und hierbei werden durchaus Erinnerungen an die Jahre 2006 und 2007 wach. Es ist wie immer müßig, das Platzen einer durch Liquidität getriebenen Hausse an den Märkten zu terminieren – es ist aber durchaus zulässig, auf diese Gefahr hinzuweisen. Wir sind der Ansicht, dass das aktuelle Spread-Niveau keine ausreichende Kompensation für das damit verbundene Kreditrisiko darstellt und bleiben deshalb defensiv. Offensichtlich stellt die größte Gefahr für alle risikobehafteten Assets die Erwartung einer restriktiveren Ausrichtung der Geldpolitik der westlichen Nationen dar. Kurzfristig erscheint uns allerdings die Auswirkung neuer Regularien ein potenzieller Risikofaktor für die Märkte zu sein – allen voran die geplante Einführung der europäischen Finanztransaktionssteuer Anfang 2014.

Nachdem sogar die Deutsche Bank (in persona Jürgen Fitchen) eine Abkehr von der Niedrigzinspolitik fordert, erübrigt sich ein Kommentar an dieser Stelle, Wir schließen deshalb mit einem Zitat von John Ruskin: „Es gibt kaum etwas auf dieser Welt, das nicht irgendjemand ein wenig schlechter machen und etwas billiger verkaufen könnte.“ Das gilt leider auch für Geld.

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” (Ramones)
\- = “This party sucks“ (The Slickee Boys)
-- = “Straight to Hell” (The Clash)

* The Buzzcocks (1978). Eine Band der ersten Stunde – und es gibt sie immer noch. Nun kann man nicht erwarten, dass bei globalen Zentralbanktreffen The Buzzcocks gespielt werden. Aber man würde es sich manchmal wünschen.

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