X-ASSET NEWSLETTER

26 JULI 2013

#7

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

One Track Mind*

>>To live like I wish
I had to flop like a fish
In the confusion
I made an illusion.<<

ONE TRACK MIND*

Der Sell-Off an den Märkten im Mai/Juni hat erstmals seit Monaten aufgezeigt, wie verletzlich die Finanzmärkte nach wie vor sind. Der Kombination zwischen fundamentalen Risiken und einer sehr anfälligen Markttechnik gilt unsere größte Sorge. Letztere soll auch Inhalt dieses Newsletters sein. Wir argumentieren, dass die Liquiditätsbereitstellung der Zentralbanken homogenes Verhalten der Marktteilnehmer fördert. Dieses ist nie der Auslöser von Krisen – führt aber zu erhöhter Volatilität an den Märkten, falls exogene Schocks auftreten. Und die erscheinen sehr wahrscheinlich angesichts der angespannten, fundamentalen Situation. Ein Symptom dieser Entwicklung ist die zunehmende Dominanz von Index-Produkten (v. a. ETFs), wobei gerade in weniger liquiden Märkten fatale Mechanismen entstehen können. Es mag also durchaus eine Illusion sein, dass man sich mit ETF-Investments in illiquiden Märkten eine breit diversifizierte Credit-Prämie erwirtschaften kann. Auch wenn man der Meinung sein sollte, dass die aktuelle Bewertung der Kreditmärkte eine faire Kompensation für das eingegangene Kreditrisiko darstellt, muss man sich die Frage stellen, ob auch Marktrisiken fair kompensiert werden. Wir hegen gesunde Zweifel an dieser These.

Reality Bites – Die Schwierigkeiten einer Exit-Strategie

Die jüngste Erläuterung von Ben Bernanke bezüglich der unterschiedlichen Rollen direkter Markteingriffe (Ankaufprogramme) und kurzfristiger Zinssätze verdeutlicht nichts anderes als den Versuch der Fed, die mittelfristigen Probleme, die aus Vermögenswertinflation erwachsen, möglichst elegant zu umschiffen. Ohne dabei negative, konjunkturelle Impulse zu setzen. Der interessante Teil seiner Aussage muss darin gesehen werden, dass die konjunkturellen Effekte kurzfristig durch die Ankaufprogramme weiter unterstützt werden sollen, während die Fed den Leitzins langfristig auf einem konjunkturell förderlichen Niveau halten wird. Eben auch über das Ende der Ankaufprogramme hinweg. Die Idee dahinter scheint zu sein, dass die Fed versucht, die Erwartungen der Marktteilnehmer dahin zu bewegen, dass sie den langfristigen konjunkturellen Ausblick als die Grundlage für die aktuellen Bewertungsniveaus verstehen und eben nicht die kurzfristigen Ankaufprogramme, faktisch also die ökonomische Begründung zu liefern für die durch direkte Markteingriffe ausgelösten – zu optimistischen – Bewertungen riskanter Assets.
Die Reaktion der Fed auf die Folgen der Subprime-Krise war der Einsatz aller Mittel, die ihr zur Verfügung standen – neben einem extrem niedrigen Zinsniveau eben auch die Übernahme der Rolle des dominierenden Käufers amerikanischer CMBS (verbriefte Gewerbeimmobilienkredite) und US-Staatsanleihen. Die Folge ist eine gewünschte Inflation der Vermögenswerte mit zwei Effekten: Erstens stoppt sie dadurch die Abwärtsspirale zwischen fallenden Asset-Preisen und konjunkturellen, negativen Impulsen und zweitens entlastet sie die Bilanzen des Finanzsektors. Die entscheidende Frage ist nur die, wie man aus dieser Situation entfliehen kann, bevor die Zentralbank durch den völligen Verlust der Glaubwürdigkeit ihre Rolle des „Lenders of Last Resort“ verliert. Der Königsweg wäre der, dass die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklung die Inflation der Vermögenswerte ex post rechtfertigen und sich die Zentralbank als Käufer von riskanten Assets (wozu US-Staatsanleihen selbstverständlich zu zählen sind) zurückziehen kann, ohne dass es zu einer starken Abwärtsbewegung an den Märkten

kommt. Genau dann, wenn die Marktteilnehmer der langfristigen, ökonomischen Situation misstrauen, wird diese Strategie allerdings nicht funktionieren und die Gefahr besteht, dass die Zentralbank langfristig ihre Rolle beibehalten muss. Das sollte eben in letzter Konsequenz mit einer stetigen Geldentwertung einhergehen, da die Investoren ihr Vertrauen in die Währung verlieren.
Nun kann man trefflich darüber diskutieren, ob die fundamentale Situation in den USA die aktuellen Bewertungsniveaus an den Kredit-, Rohstoff- und Aktienmärkten rechtfertigt. Sehr viel einfacher scheint hier die Beschreibung der Situation in Europa zu sein – die jüngsten ökonomischen Daten (Entwicklung der Staatsverschuldung, der Jugendarbeitslosigkeit etc.) lassen darauf schließen, dass die EZB noch weit davon entfernt ist, die ersten Schritte einer Exit-Strategie einzuleiten. Allerdings kommt es unserer Ansicht nach nicht auf die fundamentale Entwicklung de facto an, sondern vielmehr auf die von Marktteilnehmern erwartete und in Marktpreisen implizit diskontierte Wachstumsentwicklung. Der Erfolg einer Exit-Strategie hängt ausschließlich davon ab, wie die Märkte darauf reagieren. Der klassische Transmissionsmechanismus der Geldpolitik in die Realwirtschaft ist seit Jahren gestört und die Wirkungsmechanismen kehren sich um. Nicht die fundamentale Entwicklung ist die Ursache von Bewegungen an den Kapitalmärkten, sondern vielmehr folgt die ökonomische Entwicklung in der aktuellen Situation den Märkten – dies liegt auch stark an den aktuellen Verwerfungen im Bankensektor, der erst sehr langsam seinen Weg zurück von der Rolle des Brokers in die des Intermediärs findet. Um noch einmal das Beispiel direkter Markteingriffe von oben aufzugreifen: Die Erholung des amerikanischen Häusermarktes lässt sich nur schwerlich auf fundamentale Entwicklungen zurückführen, sondern vielmehr darauf, dass die Fed durch ihre CMBS-Käufe die Refinanzierungsfunktion im Immobiliensektor indirekt übernommen hat.[1]
Dieser kurze Ausflug in die Welt der Zentralbanken hat allerdings einen Grund – und zwar führt er direkt zu dem Thema, welches uns in diesem Newsletter länger begleiten soll: nämlich der Problematik homogener Marktbewegungen, flapsig auch Herdentrieb genannt. Der Zusammenhang zwischen der Bereitstellung von Liquidität von Seiten der Zentralbanken und Marktbewegungen war bereits mehrmals Thema dieser Publikation. Offensichtlich nimmt die Zentralbank mit ihrer aktuellen Politik die Rolle des Leithammels an den Märkten ein (etwaige Übereinstimmungen mit lebenden Personen möchten wir an dieser Stelle mit dem Hinweis auf unsere lückenhaften Kenntnisse der Verhaltensbiologie entschuldigen). Die Investoren folgen, wobei deren Strategie („Never Fight the Fed“) im Nachhinein gerechtfertigt scheint, da das dominante Auftreten gleichgerichteter Kaufinteressen an den Märkten der Logik folgend nur zu steigenden Kursen führen kann. Da fühlt man sich in die Zeit der ökonomischen Grundausbildung zurückversetzt: „Es sind nie die Bestände entscheidend, sondern immer die Ströme“.

Flows – Das Leben ist ein langer, ruhiger Fluss

Wenn man die Entwicklung der Märkte im Mai/Juni Revue passieren lässt, sollte man sich durchaus die Frage stellen, was passiert wenn, der Leithammel die Arena verlässt. Allein die Ankündigung des „Taperings“ von Seiten der Fed hat relativ dramatische Folgen vor allem für die Marktsegmente gehabt, die am meisten von der Liquiditätsbereitstellung der letzten Jahre profitiert haben: Neben den Peripherie-Ländern eben hauptsächlich die HY-Märkte und Anleihen der Schwellenländer. Während die globalen HY-Märkte durchweg 150-175 bp Spread-Ausweitungen wegstecken mussten, erlitten auch die noch vor kurzen von allen Seiten gehypten EM-Anleihen dramatische Kursverluste. In der folgenden Abbildung ist die Entwicklung der Märkte, die im Mittelpunkt des Ausverkaufs gestanden haben, aufgezeigt.

[1] Betrachtet man den Case-Shiller Hauspreisindex (der Composite 20 umfasst die Hauspreisentwicklung in 20 US-Metropolen), ist dieser von seinem Hoch in 2007 @ 200 bis auf 135 im März 2012 gefallen. Aktuell steht der Index bei 152.

Derweil war die Kursentwicklung ausgewählter Anleihen noch weitaus dramatischer: Lang laufende, mexikanische Staatsanleihen haben in der Spitze teilweise knapp 30 % verloren.

Heute Top, Morgen Flop – HY und EM CDS Indices in 2013
Quelle: Bloomberg

Aber auch die Marktsegmente, die rein fundamental betrachtet durch eine schrittweise Rücknahme der Liquiditätsversorgung wenig verwundbar erscheinen (z. B. europäische IG-Anleihen), sind stark unter Druck geraten. Der iTraxx Main hat eine Spread-Ausweitung von 90 auf 130 bp (und retour auf unter 100 bp) innerhalb weniger Wochen aufzuweisen, was immerhin einen Anstieg der impliziten Ausfallraten europäischer IG-Unternehmen und Banken von 7 % auf über 10 % innerhalb der nächsten fünf Jahre widerspiegelt. Man kann nun dazu geneigt sein, die Sensitivität von Credit-Spreads gegenüber einem Anstieg der Renditen als historisch hoch zu bezeichnen – was sich rein ökonometrisch betrachtet auch einfach belegen lässt. Allerdings denken wir, dass das nur maximal die halbe Wahrheit ist. Ein Symptom der starken Kursbewegungen der letzten Wochen, welches hierbei außer Acht gelassen wird, stellt die Homogenität der Bewegung dar.

An dieser Stelle bedarf es eines kurzen Ausflugs in die Kapitalmarkthistorie. Denkt man an die Krisen der letzten Dekade zurück, haben diese meist einen fundamentalen Auslöser gehabt. Ihre Wirkung konnten sie aber nur deshalb erlangen, da im Vorkrisenmodus extreme Allokationsströme in die Märkte, die als erste Krisenherde identifiziert werden konnten, geflossen sind. Das Platzen der Technologie-Blase 2001/2002 wurde ausgelöst durch die Erkenntnis, dass viele Unternehmen der New Economy die extremen Erwartungen der Marktteilnehmer nicht erfüllen werden – die bei Krisen jedoch viel entscheidenderen Zweit- (Übertragungseffekte auf die Märkte der Old Economy) und Drittrundeneffekte (realwirtschaftliche Auswirkungen) folgten aus der enormen Kapitalvernichtung bei der Preisanpassung an den Finanzmärkten. Wobei das Ausmaß der Kapitalvernichtung direkt an die vorher geflossenen Kapitalströme gebunden war. Derselbe Mechanismus hat dazu geführt, dass ein relativ unbedeutender (betrachtet man das Volumen desselben) Markt für Subprime-Kredite eine existenzielle Krise des globalen Bankensystems auslösen konnte. Diese Überlegung lässt sich auch auf die Mikroebene übertragen. Die Zahlungsunfähigkeit einer kleinen Bank wie Lehman – mit keiner größeren Bilanzsumme als eine engagierte deutschenLandesbank – kann nur deshalb zu fatalen Übertragungseffekten führen, weil diese Bank als Kontrahent eine dominierende Rolle im globalen Derivatemarkt eingenommen hatte. Dadurch stand Lehman mitten im Zentrum immenser Kapitalströme – während der Bestand an Kapital (die Bilanzsumme) weiterhin überschaubar geblieben ist.

Konzentrationsrisiken in den internationalen Finanzmärkten sind also untrennbar mit den Kapitalströmen verbunden, aber weitaus weniger mit den Kapitalbeständen. Fließen also Kapitalströme über viele Investoren, sinkt das systemische Risiko. Dies ist nebenbei bemerkt in der Auseinandersetzung bezüglich der Wirkung von Derivaten immer das Argument der Derivate-Befürworter, dass diese Instrumente eben erst die Risikostreuung und die Aufsplittung von komplexen Risiken in ihre Einzelteile und deren anschließende Reallokation ermöglichen. Das sollte einen aber nicht zu der Annahme verleiten, dass sie das auch tun. Das Vorhandensein von Derivaten ermöglicht den Risikotransfer, stellt diesen aber nicht zwangsläufig sicher. Entscheidend ist vielmehr die dahinterstehende Strategie.

Kommen wir zurück zur Frage der Homogenität von Investorenverhalten. Wie oben dargestellt, führt eben homogenes Verhalten („alle wollen gleichzeitig durch dieselbe Tür") dazu, dass rein fundamental betrachtet geringe Impulse einen starken Verfall der Asset-Preise nach sich ziehen können. Es gibt vor allem zwei Symptome, welche immer wieder als Indikator für das steigende Risiko homogener Kursbewegungen verwendet werden:

1. Korrelation von Asset-Klassen

Man durfte sich im Juni diesen Jahres an 2008 erinnert fühlen. Wie damals sind jahrelang als konstant erachtete Korrelationsmuster in sich zusammengefallen. Es waren die Rohstoffmärkte genauso betroffen wie die Kredit- und Aktienmärkte, obwohl realwirtschaftlich betrachtet nur über langjährige Übertragungseffekte argumentiert werden konnte, dass die Subprime-Krise negative Auswirkungen auf den Rohstoffmarkt hatte. Nicht jedoch direkte. Man kann wiederum argumentieren, dass systemische Krisen durch einen homogenen Kapitalabzug ausgelöst werden und eben nicht vice versa. Aktuell konzentriert sich die Diskussion auf das so genannte *Spread-Yield-Puzzle*, also dem Zusammenhang von Staatsanleihenrenditen und Credit-Spreads. Im klassischen volkswirtschaftlichen Zyklus sollte man davon ausgehen, dass steigende Renditen zu rückläufigen Spreads führen, da erstere ja eine realwirtschaftliche Erholung und damit einhergehende niedrigere Ausfallraten suggerieren. Genau der entgegengesetzte Effekt ist dafür verantwortlich, dass es in einem Abschwung zu fallenden Renditen und weiteren Credit-Spreads kommt. Das konnte offensichtlich im Juni nicht beobachtet werden, was sich ja rein theoretisch auch durch die Ankündigung des „Taperings" erklären ließe. Aber auch hier kann durch Kapitalströme ein preisrelevanter Effekt ausgelöst werden. Ziehen Investoren aus Fixed-Income-Fonds Kapital ab, betrifft es alle Arten von Anleihen, also auch Staats- und Unternehmensanleihen (unter der Annahme, dass es zu keinen dramatischen Reallokationen innerhalb des Segments kommt).

2. Das Beta von Einzelrisiken

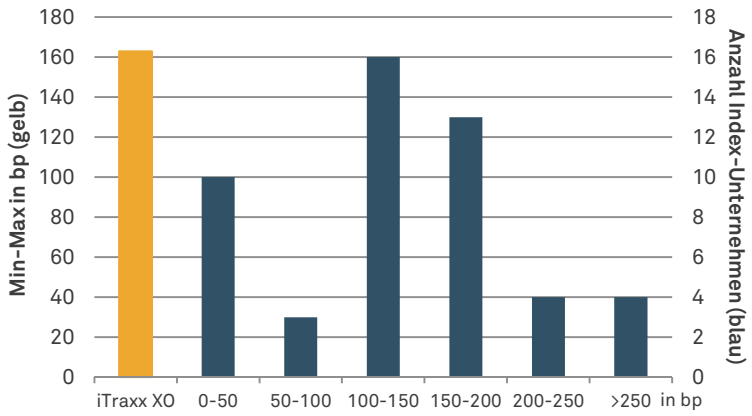
Im Juni war sehr schön zu beobachten, dass die Kreditmärkte nicht durch die Bewegung von Einzelwerten getrieben wurden, sondern vielmehr, dass die Einzelwerte den Indexbewegungen angepasst wurden. Es gab einige Tage, in denen die liquiden CDS-Indices angesichts der vorweggenommenen Bewegung an den Aktienmärkten schon bei der Eröffnung eine starke Bewegung zum Vortag aufzuweisen hatten – die CDS-Händler haben in diesem Fall nichts anderes gemacht als die Einzelwerte homogen der Indexbewegung anzupassen, auch um ihr Skew-Risiko[2] gering zu halten.
Die folgende Abbildung verdeutlicht dies sehr schön. Wir haben hier die Spread-Bewegung des iTraxx X-Over von dem Spread-Low am 22. Mai bei 366 bp bis zum Spread-Hoch am 24. Juni bei 529 bp den Spread-Bewegungen der 50 Index-Mitglieder gegenüber gestellt. Der

[2] Skew-Risiko: Mit Skew bezeichnet man bei Index-Swaps auf CDS basierend die Differenz zwischen dem Marktpreis des Index und dem Durchschnitt aller Marktpreise der gleichgewichteten Index-Mitglieder. Für Händler, die ihre Einzelnamen-CDS-Bestände mit Index-Swaps absichern, stellt die Skew deshalb ein Marktrisiko dar.

Index hat sich innerhalb von vier Wochen um mehr als 160 bp ausgeweitet – genau diese Ausweitung spiegelt sich auch in den zugrunde liegenden Einzelnamen wieder – obwohl diese offensichtlich alle voneinander abweichende idiosynkratische Risiken darstellen.

Homogenität der Kursbewegungen

Quelle: Bloomberg



Gott würfelt nicht? Deterministik versus Stochastik

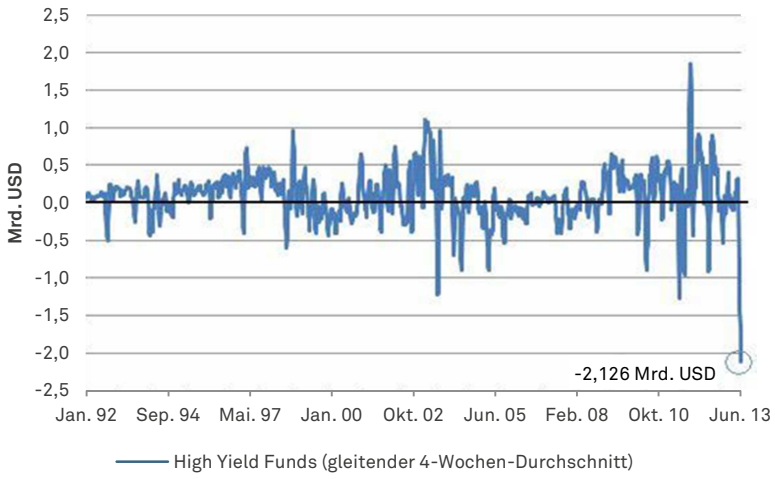
Man kann nun das Lesen von Anleiheprospekten als altmodisch abtun – zur elementaren Einschätzung des Kreditrisikos ist es allerdings unumgänglich. Dasselbe gilt für alle einem Index zugrunde liegenden Finanzinstrumente. Kauft man einen Index, kauft man exakt diese Risiken – zugegeben mit einem Diversifikationseffekt, der allerdings rein technischer Natur ist. Wir wollen keinem Indexinvestor zu Nahe treten und schließen nicht aus, dass diese sehr wohl eine Analyse der zugrunde liegenden Instrumente betreiben. Allerdings führte der Hype der letzten Jahre, bezogen auf reine Indexkonzepte, eben auch dazu, dass nicht das zugrunde liegende Gesamtrisiko eines Wertes im Mittelpunkt stand, sondern eben einzig das Marktrisiko desselben. Welches man abzubilden erhofft mit simplen statistischen Konzepten wie erwartete Renditen und deren Standardabweichung. Wir wagen uns hier auf dünnes Eis, da wir Strategien vereinheitlichen, die eine sehr breite Streuung aufweisen, wie an folgendem Vergleich deutlich wird. Legt man das Beispiel des Vergabemodus von Subprime-Krediten zugrunde, wurde dort auf eine Analyse des Einzelrisikos weitestgehend verzichtet. Einzig kumulierte Daten bezüglich erwarteter Verluste wurden herangezogen, welche offensichtlich unter der Annahme weiter steigender Hauspreise und damit verbundener, hoher Verwertungsquoten (was die Bedeutung der Ausfallwahrscheinlichkeit logischerweise schwächte) sehr gering erschienen sind . Systemische Risiken wurden hierbei vernachlässigt und genau darin liegt das Problem dieser Art von Risikoeinschätzung. Bezieht man sich hingegen auf die in den letzten Jahren sehr prominenten Vertreter von algorithmischen Trading-Konzepten, deren Umsetzung hohe Liquidität im zugrunde liegenden Instrument bedarf und deshalb in der Regel auf Indices basieren, spielt das idiosynkratische Risiko offensichtlich eine zu vernachlässigende Rolle.

Beiden Modi ist allerdings eines gemein: Sie sind extrem abhängig von Kapitalströmen. Ein hoher Zufluss in die Subprime-Märkte (2005-2007 ausgelöst durch deren Verwendung als elementarer Bestandteil von Subprime-ABS) führt zu einem extrem niedrigen Zinsniveau, welches einen immer weiter rückläufigen, erwarteten Verlust erfordert, um weiter die Profitabilität des Kredits zu garantieren. Starke Mittelzuflüsse in algorithmische Fonds führen dazu, dass sich die Trading-Konzepte gegenseitig kannibalisieren, da kurzfristige Marktbewegungen eben genau durch diese ausgelöst werden. In dem Sinne, dass Kauf- und Verkaufsignale durch das Auslösen genau derselben Signale von konkurrierenden Konzepten auftreten. Würde man zu einem pessimistischen Unterton neigen, könnte man hier den Begriff „selbsterfüllende Krisen“ prägen.

Führt man nun diese Ideen zusammen (homogenes Marktverhalten und die Mechanik von Indexkonzepten), muss man zu dem Schluss kommen, dass hier ein systemisches Risiko für die Finanzmärkte besteht (siehe auch unseren Exkurs zum Herding). Wir sind in unserem letzten Newsletter kurz auf die Rolle von Multi-Asset-Fonds zu sprechen gekommen, aber sehr viel extremer stellt sich die Situation im ETF-Markt dar. Das gilt insbesondere dann, wenn die zugrunde liegenden Märkte eine geringere Liquidität aufweisen, wie es beispielsweise im HY-Segment der Fall ist.

Big Boys don't cry

Quelle: Thomson Reuters, Goldman Sachs, XAIA



In obiger Abbildung zeigt sich der enorme Abfluss aus HY-ETFs v. a. im 2. Quartal 2013 – nach den starken Kursanstiegen seit Mitte 2012 eine durchaus nachvollziehbare Reaktion. Unsere Bedenken basieren vielmehr auf der Tatsache, dass ETF-Manager wenig an den zugrunde liegenden Risiken der Index-Mitglieder interessiert sind, sondern alle (mit gewissen Spielräumen) Credits des Index zu gleichen Teilen verkaufen müssen – unabhängig von deren fundamentaler Situation und deren aktueller Liquidität. In einigen Anleihen stellen ETF-Manager bereits die dominanten Akteure, die ohne die aktuelle Marktsituation berücksichtigend ihre Orders platzieren – genau das ist klassisches Herdenverhalten. Um unsere Kritik an ETFs etwas zu relativieren, möchten wir darauf hinweisen, dass diese Problematik natürlich im selben Umfang für reine Index-Spieler im CDS-Universum gilt. Dieses Problem zeigt sich übrigens auch in der Performance von HY-ETFs gerade in Stressphasen. Während des Sell-Offs im Mai/Juni haben die beiden größten HY-ETFs rund 2 % mehr eingebüßt als die zugrunde liegenden Indices – eben genau aus den oben genannten Gründen. Die vielfach gepriesene Erhöhung der Liquidität an den Märkten durch das verstärkte Auftreten von ETF-Akteuren lässt sich rational betrachtet in einem Markt begrenzter Assets auch nur schwerlich rechtfertigen. Wenn die durch die expansive Geldpolitik der Zentralbanken im Überschuss zur Verfügung stehende Liquidität genau in die Märkte fließt, die eine Zusatzrendite zu Staatsanleihen aufweisen, löst man das Problem gewisser Liquiditätsbeschränkungen nicht dadurch, dass man nicht direkt in diese Märkte, sondern mit Hilfe von ETFs investiert. Der ETF-Manager muss exakt dieselbe Handlung vollziehen – nur tut er das möglicherweise mit etwas weniger Hirn als es in gewissen Situationen angebracht wäre.

Exkurs: Von Herden und Lemmingen

Die Theorie beschäftigt sich seit Mitte der 70er Jahre mit der Frage der Effekte auf die Finanzmärkte durch ein Gleichverhalten der Anleger – wobei die starken Kursschwankungen auf den Währungsmärkten in den 1970ern als Auslöser dieser Untersuchungen gelten. Inzwischen beschäftigen sich viele Theoriezweige mit Herding (inkl. spiel- und verhaltenstheoretischer Ansätze), während auch neuere empirische Untersuchungen die Existenz von Herdenverhalten nachweisen[3]. Ein Grundproblem der Erklärung von Herdenverhalten liegt in der Nicht-Vereinbarkeit mit der Annahme informationseffizienter Märkte – das Paradoxon besteht darin, dass Informationseffizienz zu derselben Einschätzung der zukünftigen Cash-Flows des Investments und aller relevanter Risiken des Käufers und des Verkäufers führt. Warum verkauft also dann einer, während ein anderer kauft? Durch die Einführung privater Informationen (also der Aufgabe der Annahme informationseffizienter Märkte) kann man Herdenverhalten indes einfach erklären. Verkauft Investor A und kann Investor B dies beobachten, steigt der Anreiz für B auch zu verkaufen, da er ja vermutet, dass Investor A über private Informationen verfügt, die den Verkauf rechtfertigen.
Allerdings lässt sich das in der Theorie als Paradoxon bezeichnete Problem sehr leicht dadurch lösen, dass Herding auch in informationseffizienten Märkten auftreten kann – und zwar genau dann, wenn man nicht davon ausgeht, dass Marktteilnehmer homogenen Erwartungen unterliegen. Hierbei gibt es eine Vielzahl von Beispielen, welche diese These untermauern – unter anderem diese:

- *Ratingabhängigkeit: Eine Vielzahl regulierter Marktteilnehmer (allen voran Versicherungen) müssen bei Ratingherabstufungen mehr Eigenkapital vorhalten, bzw. sofort verkaufen, falls ein Minimumrating unterschritten wird.*
- *Die Erhebung einer Finanztransaktionssteuer, die verschiedene Produkte mit unterschiedlichen Steuersätzen belegt, führt zu einer kollektiven Reallokation in das „steuerlich bevorzugte" Produkt.*
- *Liquidity Coverage Ratio im Zuge von Basel III: Banken werden „gezwungen", ihre Positionen in Staatsanleihen oder ähnliche Instrumente zu investieren.*

Diese Liste lässt sich beliebig fortsetzen, was angesichts des begrenzten Umfangs dieser Publikation jedoch vermieden wird. Der entscheidende Punkt hierbei ist, dass regulatorische Eingriffe in den Markt ein bestimmtes Verhalten einer Gruppe von Akteuren oder auch aller Marktteilnehmer nach sich zieht – also zu Herdenverhalten führen. Auch wenn man andere gute Gründe hat, regulatorisch in den Markt einzugreifen, müssen zumindest die negativen, externen Effekte eines Eingriffs berücksichtigt werden! Und diese liegen vor allem in dem durch Herding ausgelösten höheren Volatilitäten an den Märkten.
Folgt man dem Gedanken, dass Regulierung zu Herdenverhalten auch in informationseffizienten Märkten führt, dann ergibt sich eine weitere, wichtige Konsequenz für Staaten. Sie müssen nämlich dafür Sorge tragen, dass die relevanten Informationen publik gemacht werden – also sich der Grad der Informationseffizienz erhöht. Die wohl stärkste Konstellation zur Bildung von „leming-like-behaviour" besteht nämlich genau dann, wenn regulatorische Eingriffe auf Märkte mit privaten Informationen treffen.

Was bedeutet das nun? Man muss ja nicht immer gleich den Teufel an die Wand malen – aber es schadet nicht, den Pinsel bereit zu halten. Die aktuelle Situation an den Märkten ist extrem fragil und unterscheidet sich technisch nicht von der Situation in 2006/2007. Allein

[3] Vgl. hierzu bspw. John D. Hey and Andrea Morone (2004): „Do Markets Drive Out Lemmings - or Vice Versa?", Economica, 71, S. 637-659.

der Glaube an ein auslösendes Moment fehlt. Genau das ist die von uns oft beschriebene Schwierigkeit in der Prognose von stärkeren Marktbewegungen – den exakten Auslöser zu bestimmen ist sehr schwierig, aber den Mechanismus dahinter versuchen zu verstehen von elementarer Bedeutung. Ein Anstieg der Volatilitäten an den Märkten ist die logische Konsequenz, falls man der obigen These Glauben schenken möchte.

Cross-Asset-Ausblick: Markt- und Credit-Risiken – Augen zu und durch?

Die logische Konsequenz der obigen Ausführungen ist die, dass neben Kreditrisiken auch Marktrisiken eine zunehmende Rolle spielen werden. Die sofort eintretende Gegenreaktion seit Ende Mai an den Märkten sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass die technische Situation weiterhin sehr fragil ist. Das Grundproblem der Fehlallokation von Kapital im Zuge der Bereitstellung von Überschussliquidität während der letzten Jahre wird durch eine Reduktion der Liquidität bei einer gleichzeitigen Aufrechterhaltung des Niedrigzinsumfelds nur sehr langsam aufgelöst werden können. Das sieht man auch daran, dass Investoren nach wie vor bereit sind, niedrige Kreditqualitäten zu einem sehr optimistischen Preis zu kaufen. Ohne hier eine Credit-Meinung äußern zu wollen, wurde erst kürzlich von Schäffler eine Senior Secured PIK Toggle Note emittiert. Diese Anleihen können die Kupon-Zahlung in „cash“ im Falle eines Unterschreitens einer vorher festgelegten Liquiditätsgrenze und im Falle eines Überschreitens einer vorher festgelegten Verschuldungsgrenze durch die Emission weiterer Anleihen (mit gleicher Laufzeit) ersetzen. Das heißt, man bekommt dann keine Kuponzahlung im eigentlichen Sinne, sondern erhöht seine Anleiheposition. Während also vor allem die Jahre 2009 bis 2011 stark von einem Trend hin zu sehr einfachen Strukturen geprägt waren, ändert sich dies aktuell zu höherer Komplexität angesichts des nach wie vor hohen Nachfragedrucks. Die letzte Emissionswelle solcher Bonds geht auf die Jahre 2006/2007 zurück – auch im Primärmarkt lassen sich also gewisse Parallelen zu den Vorkrisenjahren feststellen.

Jetzt lässt sich trefflich streiten, ob Credit-Risiken auf den aktuellen Niveaus fair bewertet sind – das gilt vor allem auf Indexebene. Ein iTraxx X-Over Spread (50 gleichgewichtete Index-Mitglieder) von 400 bp impliziert eine Ausfallrate von etwa 28 % innerhalb der nächsten 5 Jahre. Hier sind aktuell allerdings auch zwei Namen (Codere & Norske Skog) enthalten, deren Ausfallwahrscheinlichkeit in diesem Zeitraum um die 90 % gehandelt wird (bei Standard-Recovery-Annahme). Fallen diese beiden Namen aus, verliert man also approximativ schon ein Jahr Carry-Einkommen. Ähnlich sieht es im amerikanischen Pendant zum iTraxx X-Over, dem CDX-HY-Index, aus. Hier bewegen sich neben Caesars und Radioshack sogar mehr Namen im „Distressed Debt“-Modus.

Das entscheidende Kriterium ist allerdings die Frage nach der Kompensation für Marktrisiko. Wir erinnern uns gerne an die Zeiten, als der 5y iTraxx Main @ < 20 bp gehandelt hat. Auch damals gab es Stimmen, die 20 bp als mehr als ausreichend ansahen, um das Ausfallrisiko zu kompensieren. Da es in dem damaligen Kontrakt nur zu einem Ausfall kam (und das bei hoher Verwertungsquote) wurde diese Aussage posthum verifiziert. Aber diese 20 bp/Jahr waren hart erkämpft, da man zwischenzeitlich mit knapp 1.000 bp auf diesem Trade hinten lag! Daher bleibt die Frage, wie viel Spread-Ausweitung Investoren im aktuellen Umfeld vertragen. Handelt der X-Over bei 400 bp, führt eine Ausweitung von knapp 100 bp zu einem Verlust des laufenden Ertrags für ein Jahr. Wie schnell das gehen kann, haben wir kürzlich erfahren dürfen. Angesichts der Kombination aus der Erwartung ansteigender Ausfallraten (die aktuell nach wie vor sehr niedrig sind) und zunehmenden Marktrisiken speziell in Indexprodukten (siehe oben), stellen wir in Frage, ob das aktuelle Spread-Niveau vor allem im HY-Segment eine ausreichende Kompensation darstellt.

Zurück in die Zukunft: Distressed Debt

Eine Entwicklung, die schon in 2007 eingesetzt hat, ist nach wie vor ungebrochen: Die steigende Bedeutung von Distressed Debt – nicht nur als Marktsegment, sondern eben auch als Anlageuniversum. Im 2. Quartal 2013 hat S&P 125 Emittenten jeglicher Couleur heraufgestuft, wobei 428 Mrd. USD an ausstehendem Anleihevolumen betroffen waren. Im selben Zeitraum wurden allerdings 175 Emittenten herabgestuft – mit einem Volumen von mehr als 1.600 Mrd. USD. Natürlich ist auch das Ausdruck der seit Jahren betriebenen Hilfestellung der Zentralbanken – die Bereitstellung von exzessiver Liquidität kann Liquiditätsrisiken reduzieren, nicht jedoch Solvenzrisiken.
Anders als in früheren Zyklen bestehen die höchsten Ausfallrisiken nicht nur in einigen spezifischen Sektoren (2002 bspw. im TMT-Segment), sondern gerade in Europa sind Ausfallrisiken durch die fragile Lage der Peripherieländer ein allgemeines und nicht sektorales Phänomen, da die jüngsten Untersuchungen zeigen, dass die aggregierte Staatsverschuldung in Europa weiter ansteigt. Aber auch in den USA betrifft die Überschuldung nicht nur Unternehmen, wie der Fall Detroits eindrucksvoll gezeigt hat. Sogar in wirtschaftlich (relativ) prosperierenden Ländern wie Deutschland häufen sich die Insolvenzfälle – IVG und Praktiker sind nur zwei aktuelle Beispiele. Dies alles spricht für eine zunehmende Bedeutung des Handels mit Distressed Debt in all seiner Schönheit. Credit-Investoren, die sich auch außerhalb des Investment-Grade-Universums trauen, werden sich in Zukunft diesen Situationen häufiger stellen müssen.
Wie bereits in der letzten Ausgabe des Newsletters beschrieben, sehen wir die Gefahr, dass die zunehmende Marktvolatilität eine Ouvertüre zu mehr und nicht nur ein kurzes Intermezzo gewesen ist. Wir glauben an den vorlaufenden Charakter der Kreditmärkte und erwarten deshalb nach der Sommerpause eine relative Entkopplung zwischen den Aktien- und Kreditmärkten mit dem (relativ) schlechteren Ende für Erstere. Obwohl wir solche Statistiken nicht mögen, sind wir durchaus der Überzeugung, dass die Jahresperformance in 2013 denen der durchschnittlichen Historie folgt und ein großer Teil derselben bereits erzielt wurde – ganz im Sinne des „Sell in May and Go Away“.

„Altern ist ein hochinteressanter Vorgang: Man denkt und denkt und denkt – und plötzlich kann man sich an nichts mehr erinnern“ (Ephraim Kishon). Das gilt scheinbar auch für die Märkte.

In eigener Sache: Wir verabschieden uns in die Sommerpause und planen die Veröffentlichung des nächsten X-Asset Newsletters rechtzeitig zum Beginn des Oktoberfests Ende September. Bis dahin wünschen wir allen Lesern eine erholsame Zeit.

Forecast-Tabelle

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

* Von einigen vertont. Wir referenzieren hier auf Johnny Thunders & The Heartbreakers (1979) und verwenden die negative Interpretation von „one track mind“ – beschränktes Denken. Anbei der Link zum Song http://www.youtube.com/watch?v=PMgYD5BgP9k – hierdurch erschließt sich auch, was die Toten Hosen in ihrem Wort zum Sonntag gemeint haben.

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