X-ASSET NEWSLETTER

02 OKT 2013

#8

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

American Dream*

>> The future is not what it seems for the American dream,
time has come you know we can't stop it,
you know that the end is drawing near.<<

AMERICAN DREAM *

Die aktuelle Interpretation des amerikanischen Traums geht auf die Fed zurück. Neben dem immer wiederkehrenden Haushaltsstreit gilt unsere größte Sorge der verpassten Chance der Fed, in ihrer September-Sitzung den Liquiditätszuwachs zu bremsen. Wir sprechen hier nicht von einer Reduktion der Liquidität, sondern nur von einem geringeren (immer noch sehr positiven) Liquiditätswachstum. Wenn man die Nachrichten der letzten Wochen und Monate betrachtet, erscheint es überraschend, dass wir hier von einem Land sprechen, dessen 5Y-CDS bei 35 bp handelt. Deshalb sehen wir die Marktrisiken für den Rest des Jahres als durchaus signifikant an. In Kombination mit den steigenden politischen, regulatorischen und legalen Risiken (denen wir einen Großteil dieses Newsletters widmen) und der sehr fragilen Markttechnik sind wir der Meinung, dass wir die Spread-Tights des Jahres 2013 bereits hinter uns gelassen haben.

Die verpasste Chance

Die Entscheidung der Fed, vom im Mai angekündigten Tapering abzuweichen, hat nicht nur für eine positive Überraschung an den Märkten gesorgt, sondern auch zu einem gewissen Unverständnis bei den Kommentatoren geführt. Die Grundidee der Fed war ja, dass sie die Liquidität in den Märkten schrittweise verringert, um der (Anm. der Redaktion: längst erfolgten) Bildung von spekulativen Blasen vorzubeugen. Um nun einen Einbruch der Märkte (bzw. das Platzen der bereits gebildeten Blase) zu verhindern, müssen die positiven Erwartungen der Marktteilnehmer – welche die aktuelle Bewertung riskanter Assets rechtfertigen – von der Bereitstellung kurzfristiger Liquidität auf die langfristigen Wachstumsaussichten übertragen werden. Falls die Investoren glauben, das momentane Kursniveau sei durch die Entwicklung der Realwirtschaft und nicht durch die exzessive Liquiditätsbereitstellung der Fed untermauert, kann die Liquidität schrittweise reduziert werden, ohne einen Crash auszulösen.

Irgendwie lässt uns das Gefühl nicht los, dass die Fed wohl selbst nicht an den Erfolg dieser Vorgehensweise geglaubt hat. Die Fed hat den Markt seit mehreren Monaten auf die Liquiditätsreduktion vorbereitet, weshalb man die September-Sitzung auch als verpasste Chance titulieren kann. Im Gegenteil zur ursprünglichen Idee heizt die Fed die Liquiditätsblase weiter an und wir möchten Ihnen folgenden Kommentar eines großen US Brokers am Morgen nach der Fed-Sitzung nicht vorenthalten: „Quick comment: EM space going crazy here – seeing real money, hedge funds, brokers, everyone calling for offers... getting out of control – 2-4pts higher." Das Problem hierbei ist, dass die Fed als Begründung für ihren Schritt darauf verwiesen hat, dass es noch nicht genügend positive Signale aus der Realwirtschaft gäbe, um eine Liquiditätsrückführung zu rechtfertigen. Im Umkehrschluss bedeutet das nichts anderes, als dass die Fed weiterhin Liquidität in den Markt pumpt ohne ein entsprechendes reales Wachstum und damit die Entkopplung der Märkte von der Realwirtschaft weiter fördert.

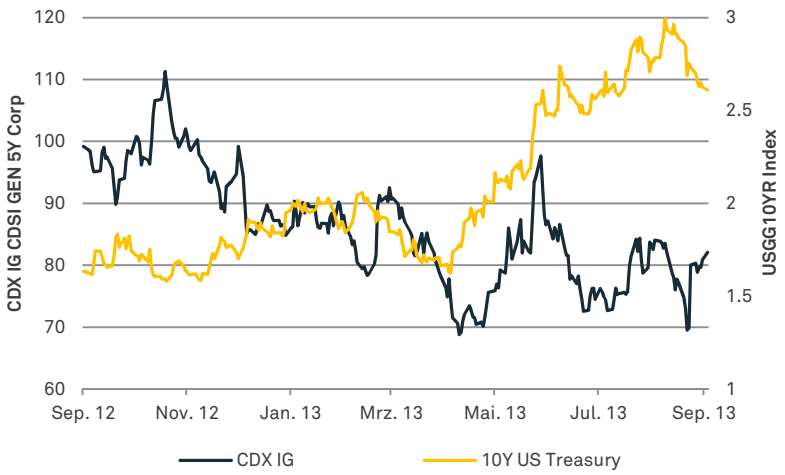
Jetzt könnte man etwas wohlwollender sagen, dass Ben Bernanke angesichts seines Amtszeitendes am 31. Januar 2014 und der bereits hoch gehandelten potenziellen Nachfolgerin Janet Yellen keine dramatischen Politikänderungen durchführen wollte, um ihr hier nicht die geldpolitische Gestaltungsfreiheit zu nehmen. Dabei hegen wir eine

große Hoffnung, da Yellen ein sehr prominenter und allseits geschätzter Ehemann zur Seite steht: der Nobelpreisträger George A. Akerlof. Folgendes fiktives Gespräch könnten wir uns hierbei gut vorstellen. JY: „Du, George, ich erhöh' heut noch bisschen die Geldmenge und kauf' paar Staatsanleihen." GA: „Naja, denk aber bitte daran, dass Märkte nicht effizient sind und Informationsasymmetrien vorherrschen. Falls die Marktteilnehmer das Risiko berücksichtigen, eine Zitrone zu erwischen, sind deine Dollars nichts mehr wert und der Markt bricht zusammen." JY: „OK, hast ja Recht. Dann erhöh' ich jetzt erst mal die Transparenz, damit die Investoren den Wert des Dollars besser einschätzen können." GA: „Um Gottes Willen, tu das bloß nicht! Das geht sicher schief." Und somit bleibt auch Frau Yellen nichts anderes übrig als ihren beiden Vorgängern zu folgen und die exzessive Liquiditätsversorgung aufrechtzuerhalten.

In jedem Fall steht die Fed vor einem weiteren Dilemma. Ein Indikator, auf den sie sich bei ihrer Entscheidung bezieht, sind die gestiegenen Staatsanleihenrenditen, die wachstumsbremsend wirken können. Jetzt folgen wir kurz der klassischen Theorie und nehmen an, dass der Haupttreiber von Renditen langfristige Wachstumserwartungen sind. Positive Wachstumserwartungen sind allerdings die Voraussetzung des erfolgreichen Taperings, da nur so die Liquiditätsreduktion keine negativen Marktwirkungen auslöst. Dieses Dilemma scheint nur schwer aufzulösen zu sein, womit man durchaus zu dem Schluss kommen kann, dass der US-Renditekurve eine zentrale Rolle auf den Märkten für riskante Assets in den nächsten Quartalen zukommt.

USA: Spreads ignorieren Renditeanstieg

Quelle: Bloomberg



Hierbei ist es auch interessant festzustellen, dass im Mai/Juni das größte Risiko für die Aktien- und Kreditmärkte in steigenden Renditen gesehen wurde. Zwischenzeitlich sind die Renditen weiter gestiegen, während sich Aktien und Credits von dem Dip im Mai mehr als erholt haben. Vor dem Hintergrund der Fed-Entscheidung wird sich das jedoch ändern. Steigende Bewertungen im Aktienmarkt und Credit-Spreads, die auf dem tiefsten Niveau seit Anfang 2010 handeln, verlieren relativ an Attraktivität gegenüber Staatsanleihen. Das ist in Europa, aber vor allem in den USA offensichtlich der Fall.

Im aktuellen Quarterly Review der BIZ[1] wird explizit auf die Auswirkungen einer weniger expansiven Geldpolitik der Fed inklusive steigender Renditeniveaus eingegangen, wobei nach wie vor die Situation der Emerging Markets im Vordergrund steht. Vielleicht mag die Lektüre dieser Publikation bei der Entscheidung der Fed eine Rolle gespielt

[1] http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1309.pdf

haben. Man kann diese ja auch anders interpretieren: Falls es die Situation zugelassen hätte, wäre zumindest die Wachstumsrate der Liquiditätszufuhr reduziert worden. Soviel zum Marktrisiko. Im Folgenden möchten wir der Frage nach einer anderen Risikodimension ausgiebig nachgehen, da wir hier mittelfristig ein zentrales Risiko für die Finanzmärkte sehen: politische, regulatorische und legale Risiken.

PRL-Risiko – der Teufel steckt im Detail[2]

Während sich die Konsequenz der Erfahrungen der letzten Jahre hauptsächlich darin widerspiegelt, dass Tail Events eine vermehrte Aufmerksamkeit im Risk Management geschenkt wird, werden vor allem zunehmende politische, regulatorische und legale Risiken (im Folgenden PRL-Risiko) als neue Risiko-Dimension weitgehend ignoriert. Der Startpunkt der Überlegungen hierbei ist die in den USA und v. a. in Europa populäre „Duale Krisenbekämpfung". Hierbei sorgt die Zentralbank für eine exzessive Liquiditätsversorgung inkl. Kauf von risikobehafteten Papieren und der Staat für eine strengere Regulierung, die mehrdimensional (bezogen auf Marktteilnehmer, auf Märkte und auf Finanzinstrumente) umgesetzt wird.
Das führt in erster Linie dazu, dass die Risikoprämien sinken. Bspw. hat die Liquiditätsbereitstellung durch die EZB (LTRO) zu einer Reduktion der Liquiditätsprämie geführt, während direkte Staatsanleihenkäufe logischerweise niedrigere Risikoaufschläge in der Peripherie nach sich ziehen. In klassischen Risikomodellen führt diese Art der Krisenbekämpfung folglich zu einer reduzierten Risikoeinschätzung. Dem stehen nun allerdings die Krisenbekämpfungsmaßnahmen des Staates entgegen, da hier eben PRL-Risiken ausgelöst werden.

Um in Europa zu bleiben, lösen die Regulierungsbestrebungen auf Marktteilnehmerebene (z. B. Basel III, Solvency II), auf Instrumentenebene (EMIR, Short Selling Ban) und auf fiskalischer Ebene (Finanztransaktionssteuer) zusätzliche Risiken aus, die sich allerdings nicht in klassischen Modellen quantifizieren lassen. Allerdings wird deutlich, dass hierdurch die relative Bewertung zwischen Finanzinstrumenten beeinflusst wird, Marktsegmentation gefördert wird, Preisanomalien entstehen und die Reallokation von Investments ausgelöst wird. Am deutlichsten wird die damit verbundene Problematik bei der Betrachtung von komplexeren Arbitrage-Strategien. Unter der Annahme eines effizienten Marktes liegt der zentrale Risikofaktor bei klassischen Arbitrage-Strategien in potenziellen Modell-Fehlern, also in der Tatsache, dass Replikations-Strategien dadurch versagen, dass in der zugrunde liegenden Modellierung dieser Strategien vereinfachende Annahmen getroffen werden, die eben dazu führen, dass mögliche Ereignisse auftreten können, in denen das Auszahlungsprofil der den Strategien zugrunde liegenden Finanzinstrumente doch unterschiedlich ist. Allerdings sind diese Fehler behebbar – sie erfordern allerdings eine exaktere Modellierung. In der Praxis lässt sich dennoch feststellen, dass viele dieser Strategien in den letzten Jahren erheblich weniger Ertrag erwirtschaftet haben als das noch in der Prä-Lehman-Ära der Fall war. Der Grund hierfür liegt unserer Ansicht nach in dem größer werdenden PRL-Risiko seit 2008. Genau dieses Argument lässt sich auch auf die meisten Absolute-Return-Strategien anwenden. Während die Grundlage von Arbitrage-Strategien auf quantitativ bewertbaren, fundamentalen Auszahlungsprofilen beruht, basieren die meisten Absolute-Return-Strategien oftmals auf empirischen Beobachtungen – und auch in diesem Fall lässt sich ein deutlicher Unterschied in der Ertragsentwicklung dieser Strategien vor und nach Lehman feststellen.

[2] Die folgenden Ausführungen basieren auf einem Vortrag bei der Konferenz „Risk Management Reloaded" im September 2013 in München (http://www.mathfinance.ma.tum.de/kpmgce/conference-2013).

Dieses auf den ersten Blick doch etwas esoterische Argument soll anhand einiger realisierter Beispiele verdeutlicht werden – wobei die enge Verknüpfung und oftmalige Überschneidung von politischen, regulatorischen und legalen Risiken erkennbar ist:

Politisches Risiko

- *Definition:* Unter politischem Risiko subsumieren wir Eingriffe von Seiten des Staates oder supranationaler Organisationen, die direkt den legalen Status eines Investments beeinflussen. Hierzu zählen ein Memorandum, Nationalisierung oder auch ein potenzieller Euro-Exit. Politische Risiken können sich aber auch in spezifischen Verboten widerspiegeln oder ganz allgemein in direkten Eingriffen in den Marktmechanismus.
- *Beispiele:* Das gravierendste Beispiel der jüngeren Historie war die Umsetzung des „Private Sector Involvements" (PSI) in Griechenland in 2012. Nachdem auf internationaler Ebene ein politischer Konsens zur Restrukturierung der griechischen Staatsschulden unter Beteiligung der Privatinvestoren gefunden wurde, war die Idee des „freiwilligen" Schuldenschnitts geboren. Da man sich vorher die Akzeptanz eines Haircuts auf ausstehende Staatsanleihen nach griechischem Recht (GGBs) politisch gesichert hatte, konnte das griechische Parlament über eine Änderung des Emissionsgesetzes eine „Collective Action Clause" einführen, wodurch mit einer Zustimmung von mindestens 75 % der Investoren der Tausch von „alten" GGBs in neue Anleihen Griechenlands bei einem Haircut von mehr als 75 % umgesetzt wurde.
- *Auswirkung:* Die Auswirkungen auf die Anleiheinvestoren waren offensichtlich gravierend, vor allem im Vergleich zu griechischen Anleihen, die nach internationalem Recht begeben wurde. Diese wurden bisher alle vollständig bedient und handeln aktuell knapp unter Par. Hierbei wurden Investorenrechte rückwirkend geändert und offensichtlich die Pari-Passu-Klausel auf zwei Dimensionen verletzt. Einerseits wurden Halter von Anleihen nach internationalem Recht gegenüber solchen, die GGBs gehalten haben, bevorzugt. Andererseits wurden nur private Investoren an den Restrukturierungskosten beteiligt – nicht aber öffentliche Einrichtungen wie die EZB und die EIB. Nachdem seit März 2012 die Erfolgsaussichten verschiedener Klagewege analysiert wurden, ist kürzlich der erste Klageversuch öffentlich geworden. Und zwar handelt es sich hier um ein ICSID-Schiedsgerichtsverfahren zwischen der Poštová banka, a. s. and ISTROKAPITAL SE vs. Hellenic Republic (ICSID Case No. ARB/13/8), welches hier verfolgt werden kann: https://icsid.worldbank.org.[3]

Regulatorisches Risiko

- *Definition:* Unter regulatorischem Risiko fassen wir alle Eingriffe durch staatliche oder supranationale Instanzen in den Marktmechanismus auf unterschiedlichen Ebenen zusammen. Diese Ebenen umfassen Märkte, Instrumente und Marktteilnehmer.
- *Beispiele:* Es verwundert nicht, dass in der aktuellen Situation eine wahre Regulierungsflut auf allen Ebenen zu beobachten ist. Neben der forcierten (wobei das Wort forciert in diesem Zusammenhang einen Hauch von Ironie in sich birgt) Umsetzung von Basel III und Solvency II zählen die geplante Einführung der europäischen Finanztransaktionssteuer (FTT) sowie die Umsetzung von EMIR zu den maßgeblichen Projekten auf regulatorischer Ebene.
- *Auswirkung:*
  Basel III/Solvency II: Die verschärften Eigenkapital- und Risikokapital-Regeln für Banken machen sich bereits am Markt bemerkbar. Banken nehmen weitaus weniger Risiko auf ihre Handelsbücher, wodurch auch ein stabilisierendes Element in den Märkten verloren geht. Der Sell-Off im Mai/Juni 2013 vor allem im HY- und EM-

[3] Eine Übersicht über das Verfahren finden Sie hier: http://www.xaia.com/uploads/media/Greece_Aug2013_02.pdf

Bereich wurde eben auch dadurch verstärkt, dass der Großteil der Market-Maker nur sehr begrenzte Möglichkeiten hatte, die Verkäufe vor allem von Multi-Asset-Fonds und ETFs aufzufangen. Letztlich führen strengere Eigenkapital-Vorschriften in der Bankenindustrie eben auch dazu, dass die Markttiefe und -breite verringert wird, was unabdingbar höhere Volatilitäten bei externen Schocks nach sich zieht.

FTT: Die Diskussion über die europäische FTT nimmt schon langsam groteske Züge an. Aktuell wird in Frage gestellt, ob die FTT mit dem EU-Vertrag vereinbar ist, da sie erstens eine Einschränkung des Kapitalverkehrs implizit mit sich bringt und zweitens die Gleichbehandlung der Investoren missachtet, da nicht alle Länder daran teilnehmen werden. Vor diesem Hintergrund sollte es nicht verwundern, wenn die Umsetzung a) noch sehr viel Zeit benötigt und b) die Steuer nur in stark abgeschwächter Manier umgesetzt werden kann. Aber auch unter der Annahme, dass das aktuelle Konzept so nicht implementiert wird, lassen sich trotzdem gewisse Effekte auf die Märkte ableiten. Erstens wird die Steuer angesichts unterschiedlicher Steuersätze eine Reallokation von Cash-Instrumenten zu Derivaten hervorrufen, da Letztere einem sehr viel geringeren Steuersatz unterliegen (10 bp vs. 1 bp). Ein weiterer Reallokationseffekt liegt darin begründet, dass es zu Kapitalflüssen von besteuernden zu steuerfreien Jurisdiktionen kommen wird. Und letztlich kommt es auch zu einer Reallokation von besteuernden zu steuerfreien Instrumenten. Diese drei Effekte ziehen natürlich auch Preisveränderungen nach sich und somit liegt eine zentrale Auswirkung der Steuer in einer Verzerrung des Preisgefüges an den Märkten.

EMIR: Die Umsetzung der European Market Infrastructure Regulation (EMIR) beinhaltet den Transfer von OTC-Derivaten auf zentrale Clearingstellen. Dies soll einerseits die Transparenz und Liquidität des Derivatemarktes erhöhen und andererseits Kontrahentenrisiken reduzieren. Aber auch hier ergeben sich natürlich Preiseffekte. Da die komplette Umsetzung von EMIR einige Jahre in Anspruch nehmen wird, existieren in der Zwischenzeit natürlich weiterhin OTC-Derivate, die angesichts der anzunehmenden höheren Kosten bei Derivaten, die über Clearinghäuser abgewickelt werden, günstiger aus Sicht der Investoren sind. Dies kann Reallokationen innerhalb des Derivatemarktes bedingen. Die schrittweise Umsetzung von EMIR kann folglich dazu führen, dass aus Instrumenten, die zuerst unter EMIR fallen, in solche, die später unter EMIR fallen sollen, reallokiert wird. Wenn man beispielsweise 5-jährige CDS-Indices cleared, 3- und 7-jährige aber nicht, können die Investoren aus Kostengründen 5Y-CDS mit 3Y- und 7Y-CDS replizieren. Ähnliches wird im Zinsderivatemarkt passieren. Fängt man an, standardisierte Zinsswaps in bestimmten Laufzeiten zuerst zu übertragen, werden Investoren in nicht-standardisierte Zinsswaps anderer Laufzeiten reallokieren. Derivate sind im Kapitalmarkt die scheuesten Rehe. Zwei weitere Effekte durch die Umsetzung von EMIR halten wir für erwähnenswert. Erstens muss davon ausgegangen werden, dass Absicherungskosten für Investoren in Zukunft steigen werden. Und zweitens glauben wir nicht an die Idee, systemisches Risiko durch Clearinghäuser zu eliminieren. Es kommt vielmehr zu einer Situation, in der ganz wenige Marktteilnehmer (nämlich die Clearing-Broker) das gesamte Marktvolumen auf sich vereinen. Systemisch betrachtet erhöht sich durch die Schaffung von Clearinghäusern immer das Konzentrationsrisiko am Markt.

Short Selling Ban: Das Leerverkaufsverbot auf europäische Staaten, welches am 1. November 2012 in Kraft getreten ist, hat aus Sicht vieler Investoren weitreichende Konsequenzen. Unter anderem werden Investoren angesichts der nicht mehr vorhandenen Möglichkeit, ihre Positionen bspw. durch Staaten-CDS abzusichern, auf andere Instrumente ausweichen – an erster Stelle wer-

den das angesichts der hohen Korrelation zwischen Banken und Staaten in Europa Financials CDS sein. In folgender Abbildung sind die Spreadverläufe des Gesamtmarktes (Corporates und Financials), der Staaten und Financials seit November 2012 aufgezeigt. Letztere haben die schlechteste Performance vorzuweisen!

Financials handeln nach wie vor weit über Corporate und Staaten CDS
Quelle: Bloomberg

Ein ganz banaler Effekt aus dem Leerverkaufsverbot ergibt sich erneut für das Risikomanagement. Dadurch, dass der Regulator nur eine Seite des Marktes beschränkt, die andere aber unbehelligt lässt (also man darf Staaten-CDS ohne Gegenposition verkaufen, aber nicht kaufen), beeinflusst man den Staaten-Spread. Dieser ist künstlich niedriger gehalten als das in einem freien Markt der Fall wäre, was natürlich auch direkt die implizite Ausfallwahrscheinlichkeit beeinflusst. Folglich wird in Risikomodellen die Ausfallwahrscheinlichkeit aller europäischen Staaten zu gering ausgewiesen.

Legales Risiko

- *Definition:* Entwicklungen, die eine direkte Auswirkung auf den legalen Status eines Finanzinstruments haben. Es gibt hier natürlich gewisse Überschneidungen mit dem oben definierten politischen Risiko.
- *Beispiele:* Vor dem Hintergrund der Probleme im europäischen Bankensektor gibt es dort einige sehr frappierende Beispiele. Da wir diese bereits an selber Stelle eingehend diskutiert haben, verweisen wir in diesem Zusammenhang vor allem auf die Ereignisse bei der IBRC (Irish Banking Resolution Corp, ehemals Anglo Irish Bank), der spanischen Bankia sowie der niederländischen SNS Bank. In allen Fällen werden die nachrangigen Gläubiger an den Restrukturierungskosten beteiligt – legitimiert durch die europäische Subordinated Liability Order (SLO).
- *Auswirkung:* Problematisch ist hierbei vor allem, dass der Status von Anleiheinvestoren direkt beeinflusst wird. Letztlich gibt es eben Fälle, in denen direkte Eingriffe in die Kapitalstruktur von Banken dazu führen, dass die durch die Kapitalstruktur bedingten Rechte von Investoren relativ zueinander verändert werden. Das kann einerseits weitreichende juristische Konsequenzen (u.a. XAIA vs. IBRC), andererseits einen direkten Einfluss auf die Werthaltigkeit derivativer Instrumente haben. Die Liquidierung der SNS Bank hatte zur Folge, dass alle nachrangigen Anleihen vom niederländischen Staat eingezogen wurden und damit der Sub-CDS „verwaist“ war, da es keine nachrangigen, sondern nur vorrangige lieferbare Anleihen gab. Solche Vorgänge beeinflussen also nicht nur die betroffenen Instrumente (und damit die Anleihenhalter) selbst, sondern natürlich alle darauf basierenden Instrumente.

Marktrisiko vs. PRL-Risiko

Der Zweck der obigen relativ ausschweifenden Ausführungen mag sich auf den ersten Blick nicht sofort erschließen. Der Gedanke hierbei ist der, dass man PRL-Risiken in die Anlageentscheidung wie auch das Risikomanagement mit einbinden muss. Hierbei ergeben sich vielfältige Probleme:

- PRL-Risiko lässt sich nur schwer quantifizieren und sich nicht mit bestehenden Risikoparametern greifen. Es muss vielmehr qualitativ betrachtet werden, was letztlich eine neue Dimension in vielen Risikomanagement-Systemen erfordert.
- Es gibt keinen „Hedge“ gegen PRL-Risiken am Markt – es muss also immer auf juristischem Wege reagiert werden, was langwierig und kostspielig ist. Hierbei ist zu beachten, dass PRL-Risiko meistens zum Negativen „geskewed“ ist – es gibt nur sehr wenige Fälle, in denen Investoren profitieren. Es gibt also keine Kompensation für die Übernahme von PRL-Risiken.
- Das Hauptproblem liegt unserer Ansicht nach darin, dass Markt- und PRL-Risiken in Stresssituationen positiv korrelieren. Genau dann, wenn Märkte unter starkem Stress stehen, erhöht sich die Wahrscheinlichkeit politischer, regulatorischer und legaler Eingriffe in die Märkte. Das griechische PSI, die Reaktion in Zypern, die Schaffung neuer Restrukturierungsgesetze bei europäischen Banken, die Einführung von EMIR, der FTT und des Leerverkaufsverbotes sind allesamt Maßnahmen um eine Krise (die ja als extremes Marktrisiko definiert ist) zu bekämpfen. In Tail Events sehen sich Investoren also von beiden Seiten unter Druck: von Markt- und von potenziellen PRL-Risiken.

Wir stellen noch eine weitere Problematik fest, die wir hier aber sehr stark vom aktuellen Liberalisierungshype in Deutschland abgrenzen möchten. Vor dem Hintergrund der gerade in Europa etablierten Maßnahmen als Reaktion auf die europäische Schuldenkrise sind die Kapitalmärkte sehr viel unflexibler geworden – und zwar in dem Sinne, dass die Preisreaktionen auf potenzielle exogene Schocks stärker ausfallen. Es gibt einerseits wenige Investoren, die in Stress-Situationen Risiken aufnehmen können, andererseits werden die Märkte an sich eingeschränkt beim Einsatz bestimmter Finanzinstrumente. Aus unserer Sicht wird dem Management von PRL-Risiken in den nächsten Jahren eine gesteigerte Bedeutung zukommen, da die Diskrepanz zwischen der Entwicklung der Finanzmärkte und der Realwirtschaft weiter gewachsen ist und somit weiterhin mit hohen Volatilitäten gerechnet werden muss, was wiederum den Eingriff der Staaten bzw. regulatorischer Einheiten wahrscheinlicher werden lässt. Der nächste griechische Schuldenschnitt wird offen diskutiert, die Kapitalkontrollen in Zypern haben weiter Bestand und die fundamentale Situation hat sich in einigen Ländern auch nur leidlich verbessert.

Cross-Asset-Ausblick: Murphy’s law

Alles was schiefgehen kann, wird auch schiefgehen.
Streng formal betrachtet lässt sich Murphy’s Gesetz nicht auf die Kapitalmärkte anwenden, aber diesem Motto scheint aktuell durchaus eine Vielzahl von Investoren zu folgen. Die Liquiditätsquote ist aktuell unserer Einschätzung nach bei vielen Kunden relativ hoch und die Positionierung auf das Eintreten von stärkeren Rückgängen an den Märkten implementiert. Das spiegelt sich aktuell bspw. in einer sehr hohen Put/Call-Vola-Skew in Indexoptionen wider. Beispielsweise liegt die implizite Volatilität in Dez 13 8000er DAX Puts bei mehr als 19 %, während 9000er Calls bei weniger als 14 % handeln (DAX @ 8600; Intraday 30.9.2013). Dies zeigt das nach wie vor hohe Sicherungsniveau, welches in Kombination mit der aktuellen Liquiditätsquote eben auch gegen einen kurzfristigen dramatischen Rückgang der Märkte spricht.

Wir denken aber, dass vor allem Credit-Spreads auf einem Niveau angelangt sind, auf dem das Einengungspotenzial äußerst limitiert ist. Die jüngste Einengungswelle war aber weitaus selektiver geprägt als das noch vor einem Jahr der Fall war. In Europa haben sich vor allem gute Kreditqualitäten aus dem Corporate-Bereich stark entwickelt, während die Peripherieländer auf Jahresbasis beispielsweise unverändert (Italien/Spanien) bzw. weiter (Portugal) handeln. Dies ist ein Phänomen, das im aktuellen Umfeld nicht verwundern darf. Die ersten Kaufimpulse waren im September 2012 (Draghi's Bid) über alle Sektoren/Segmente verteilt und rein systematischer Natur. Aktuell treten idiosynkratische Risiken wieder in den Vordergrund, was sich natürlich in einer sehr viel heterogeneren Marktentwicklung widerspiegelt.

Wir sehen jedoch auch darin eine durchaus problematische Entwicklung, dass angesichts der Krisenbekämpfungsmaßnahmen in Europa und den USA Risikoprämien zu niedrig gepreist sind. Das verleitet Investoren dazu, vermehrt Marktrisiken auf sich zu nehmen, womit das System anfällig wird. In Kombination mit den oben besprochenen PRL-Risiken resultiert hier eine extreme Fragilität des Finanzsystems, was in unseren Augen der Situation vor 2007 ziemlich genau entspricht. Da aber obig genannte stabilisierende Faktoren (Liquidität, Tail-Event-Absicherung) nach wie vor nicht von der Hand zu weisen sind, stellt sich die Frage, welcher Auslöser einen drastischen Einbruch der Märkte nach sich ziehen könnte.

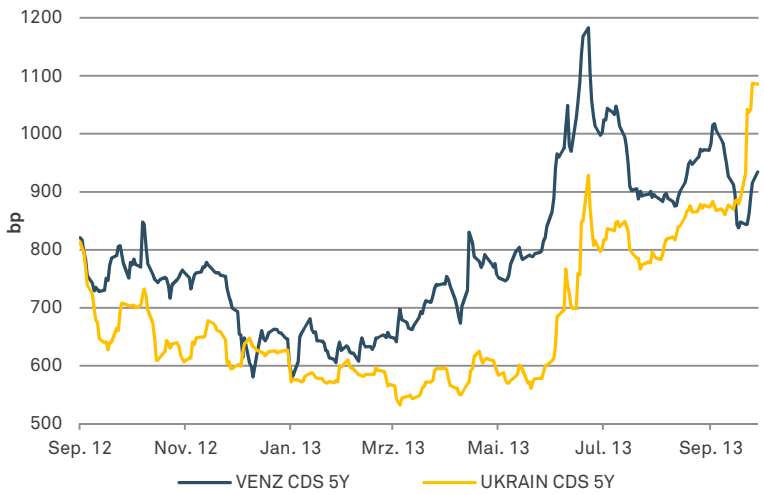
Die politische Farce in Italien und das sich ewig wiederholende Haushaltsproblem in den USA zeigen das grundlegende Problem auf – taugen aber nicht als Krisenauslöser. Wir sehen in der ausufernden Überschuldung der USA und der Tatsache, dass der Hauptgläubiger auch noch die eigene Zentralbank ist, natürlich das ursächliche Problem vieler westlicher Nationen, müssen aber auch eingestehen, dass die Politik der Fed solange gut geht, solange die Mehrheit der Investoren glaubt, dass sie gut gehen könnte. Das wird zunehmend unwahrscheinlicher, aber es gibt natürlich viele Gründe, warum der de facto Staatsbankrott der USA vorerst auch einer ohne praktische Wirkung bleiben wird. Alle Industrienationen (angeführt von China und Japan) haben einen starken Anreiz, das amerikanische Modell zu bewahren – hauptsächlich aus systemischen Überlegungen heraus. Solange es den USA gelingt, ihre Defizite zu finanzieren, wird von dieser Seite auch kein globaler Schock ausgelöst. Und man muss der amerikanischen Krisenpolitik zumindest zugutehalten, dass es ihr wie keiner anderen gelingt, das Vertrauen der Investoren wieder herzustellen. Die Tatsache, dass die amerikanischen Banken seit zwei Jahren Rekordergebnisse erzielen, mag man als Stärke deuten – man kann es aber auch realistischer als eine nationale Umverteilungsmaßnahme verstehen, da sich die Gesamtverschuldung und die damit verbundenen ökonomischen Kosten der gesamten Ökonomie erhöht haben.

Die politische Situation in Italien wird auch auf europäischer Ebene als richtungsweisend gesehen – obwohl wir Europäer doch gar nichts dafür können. Italien zeigt aber wohl am deutlichsten, dass die damaligen Befürworter des Königswegs hin zu einer Europäischen Union, die zuerst eine politische und dann eine ökonomische Union als logische Konsequenz forderten, wohl Recht behalten werden. Aber auch wenn man geflissentlich über Italien hinwegsieht, muss konstatiert werden, dass sich die ökonomische Realität weitaus weniger stark verbessert hat, als dass die Finanzmärkte aktuell suggerieren. Die Divergenz der Wachstumsraten (einer der zentralen Auslöser der Krise) steigt unvermindert an und neben politischen Risiken (steigende Bedeutung europafeindlicher Parteien in ganz Europa) stellt sich die Frage nach funktionierenden Ausgleichsmechanismen für realwirtschaftliche Divergenzen, wie bspw. die Leistungsbilanzüberschuss-Diskussion in Deutschland zeigt. Ein nächster Meilenstein wird die

Aufhebung der Kapitalkontrollen in Zypern (Anfang 2014) sein – dann wird sich zeigen, ob die Beteiligung privater Gläubiger an den Restrukturierungskosten des Bankensystems erfolgreich war.

Trotzdem denken wir nicht, dass der Auslöser einer stärkeren Marktbewegung durch die Situationen in Italien und USA hervorgerufen wird. Der Markt hat hier einfach zuviel Zeit gehabt, seine Erwartungen zu adjustieren und es fehlt somit der Überraschungseffekt. Was wir mit wachsender Sorge beobachten, ist weiterhin die Situation in den Emerging Markets. Während die Liquiditätsversorgung also ungebremst weiter geht, profitieren bei Weitem nicht alle Märkte davon. In folgender Abbildung wird die Entwicklung des 5Y-CDS in Venezuela und der Ukraine aufgezeigt – beide ehemaligen EM-Stars handeln aktuell mit impliziten Ausfallwahrscheinlichkeiten um die 50 %.

Fallen Angels: Ukraine und Venezuela
Quelle: Bloomberg



Obwohl in den letzten Monaten bereits signifikante Kapitalabflüsse aus den EM zu beobachten waren, sehen wir hier durchaus einen potenziellen Auslöser eines exogenen Schocks, der angesichts der aktuell hohen Marktrisiken in Kombination mit den von uns besprochenen PRL-Risiken möglicherweise dazu führt, was die Strategie der westlichen Zentralbanken ex post als falsch erkennen lassen würde: eine nächste Facette der unserer Ansicht nach nicht beendeten globalen Finanzkrise. In diesem Falle müsste sich die Fed von ihrem Traum verabschieden und realistischer die Problematik der exzessiven Liquiditätsversorgung analysieren, ganz im Sinne von Ernst von Feuchtersleben: *„Pläne sind die Träume der Verständigen.“*

Forecast-Tabelle

	3M	6M	9M	12M
Credit				
IG Cash	o/-	o/-	-	-
IG CDS	-	-	--	--
HY Cash	-	-	-	-
HY CDS	-	-	--	--
Fin Cash	o/-	o/-	-	-
Fin CDS	-	-	--	--
Staatsanleihen				
AAA/AA	o	o	o	o
Peripherie	o	o/-	-	-
iTraxx SovX WE	o	o	-	-
Volatilität (long)	+	+	++	++
Euro-Aktien	-	--	--	--

++ = “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)

*Pennywise (1999), aufgenommen auf dem 5. Album “Straight Ahead”. Da US Punk Bands nicht das Spezialgebiet des Autors sind, bei Nachfragen bitte an den Kollegen Jan Mai – unseren Experten auf diesem Gebiet – wenden. Anbei der Link: http://www.youtube.com/watch?v=-mRGgKubp7E.

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