

12 NOV 2013

#9

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

Prisoner Of Society *

>>Well we don't need no one to tell us what to do
Oh yes we're on our own
And there's nothing you can do
So we don't need no one like you
To tell us what to do.<<

PRISONER OF SOCIETY*

Manchmal wünscht man sich ein schlechteres Gedächtnis. Der Börsengang von Twitter erinnert an die Hochzeiten der Tech-Bubble, die aktuelle Rückkehr von gehebelten Kreditprodukten erinnert an 2005/2006 und die westlichen Zentralbanken kämpfen mal wieder um die legitime Nachfolge von Alan Greenspan. Die Aktien- und Kreditmärkte danken es und die Investoren verdienen heute das Geld, das sie morgen wieder verlieren werden. Die Preisverzerrungen an den Finanzmärkten verstärken sich und wirken sich natürlich auch auf die Preise an den Gütermärkten aus. Und als ob das alles nicht schon genug wäre, findet aktuell eine ernsthafte Diskussion darüber statt, direkte Eingriffe in die Realwirtschaft durch die Limitierung von Güterströmen vorzunehmen. Sprich, Deutschland soll seine Leistungsbilanzüberschüsse reduzieren. Die langfristigen Auswirkungen dieser schleichenden Dominanz staatlicher Preisbestimmungen soll Inhalt dieses Newsletters sein. Des Weiteren werden wir einen kurzen Ausblick auf 2014 zum Besten geben und uns auf potenzielle Risikofaktoren fokussieren. Allen zart besaiteten Lesern sei nahe gelegt: Zu Risiken und Nebenwirkungen lesen Sie den Disclaimer oder wenden Sie sich an Ihren Portfoliomanager.

„Herr Felsenheimer, nicht alles was für Sie neu ist, ist auch neu für die Wissenschaft.“¹

Nicht nur in der Wissenschaft, auch in den Kapitalmärkten scheint dies der Fall zu sein. Die Entscheidung der EZB, die Leitzinsen weiter zu senken und dem Markt zu signalisieren, dass sie bereit ist, unlimitiert Liquidität zur Verfügung zu stellen (über ihre Toolbox LTRO und volle Tender-Zuteilung), kam zumindest für einige Marktteilnehmer überraschend (den Verfasser mit eingeschlossen). Die EZB ist damit der Fed gefolgt und hat sich ihren Platz im globalen Zinssenkungswettbewerb gesichert. Allerdings tritt dieser schön langsam in seine letzte Phase ein – ausgehend vom aktuellen Niveau ist der Spielraum für weitere Zinssenkungen naturgemäß beschränkt. Geht man mal davon aus, dass ein negativer Leitzins sogar für die EZB, die Fed und die BoJ relativ sinnbefreit erscheinen sollte.

Eine logische Konsequenz dieser Zentralbankpolitik besteht nun auch darin, dass es für den Lender of Last Resort ziemlich schwer wird, einer möglicherweise neu auftretenden Krise (wir geben zu, dieser Gedanke ist meilenweit hergeholt) etwas entgegenzusetzen. Die EZB vergibt genau wie die Fed aktuell die Chance, sich einen Krisenpuffer zu verschaffen. Das kann eigentlich nur zwei Gründe haben. Erstens mag die EZB über Informationen verfügen, die eine neue Krise sehr unwahrscheinlich erscheinen lassen oder wir sind bereits in einer Krisensituation. Natürlich besteht auch die Möglichkeit, dass sich die Zentralbanken hier völlig rational im spieltheoretischen Sinne verhalten und die dominante Strategie im Falle der Zinssenkung eines Spielers (also einer anderen Zentralbank) die ist, ebenfalls die Zinsen zu senken. Dann sollte man aber auch nicht außer Acht lassen, dass sich die dominante Strategie ändern kann, falls das Spiel wiederholt wird. Man kann aber auch weniger zynisch argumentieren, dass die EZB ja

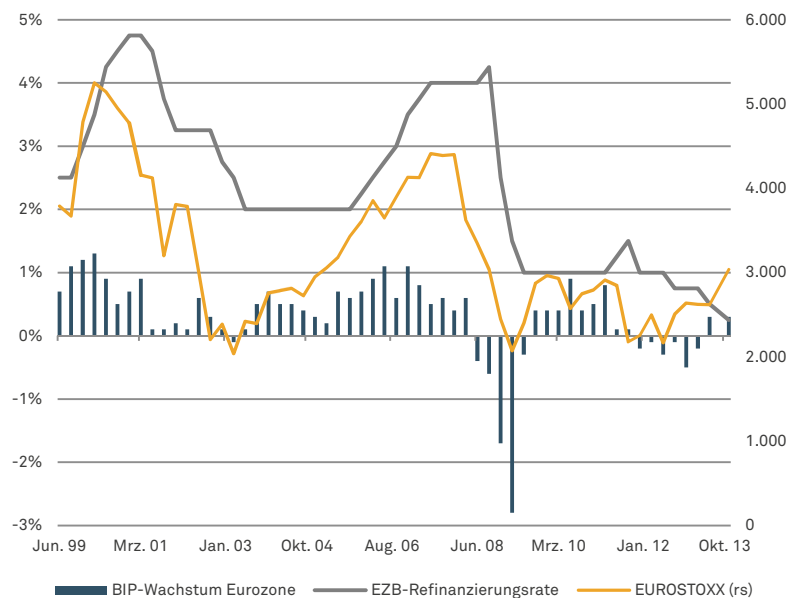
¹ Als ich Mitte der 1990er Jahre als Assistent an einem bereits nicht mehr existenten Lehrstuhl der LMU München anfangen durfte zu arbeiten, war dies der erste (es sollten noch viele folgen) prägnante Satz des damaligen Lehrstuhlinhabers. Diese Aussage hat zu zwei Erkenntnissen geführt: Es gibt immer jemanden, der mehr weiß als man selbst und man sollte nie versuchen, klüger zu erscheinen als man ist. Folglich sei mir verziehen, falls die folgenden Zeilen den Leser intellektuell unterfordern. Für mich war der Sachverhalt neu.



durchaus zwei auf den ersten Blick rationale Gründe für ihre Entscheidung angeführt hat. Ein Argument besteht darin, dass trotz der expansiven Entwicklung der Geldmengenaggregate ein Rückgang der Kreditvergabe der Banken zu verzeichnen war. Hier darf man wiederum entgegenhalten, dass dies in einer Liquiditätsfalle (weitere Zinssenkungen führen nicht zu weiteren Investitionen) keine große Überraschung darstellt. Auf die Tatsache, dass die expansive Geldpolitik der letzten Jahre keinen Wachstumsimpuls auslöst, mit noch expansiveren Maßnahmen zu reagieren, darf also durchaus als befremdlich erachtet werden. Folgende Abbildung verdeutlicht die Misere. Die Zinssenkungen der EZB seit 2008 sind vor allem den Finanzmärkten zugutegekommen – in weitaus geringerem Maße jedoch der Realwirtschaft.

EZB Refinanzierungsrate, BIP-Wachstum der Eurozone und EUROSTOXX seit 1999

Quelle: Bloomberg



Das zweite Argument der EZB war die aktuell extrem niedrige Inflationsrate (vorsichtige Schätzung: aktuell bei 0,7 %). Um deflationäre Tendenzen zu vermeiden, sollte also der Zinssatz weiter gesenkt werden. Wir werden später noch darauf eingehen, aber auch das halten wir für eine richtige Schlussfolgerung in einer idealtypischen Ökonomie und von diesem Zustand ist die Eurozone aktuell weit entfernt. Vielmehr sind Vermögenswertinflation und Güterpreisdeflation zwei Symptome derselben Ursache – nämlich der der exzessiven Liquiditätsversorgung.

Trotz dieser offensichtlichen Kritik darf man der EZB ja keine Absicht unterstellen. Kann es also sein, dass die EZB über private Informationen verfügt, die diesen Schritt rechtfertigen? Möglicherweise gibt es ja systemrelevante Banken in Europa, die sich diesen Schritt erbeten haben? Einer der ersten Kommentare zur Zinssenkung von Bankenseite war der folgende: „This is good news, because it shows that the central bank is very serious about fighting tight financial conditions.“ Sie dürfen raten, von welcher Bank dieser Kommentar stammt. Einen kleinen Tipp möchte ich geben: es war eine italienische. Offensichtlich bereiten einige Entwicklungen im europäischen Bankensektor Anlass zur Sorge: einerseits die stetig steigenden Volumina an notleidenden Krediten in einigen Peripherieländern und möglicherweise auch der anstehende Bankenstresstest. Die Maßnahme der EZB kann somit auch als ganz klare Ansage an die europäischen Banken gesehen werden: Es wird in keinem Fall zu einem Liquiditätsengpass kommen und somit die Situation der Monate nach Lehman vermieden werden. Natürlich hat die Zinssenkung wiederum die relativen Risikodifferen-



zen zwischen den Euroländern beeinflusst. In einer ersten Reaktion haben sich v. a. Peripherie-CDS eingeeengt. Sie verzeihen uns einen letzten, zynischen Kommentar. Aber es ist noch nicht lange her, da wurde genau diese im Markt fehlende Risikodifferenzierung (also die Konvergenz der Risikoaufschläge) als eine zentrale Ursache des Beinahe-Zusammenbruchs des Euroraums erkannt. Die EZB bedingt durch ihre Politik also genau die Situation an den Märkten, die einer Marktlösung diametral entgegenstehen. Um zu unserem Eingangstatement zurückzukommen: Der Markt führt nicht immer zu einem politisch gewünschten Ergebnis, aber er bündelt alle wichtigen Informationen und sendet damit Signale. Diese Signale haben direkte Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Falls man die Marktergebnisse als ineffizient erachtet, sollte man sicherstellen, dass die staatliche Preisfindung effizientere Ergebnisse liefert. Ein Experiment, von dem man dachte, dass es spätestens in den 90er Jahren des letzten Jahrhunderts gescheitert wäre. Allerdings erreicht die Diskussion bezüglich staatlicher Eingriffe inzwischen eine neue Dimension – und diesem Thema widmen wir den nächsten Abschnitt.

“We cannot allow that everybody does [du:s] as he pleases.”
(Günther Ö.)

Das zu Berühmtheit gelangte Bonmot eines bekannten Europapolitikers kann als das momentane Credo der Regulierungsbestrebungen im Bezug auf die globalen Kapitalmärkte interpretiert werden. Man muss kein Verfechter freier Märkte sein, um festzustellen, dass der Markt sehr oft zu einem aus wohlfahrtstheoretischer Sicht effizienteren Gleichgewicht führt als eines, das durch den Staat determiniert wird. Natürlich gibt es Situationen, in denen der Marktmechanismus versagt und auch liberale Ökonomen würden zu dem Schluss kommen, dass in diesem Fall staatliches Eingreifen gerechtfertigt ist. Basierend auf dem Argument des Marktversagens greift der Staat (bzw. supranationale Organisationen) seit 2009 vermehrt in den Marktmechanismus ein – wobei vor dem Hintergrund der Auswüchse in der Finanzindustrie auch eine breite Mehrheit der politischen Parteien dahinter steht. Hierbei verweisen wir auf die an dieser Stelle bereits des Öfteren diskutierten Problemfelder, wie Basel III, Solvency II, EMIR, die europäische FTT, das Leerverkaufsverbot europäischer Staatenrisiken usw. In Kombination mit einer Zentralbank, die eigene direkte Markteingriffe durch ihre Funktion als Lender of Last Resort gerechtfertigt sieht, spiegelt die Preisentwicklung an den Finanzmärkten immer weniger ein Ergebnis der Markttätigkeit wider.

Man muss hier nicht auf sozialistisches Gedankengut zurückgreifen, um das Problem zu sehen: Marktpreise verlieren dann ihre Lenkungs-funktion, wenn sie regulativ beeinflusst sind. Dieser Zustand führt zwangsläufig zu Fehlallokationen, die unabhängig von ihren Auswirkungen auf die Finanzmärkte (die aktuell von der Mehrheit der Marktteilnehmer sicher gutgeheißen werden) ein aus wohlfahrtstheoretischer Sicht nicht pareto-optimales Gleichgewicht generieren. Gleichgewichte auf den Finanzmärkten beeinflussen eben nicht nur Preise auf denselben, sondern natürlich auch solche auf den Gütermärkten. So könnte man bspw. argumentieren, dass die von den Zentralbanken ausgelöste Vermögenswertinflation dazu führt, dass Investitionen auf den Finanzmärkten den heutigen Konsum zu Gunsten des zukünftigen Konsums verringern, da private Haushalte lieber investieren statt zu konsumieren. Hieraus lässt sich auch direkt ableiten, warum Vermögenswertinflation zu Güterpreisdeflation führt.

Die Diskussion staatlicher Eingriffe hat kürzlich eine neue Dimension erreicht, und zwar in der von vielen Seiten geäußerten Rolle Deutschlands vor dem Hintergrund der seit Jahren enormen Leistungsbilanzüberschüsse. Neben dem IWF und einigen heimischen Wirtschaftsinstituten hat nun auch die EU Deutschland darauf hingewiesen, dass es seit 2007 die Grenzen der Leistungsbilanzüberschüsse überschrei-



Das alles und noch viel mehr würd' ich machen, wenn ich König von Deutschland wär'

Leistungsbilanzsalden innerhalb des Euroraums

te und damit der gesamten Eurozone schade. Der proklamierte Lösungsvorschlag sieht nun vor, dass die Binnennachfrage durch Lohn-erhöhungen gestärkt werden sollte, was zwangsläufig zu einer Reduktion des Außenbeitrags führt. Dieses gesellschaftspolitisch vollkommen nachvollziehbare Argument muss sich jedoch auch einer ökonomischen Prüfung stellen, was wir in der Folge versuchen wollen.

Die Ausgangslage ist ziemlich eindeutig. Grundsätzlich liegt die Ursache von Finanzkrisen öfter in globalen als in nationalen Ungleichgewichten begründet. Dieses Problem lässt sich aber definitiv nicht auf Deutschland begrenzen, sondern ist bei vielen Ländern zu beobachten und kann vor allem durch mangelnde Faktorpreisflexibilität erklärt werden. Ganz explizit bezogen auf die Subprime-Krise in den USA spielten internationale Ungleichgewichte eine wichtige Rolle. Deutsche Leistungsbilanzsalden führen zu Kapitalimporten, die in der heimischen Wirtschaft keinen Platz mehr gefunden haben und teilweise sofort als Kapitalinvestitionen wieder den globalen Kapitalmärkten zugeführt wurden. Es ist eine logische Konsequenz dieser Situation, dass viele deutsche Investoren Verluste im Meltdown des amerikanischen Subprime-Marktes inklusive aller negativer Effekte auf andere Marktsegmente in besonderem Maße erlitten haben (Landesbanken, IKB, HRE etc.). Der Asienkrise in den späten 1990ern wurde wiederum durch starke Kapitalzuflüsse der Weg bereitet und die darauffolgenden Kapitalabflüsse haben die Krise ausgelöst. Nachdem in der ersten Dekade dieses Jahrtausends gerade die europäischen Peripherieländer von den enormen Kapitalzuflüssen ausländischer Investoren profitiert haben, müssen sie nun die Kosten der dadurch ausgelösten Fehlinvestitionen tragen. Diese Erkenntnisse entbehren natürlich nicht einer gewissen Trivialität, wie es im Übrigen auch die Lösung dieses grundsätzlichen Problems nicht tut. Die aktuelle Rolle Deutschlands zeigt jedoch einige Facetten, die in dieser Form durchaus eine gewisse Einzigartigkeit aufweisen.

Während in einem System flexibler Wechselkurse die deutsche Wirtschaftsleistung zu einer Aufwertung der heimischen Währung führen sollte und damit ein automatischer Stabilisator von Leistungsbilanzsalden vorhanden wäre, ist die Situation durch die Existenz eines gemeinsamen Währungsraums eine andere. Deutschland profitiert durch den Euro, da der Außenwert des Euros eben durch die wirtschaftliche Aktivität der gesamten Eurozone determiniert wird. Aus deutscher Sicht ist der Euro unterbewertet, was teilweise den Außenhandelsüberschuss Deutschlands erklärt. Aber erklärt es auch den Teil des Überschusses, der innerhalb der EU erzielt wird? Offensichtlich haben wir es hier also mit einem zweidimensionalen Problem zu tun.

Da hier der Anpassungsmechanismus des Wechselkurses außer Kraft gesetzt wurde, sind ökonomische Ungleichgewichte – ausgelöst durch die Heterogenität der Mitgliedsländer – auf andere Ausgleichsmechanismen angewiesen. Da auch die Geldpolitik in einem Währungsraum nicht national gesteuert wird, bleibt nur eine Anpassung über die Faktorpreise, die einen direkten Einfluss auf die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes ausüben. Hierbei liegt die Hauptlast vor allem auf der Arbeitsproduktivität und der Höhe der Löhne. Würden sich die Lohnniveaus flexibel anpassen können, bestünde ein automatischer Stabilisator. Das tun sie nun mal nicht und das ist auch gesellschaftspolitisch so gewollt. Deshalb ist der Euroraum auf einen „künstlichen“ Mechanismus angewiesen. Diesen Mechanismus stellt das TARGET2-System dar. Die Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands spiegeln sich in den hohen Forderungen der Bundesbank innerhalb des TARGET2-Systems wider. Dieser Mechanismus greift auch kurzfristig und kann als „Überbrückungsmaßnahme“ verstanden werden. Über eine



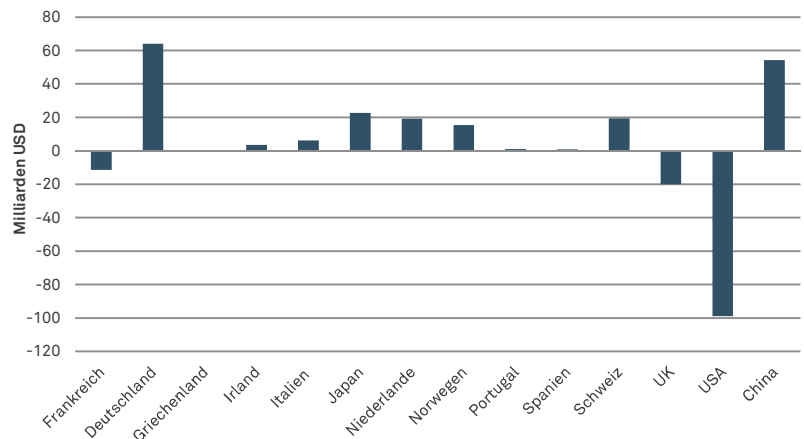
Anpassung der Faktorpreise kommt man allerdings langfristig nicht herum. Also müssen die Peripherieländer ihre Löhne senken oder es muss zu Realloohnerhöhungen in Deutschland kommen. Soweit lässt sich die Forderung der EU nachvollziehen. Es darf aber auch angemerkt werden, dass Deutschland die aktuelle Situation ja nur erreichen konnte, da die deutschen Löhne von 2000-2008 die niedrigsten Wachstumsraten innerhalb der EU aufgewiesen haben. Also müssen jetzt auch die Peripherieländer das tun, was Deutschland in den Jahren vor der Krise getan hat (v. a. im Zuge der Agenda 2010).

Leistungsbilanzsalden außerhalb des Euroraums

Außerhalb des Euroraums gestaltet sich das Problem anders. Hier herrschen flexible Wechselkurse und aus Sicht des Auslands ist es völlig unerheblich, welche Teile des konkurrierenden Währungsraums für die Exportstärke verantwortlich sind. Natürlich argumentieren die Peripherieländer, dass der Außenwert des Euros niedriger wäre, würde Deutschland einen geringeren Leistungsbilanzüberschuss aufweisen. Wie im Folgenden gezeigt wird, wäre dieser Effekt allerdings für die Peripherieländer nur gering. Man kann der EZB einiges vorwerfen, aber nicht, dass sie direkt den Außenwert des Euros niedrig hält (indirekt tut sie das natürlich). Andere Länder wiederum, um mit der Schweiz und China nur zwei zu nennen, greifen direkt in den FX-Markt ein, sollten also eigentlich Adressat der Kritik sein. In der folgenden Abbildung sind aktuelle Leistungsbilanzsalden aufgezeigt und es wird deutlich, dass hier vor allem das nicht-europäische Ausland die absolut höchsten Defizite aufweist.

Leistungsbilanzsalden global Q2/2013

Quelle: OECD



Isoliert man also die aktuelle Diskussion von der politischen Debatte, bleiben einige ökonomisch sehr fragwürdige Argumente übrig. Im zweiten Quartal 2013 ist der deutsche Handelsüberschuss gegenüber der Eurozone auf weniger als 2 % gefallen (von 5,5 % Ende 2007), was bei den rezessiven Tendenzen der Mitgliedsländer auch nicht verwundern sollte. Zugleich stiegen aber auch die Importe Deutschlands aus der Eurozone um 10 %. Und das ist genau der Effekt, der durch unbeschränkten Handel innerhalb eines Währungsgebietes erwartet werden muss – und das völlig ohne Wechselkursanpassungen! Deutsche Unternehmen haben auf die Krise in Europa mit der Erschließung neuer Exportmärkte reagiert (ökonomisch auch wenig überraschend) und deshalb ihre Exporte in die USA und Asien erhöht. Und das darf wie oben bereits erwähnt als „normale“ Reaktion in einer globalisierten Welt verstanden werden, wobei diese Aktivität in der traditionellen Außenwirtschaftstheorie alles andere als wohlfahrtsmindernd dargestellt wird. Also man darf durchaus argumentieren, dass der Anpassungsmechanismus genau andersrum funktioniert – und zwar über eine steigende Wettbewerbsfähigkeit der Peripherieländer.

Und zu guter Letzt stellt sich eine weitere und sehr entscheidende Frage: Wie sollte man den Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands



in der Eurozone überhaupt wirksam senken (also wirksamer als der Markt das eh schon tut)? Hierbei gibt es zwei Möglichkeiten: einerseits die Erhöhung der inländischen Faktorpreise, um die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands zu verringern und andererseits direkte fiskalische Anreize, mehr zu importieren.

Fiskalpolitische Maßnahmen

Die Antwort auf solche Vorschläge fällt ziemlich eindeutig au: Es ist keine fiskalische Maßnahme bekannt, die genau dazu führt, dass Deutschland mehr importiert (unter Nicht-Beeinflussung vieler anderer Größen, was wiederum völlig andere Wirkungen entfalten würde) – außer diametrale traditionelle exportpolitische Maßnahmen, also bspw. Ausfuhrzölle. Diese kann es ja offensichtlich innerhalb der Europäischen Union nicht geben, sie würde ausschließlich den außereuropäischen Ländern zugutekommen. Es fehlt also schlicht an den Instrumenten, um das Ziel geringerer Exporte auf fiskalischem Wege umzusetzen.

Erhöhung der Faktorpreise

Hier werden naturgemäß Lohnerhöhungen angedacht. Falls man in Deutschland die Löhne erhöht, werden

- a. deutsche Produkte relativ teurer und somit sinkt der Außenbeitrag
- b. es steigt die Kaufkraft der deutschen Haushalte und diese können mehr nachfragen, was den internen Konsum erhöht und in zweiter Instanz auch die Importe.

Vor dem Hintergrund der aktuellen Koalitionsverhandlungen und der dabei diskutierten Einführung eines Mindestlohns, stellt sich die Frage, ob dieser importfördernde Wirkungen auslöst. Schaut man sich die Struktur der deutschen Exportwirtschaft an, kann man das zumindest in Frage stellen (uns sind ehrlich gesagt keine wissenschaftlichen Untersuchungen zu diesem Thema bekannt). Um das Thema populärwissenschaftlich zu beschreiben: Es scheint uns relativ eindeutig zu sein, dass eine Lohnerhöhung bei Friseurinnen wenig Effekte auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands hat. Man müsste ja genau die Löhne in der Exportindustrie erhöhen und das könnte nicht ganz einfach sein. Realistisch betrachtet, ist die Lohnelastizität der deutschen Exporte eine ziemlich unbekannt Größe – v. a. gibt es hier extrem viele Effekte, die zu berücksichtigen sind. Im schlimmsten Fall bewirken Lohnerhöhungen nämlich eine Abschwächung des deutschen Wachstums und somit auch der Importe. Ob das bei Exporten dann auch der Fall ist, sei der empirischen Konjunkturforschung überlassen.

Zum Abschluss erlauben Sie uns noch eine grundsätzliche Bemerkung. Bei der Konzeption des Euroraums sind viele handwerkliche Fehler unterlaufen, die sich ja auch an dieser Stelle häufiger Erwähnung erfreuen. Eines scheint uns aber relativ klar zu sein: Die vier Grundfreiheiten (freier Warenverkehr, Personenfreizügigkeit, Dienstleistungsfreiheit, freier Kapitalverkehr) gehören nicht dazu. Die Gefahr, die wir hier sehen, ist die einer Ausdehnung staatlicher Eingriffe in den Marktmechanismus, der weit über die reine Regulierung der Finanzmärkte hinausgeht. Es ist in der aktuellen Situation nachvollziehbar, dass diese Ideen auf einen fruchtbaren politischen Boden fallen, aber es muss auch klar vor einer Krise gewarnt werden, die zunehmend durch staatliche Interventionen befeuert wird und wenig mit klassischem Marktversagen zu tun hat. Letztes Jahr musste Ludwig von Mises herhalten, wenn es um die Kritik der exzessiven Liquiditätsversorgung der Zentralbanken ging, heute ist es Keynes, wenn die staatliche Lenkungsfunktion propagiert wird. Hierbei wird man das Gefühl nicht los, dass sehr gerne einzelne Argumente herausgepickt werden, um den eigenen Standpunkt zu untermauern – das gesamte Theoriegebäude aber in den Hintergrund rückt. Keynes hat nie eine ausufernde Staatsquote propagiert (maximal 25 %) und hat ganz nebenbei als erster das Phänomen der Liquiditätsfalle beschrieben (s. o.).



Was passiert aber in einem System, in dem die Preisrelationen staatlich beeinflusst werden? Preise entfernen sich von ihrem ökonomisch gerechtfertigten Niveau. Das funktioniert auch, solange die Wirtschaftssubjekte glauben, dass die Preisbildung gerechtfertigt ist. In der Regel sind es exogene Schocks (Zahlungsausfälle etc.), die diesen Glauben erschüttern und eine Preisanpassung nach sich ziehen. Das gilt in den Finanzmärkten wie auch in der Realwirtschaft.

Back to the Future: Die Rückkehr strukturierter Credit-Produkte

Auch das bedingt die aktuelle Politik: Es zwingt die Investoren dazu, die Qualitätskurve nach unten zu wandern (Richtung HY- und EM-Debt) oder ihre Investments zu hebeln. Nachdem inzwischen auch die Spreads geringerer Qualitäten auf sehr niedrigen Niveaus angelangt sind, ist wie in 2005 und 2006 nun auch wieder der letztgenannte Effekt an den Märkten zu erkennen. Gehebelte Credit-Produkte kehren zurück! Sind es noch im letzten Jahr v. a. Spread-Optionen gewesen, die von Investoren als Absicherung, aber auch als Long-Positionen aufgesetzt wurden, feiern aktuell Single-Tranche-CDOs (Indexbezogene Produkte, s. u.), aber auch Bespoke-Transaktionen (individuell konstruierte Portfolien) Wiederauferstehung. Hier sind oftmals regulatorische Gründe entscheidend, also bspw. müssen Banken bestimmte Portfolien aus Risikokapitalüberlegungen absichern und nutzen hierbei CDO-Technologie, um diese Risiken am Markt zu platzieren.

Erst kürzlich wurde auch wieder eine Leveraged Super Senior Tranche im Markt offeriert, d. h. eine Credit Linked Note, die auf ein diversifiziertes CDS-Portfolio referenziert und dabei das Risiko sehr hoher Portfolio-Verluste widerspiegelt, also die Note nur dann Verluste erleidet, falls sehr viele der zugrundeliegenden Namen ausfallen. Da naturgemäß dieses Risiko relativ gering ist und deshalb auch die Spread-Kompensation, stellt der Verkäufer dieser Note eben auch Leverage zur Verfügung, wodurch sich das Spread-Einkommen für den Investor vervielfacht. Das Auszahlungsprofil lässt sich simplifiziert so beschreiben: Verluste erleidet der Investor nur dann, falls sich extreme systemische Risiken materialisieren – dann jedoch ist der Verlust sehr hoch.

An dieser Stelle gilt es zu betonen, dass wir durchaus große Sympathie für Kreditstrukturen hegen, es niemals das Instrument an sich, sondern immer die dahinter liegende Strategie ist, die letztlich große Marktverwerfungen auslösen. Bei Leveraged Super Senior (LSS) Tranchen hat es in 2008 AIG erwischt – und zwar deshalb, da Marginzahlungen nicht mehr erfüllt werden konnten und nicht deshalb, weil auf diese Produkte ein tatsächlich realisierter Verlust entstanden ist (AIG war der größte Versicherer von LSS-Tranchen). Uns geht es hier vielmehr um die Tatsache, dass es am Markt durchaus wieder Entwicklungen gibt, bei deren Einordnung man durchaus auf die Jahre vor Lehman verweisen darf. Investoren werden durch die persistente Niedrigzinspolitik zur Übernahme von höheren Risiken gezwungen. Noch vor zwei Jahren wäre es unvorstellbar gewesen, erfolgreich LSS-Tranchen am Markt zu platzieren – dies hat sich durch den Druck der Investoren, Spread-Einkommen zu erzielen, geändert. Der Markt wird dadurch in letzter Konsequenz fragiler und mögliche externe Schocks werden eine stärkere Reaktion hervorrufen als das im Falle der Nicht-Existenz von Leverage der Fall wäre.

Strategische Überlegungen

Offensichtlich konnte die EZB die Märkte weniger lang erfreuen als sie sich das vielleicht erhofft hat. Aber die Argumente der Bullen werden natürlich durch die globale Liquiditätssituation unterstützt. Es scheint, als würden die Märkte aktuell einen dramatischen Rückgang der Risikoaversion einpreisen. Alle gängigen Risikoindikatoren (Spreads im Interbankenmarkt etc.) zeigen eine enorme Entspannung



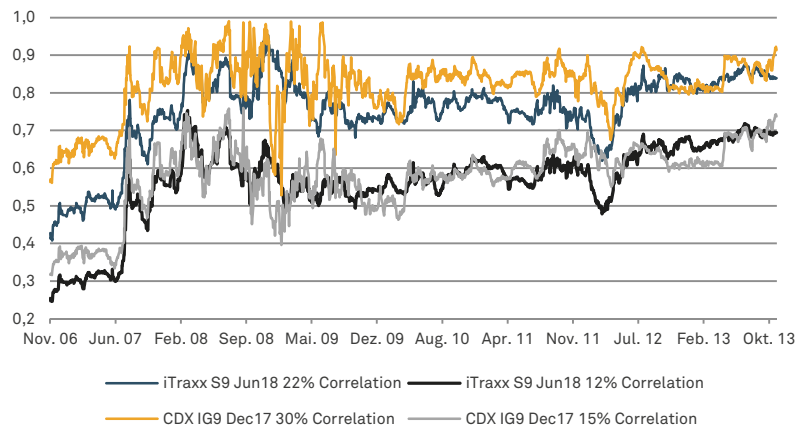
an, vergleicht man sie mit den Extremwerten in 2009, aber auch in 2011. Implizite Volatilitäten sind aktuell extrem niedrig und auch der Spread zwischen Financials CDS und Corporate CDS (z. B. iTraxx Financials vs iTraxx Main) hat sich von ca. 100 bp Mitte 2012 auf aktuell ca. 20 bp reduziert – das systemische Risiko im Bankensektor wird also auch im Markt als sehr niedrig angesehen.

Das ist allerdings nur die halbe Wahrheit – es gibt nämlich durchaus Marktsegmente, die das ganz anders sehen. Hier sei das oben bereits diskutierte Universum der Single Tranche CDOs genannt.

Kurze Auffrischung: Hier handelt es sich um synthetische Single Tranche CDOs referenzierend auf spezifische Index-Swaps, bspw. auf den iTraxx Main. Man investiert hierbei nicht in ein Delta-1-Portfolio, sondern in eine spezifische Tranche. Also beispielsweise in die 9-12 % Tranche, was nichts anderes bedeutet, dass das eigene Investment erst dann reale Verluste erleidet, wenn der realisierte Verlust (Credit Events) auf den zugrundeliegenden Index 9 % überschreitet (attachment point). Gehen wir von einer Verwertungsquote von 40 % aus, hat man einen Totalverlust dann erwirtschaftet, falls 20 Namen ausfallen ($20 * (1 - 0,4) = 12$), also der sog. detachment point der Tranche erreicht wurde. Nun kommt bei der Bewertung neben der Ausfallwahrscheinlichkeit der Einzelnamen natürlich auch der sogenannten Korrelation eine zentrale Rolle zu. Diese Korrelation ist aber gar keine, sondern sie ist eine Wahrscheinlichkeit. Und zwar die Wahrscheinlichkeit, dass mehrere Namen gleichzeitig ausfallen. Ist dem so, steigt die Gefahr für senioren Tranchen (also solche mit hohen attachment points), in einem Ausfallszenario auch betroffen zu sein. Also kann man die implizite Korrelation als einen Indikator für systemische Risiken identifizieren. Die folgende Abbildung zeigt die Entwicklung der impliziten Korrelation für den CDX Index (US IG Namen) und den iTraxx Main.

Implizite Korrelation in Index-CDOs

Quelle: Goldman Sachs



Die Entwicklung der letzten Jahre zeigt den Anstieg der in CDO-Tranchen impliziten Korrelation, d. h. der CDO-Markt preist systemische Risiken nach wie vor sehr viel höher ein als das bspw. 2007 der Fall war. Und ohne zu wissen, wer Recht hat – diese Bewertung spiegelt Preisanomalien wider. Senior-Tranchen sind v. a. im Vergleich zu Financial-Spreads zu billig. Und es ist offensichtlich, dass einerseits die Mainstream-Indikatoren eine Entspannung an den Finanzmärkten anzeigen – es aber eben auch Marktsegmente gibt, die genau das Gegenteil dessen tun.

Nun kann man die Frage stellen, was das mit den Aktienmärkten zu tun hat. Auf den ersten Blick nicht viel – aber auf den zweiten Blick waren auch die Entwicklungen Mitte 2007 als eher nebensächlich betrachtet worden. Wir möchten auch das Argument von sogenannten Tail-Risiken nicht zu sehr stressen, weshalb wir uns auf die Frage der Wirkung deflationärer Tendenzen berufen wollen.



2014 – Das Jahr der Loser

Der Kapitalmarktinteressent erinnert sich noch an die Argumentation der Jahre 2011/2012. Damals wurde behauptet, dass Aktien einen guten Inflationsschutz bieten. Auch das mag wiederum dem Unwissen des Verfassers geschuldet sein, aber diese Argumentation war schon arg konstruiert. Jetzt haben wir es offensichtlich mit der Gefahr einer Deflation zu tun. Und wir sind uns sicher, dass die Marketingabteilungen der Fondsindustrie bereits eine passende Argumentation gefunden haben, die Aktien als effizienten Deflationsschutz darstellt. In der ökonomischen Theorie findet man darauf jedoch wenig Hinweise. Fallende Gütermarktpreise und ein damit verbundenes, niedrigeres Angebot sollten nach Adam Smith (nicht zu verwechseln mit Adam Riese) kontraktive Wirkung haben.

Europäische Aktien- und Kreditmärkte handeln noch relativ weit von ihren Hochs bzw. engsten Spreads entfernt. Als im Jahre 2007 der iTraxx Main unter 20 bp gefallen ist, konnte man (ex post betrachtet sogar zu Recht) argumentieren, dass die realisierten Verluste auch dann noch kompensiert werden. Aber zwischendurch musste man ein tiefes Tal der Tränen durchschreiten und genau diese Gefahr ist in 2013 stark gewachsen. Nachdem das Japan-Phänomen lange Zeit außer Acht gelassen wurde, ist es inzwischen Mainstream, die Eurozone auf einem ähnlichen Weg zu sehen. Damit erübrigt sich auch die weitere Diskussion bezüglich der Entwicklung der Aktienmärkte in einem deflationären Szenario. Staatsanleihen in den Kernländern der EU, aber auch in den USA hingegen rentieren unerfreulich niedrig. Aber es fehlt uns die Fantasie zu sehen, wie sich das in absehbarer Zeit ändern sollte. Investoren verdienen in diesen Märkten neben dem laufenden Ertrag über Roll-down-Effekte. Das ist zugegebenermaßen nicht viel – aber in dem von uns beschriebenen ökonomischen Szenario besteht weniger die Wahlmöglichkeit zwischen viel oder sehr viel Return. Eher die zwischen gar keinem und wenig Return.

Die aktuellen Bewertungsniveaus sprechen natürlich dagegen, dass die Entwicklung der Aktien- und Kreditmärkte in 2014 die des Jahres 2013 wiederholen kann. Darüber hinaus lassen sich aktuell wenig potenzielle Gefahrenherde lokalisieren. Genau hier besteht aber die Gefahr – wir leben zurzeit in einer Welt der Glückseligkeit, welche aber eher vordergründigen Charakter hat. Im Anschluss deshalb die von uns als größte potenzielle Gefahren in 2014 erachteten Entwicklungen: Und zwar genau ein Wegfall der Faktoren, die in 2013 den Markt gestützt haben:

Risikofaktor 1: Europäische Peripherie

Die Divergenz zwischen der realwirtschaftlichen Entwicklung und den Finanzmärkten stellt eine enorme Gefahr für die Märkte dar. Sollte sich in den nächsten Monaten nicht abzeichnen, dass v. a. Spanien und Portugal den irischen Weg einschlagen, werden sich die Finanzmärkte nicht weiter gegen diese Realität verschließen können. Hier sehen wir einerseits die Entwicklung des spanischen Arbeitsmarktes als zentral an, andererseits die Fortschritte im Schuldenabbau in Portugal. Gerade hier bestehen hohe politische Risiken, die dazu führen können, dass die Peripherieländer von ihrem Austeritätstkurs abweichen. Eine Ausweitung der Peripherie-Spreads mit all den damit verbundenen negativen Spillover-Effekten (Bankensektor unter Druck) wäre die logische Folge. Eine besondere Rolle kommt hierbei auch Griechenland zu. Eine erneute Umschuldung in 2014 scheint unvermeidlich zu sein – auch hier wird der Markt ein besonderes Augenmerk auf die Art und Weise dieser Restrukturierung legen. Wie wir bereits auf unserer Homepage berichtet haben, läuft das erste Verfahren gegen das griechische PSI aus dem Jahre 2012.

Risikofaktor 2: Europäischer Bankensektor

Die Rückkehr systemischer Risiken ist unserer Ansicht nach nur eine Frage der Zeit. Fraglich ist, ob schon der anstehende Bankenstresstest dies zeigen wird oder ob der kontinuierliche Anstieg der NPLs (non-performing loans; faule Kredite) v. a. in den Peripherieländern den Ausschlag gibt. Aber es erscheint uns unvermeidlich zu sein, dass



der Bankensektor einen nachhaltigen Konsolidierungsprozess erfährt. Das ist langfristig sogar wünschenswert – kurzfristig wird der Finanzmarkt daran allerdings wenig Freude haben.

Risikofaktor 3:
US-Zinspolitik

Also es geht ja nicht darum, dass die Fed ihre expansive Geldpolitik auf kontraktiv umstellt. Es geht darum, dass die Wachstumsrate der Liquiditätsversorgung sinken soll. Da es hierbei allerdings weniger um die bereitgestellte Liquidität an sich geht (Liquiditätsfalle, s. o.), sondern vielmehr um die Erwartungen der Investoren, besteht die Gefahr, dass Frau Yellen hier ab Januar andere Signale setzen wird. Eine Reaktion der Märkte, wie wir sie im Mai/Juni 2013 erlebt haben, erscheint uns dann als wahrscheinlich.

Risikofaktor 4:
Globale Ungleichgewichte

Das oben behandelte Thema globaler Ungleichgewichte stellt natürlich ein langfristiges Damoklesschwert für die Märkte dar. Hierbei muss die Heterogenität der EM beachtet werden. Einige ehemalige Superstars sind inzwischen ziemlich unter Druck (ökonomisch und an den Märkten). An erster Stelle ist hier die Ukraine zu nennen, deren 5Y-CDS auf dem weitesten Level seit 2009 handelt. Angesichts der in den letzten Jahren gestiegenen Bedeutung der EM inklusive sogenannter Frontier-Markets hat ein potenzieller exogener Schock von dieser Seite auch sehr viel stärkere Auswirkungen auf die etablierten Märkte. Wir sehen zunehmende Risiken, dass es zu der einen oder anderen Enttäuschung in diesem Segment kommen kann, v. a. falls die Rohstoffmärkte adverse Entwicklungen in 2014 aufzeigen sollten.

Risikofaktor 5:
Regulierungs-Tsunami

Wir möchten Sie an dieser Stelle nicht noch einmal mit den Auswirkungen der Regulierungstendenzen insbesondere in Europa behelligen – v. a. da dies unser Hauptthema der letzten Newsletter war. Aber 2014 wird voraussichtlich in die Geschichte eingehen als das Jahr, in dem extrem viele ambitionierte Regulierungsvorhaben simultan, jedoch nicht synchronisiert umgesetzt werden sollen (EMIR, FTT etc.). All diese Maßnahmen werden einerseits Reallokationen der Marktteilnehmer erzwingen und andererseits eine systematische Reduktion der Risiken bedingen. In Kombination werden diese beiden Effekte eine negative Auswirkung haben.

Diese potenziellen Störfaktoren für die Märkte in 2014 treffen auf eine unserer Meinung nach sehr fragile Markttechnik. Wir haben an dieser Stelle die Fragilität des Marktes des Öfteren als wunden Punkt der starken Performance in 2013 benannt. Einerseits haben Real Money Accounts vermehrte Risiken auf die Bücher genommen (niedrigere Kreditqualitäten; seit Neuestem wieder Leverage erhöht), während andererseits ein Wegfall traditioneller Risikonehmer zu verzeichnen ist. Letztere sind v. a. Banken, die angesichts strengerer EK-Vorschriften enge Risikovorgaben hinnehmen müssen und damit im Falle eines starken Kursrückgangs nicht mehr stabilisierend in die Märkte eingreifen können.

Folgen wir also A. B. Laffer (amerikanischer Ökonom und Namensgeber einer der berühmtesten Kurven der Finanzwissenschaften): „Gefängniswärter sind meistens gegen Strafreformen, und Bestatter haben noch nie für fortschrittliche Heilmethoden plädiert“. Dasselbe lässt sich auch über Zentralbanker und Befürworter von Markteingriffen sagen. Es scheint wenig Wille zu einer Bekämpfung der Ursachen der Ungleichgewichte in der Realwirtschaft und in den Finanzmärkten zu bestehen, vielmehr setzt die aktuelle Krisenpolitik auf die Bekämpfung der Symptome. Das kann kurz- und mittelfristig Stabilität bedingen, langfristig wird der Anpassungsdruck größer. Und dieser wird sich in starken Preisbewegungen an den Märkten materialisieren. Das diese Bewegungen nicht nach oben gerichtet sind, erübrigt sich im Detail ausformuliert zu werden.



Wir möchten uns an dieser Stelle für die vielen Anmerkungen in 2013 bedanken, verabschieden uns hiermit für das Jahr und melden uns in 2014 wieder. Wir wünschen allen Lesern einen guten Rutsch und eine erholsame Weihnachtszeit.

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" (Ramonones)
- = "This party sucks" (The Slickee Boys)
-- = "Straight to Hell" (The Clash)

*The Living End (1997). Ok, wir sehen ein, dass anarchische Strukturen eine suboptimale Organisationsstruktur des globalen Finanzmarktes darstellen. Aber neben staatlich beeinflussten Preisen auf den Finanzmärkten auch noch eine staatlich begrenzte Exporttätigkeit zu proklamieren, schreit nach... Revolution! Anbei der Link: <http://www.youtube.com/watch?v=prjVGQWNyE4>.



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 erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die Verkaufsunterlagen werden bei den Vertriebspartnern zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten. Die Verkaufsunterlagen sind zudem erhältlich im Internet unter: www.universal-investment.lu.

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 veröffentlichen 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