

20 JAN 2014

#10

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

A Message to You, Rudy*

>>Stop your messing around
Better think of your future
Time you straighten right out
Creating problems in town.<<

A MESSAGE TO YOU, RUDY *

Der zentrale Faktor bzgl. der Effizienz der Krisenbekämpfungsmaßnahmen in der Eurozone liegt in der Reduktion der Risikoaufschläge der europäischen Peripherieländer. Hieran sind alle Segmente der europäischen Kapitalmärkte gekoppelt. Aktuell scheint die Strategie aufzugehen – allerdings birgt diese Risiken und bringt Kosten¹ mit sich, die sich als zentraler Mechanismus für potenzielle Anpassungen an den Märkten in 2014 herausstellen können. Das zentrale Argument in diesem Newsletter besteht darin, dass die aktuellen, gut gemeinten regulatorischen Änderungen die Fähigkeit der Akteure, Risikoaktivität zu absorbieren, stark einschränken. Das kann deshalb fatale Wirkungen entfalten, da die Zentralbanken – allen voran die EZB – mit ihrer Politik zusätzliches Marktrisiko schaffen. Und zwar indem für die Investoren vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds in Kombination mit der von der EZB geförderten Vermögenswertinflation Anreize geschaffen werden, in riskantere Asset-Klassen zu investieren. Dies führt dazu, dass die Finanzmärkte im Falle exogener Schocks mit zunehmender Destabilisierung reagieren werden. Die Entwicklung zum Jahresanfang lässt wenig Raum für Pessimismus – und genau das sollte Anlass zur Sorge bereiten.

Sind wir nicht alle ein bisschen systemrelevant?

Wir schätzen uns eigentlich nicht als undifferenziert marktgläubig ein, müssen aber konstatieren, dass die letzten Ausgaben dieser Publikation durchaus den Eindruck erwecken mögen, dass wir die Einführung eines Finanzmarktsozialismus für gefährlich erachten. Wir halten staatliche Regulierung nicht in jedem Fall für falsch, aber geben zu bedenken, dass es nicht nur Marktversagen gibt, sondern auch Staatsversagen. Deshalb sollten alle regulatorischen Maßnahmen nicht aufgrund ihrer zugrundeliegenden politischen Idee beurteilt werden, sondern vor allem nach ihren Wohlfahrtswirkungen. Aus dieser Perspektive sehen wir aktuell ein gewisses regulatorisches „Over-shooting“, was sich teilweise in grenzcleveren Maßnahmen widerspiegelt, welche vollständig die mit ihnen verbundenen, langfristigen Effekte auszublenden scheinen.

Das lässt sich aktuell am besten anhand des Anfang Januar veröffentlichten Vorschlags des Financial Stability Boards (FSB)² zeigen. Das Konsultationspapier³ hat die Systemrelevanz von Nicht-Banken und Nicht-Versicherungen (NBNIs) zum Inhalt. Der Hintergrund hierfür liegt in der Rolle von „Schattenbanken“ in Krisen begründet, da die NBNIs ähnliche Effekte auslösen können wie das eben auch regulierte, systemrelevante Finanzinstitutionen tun. Vorerst handelt es sich nur um die Beschreibung des Prozesses, systemrelevante Institutionen zu identifizieren, ohne direkte politische Maßnahmen zur Behandlung von NBNIs abzuleiten. Es wird aber ausdrücklich darauf hingewiesen, dass dies einer der nächsten Schritte sein wird. Systemrelevante NBNIs werden also sehr wahrscheinlich mit ähnlichen Regulierungsmaßnahmen belegt, wie das aktuell im Banken- und Versiche-

¹ Wir empfehlen in diesem Zusammenhang die äußerst aufschlussreiche Lektüre einer Studie von KPMG: Pukropski, U. et al., „Auswirkungen regulatorischer Anforderungen“, Dezember 2013.

² FSB oder der Finanzstabilitätsrat ist der Nachfolger des 2009 von den G-20 Staaten eingerichteten Financial Stability Forums, eine internationale Organisation, die sich aus internationalen Experten zusammensetzt, das globale Finanzsystem überwacht und Empfehlungen zur Verbesserung dessen Stabilität ausspricht.

³ „Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions, 8. Januar 2014“, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_140108.pdf



rungssektor der Fall ist – v. a. mit Reporting, Risiko- und Eigenkapitalvorschriften muss gerechnet werden.

Zur Identifikation systemrelevanter NBNs werden hierbei fünf Indikatoren herangezogen. Neben der reinen Größe einer Institution wird auch die „Vernetzung“, deren „Ersetzbarkeit“, die „Komplexität des Geschäftsmodells“ und die „Globalität der Transaktionen“ herangezogen. Was die Größe betrifft, werden bspw. für Finanzintermediäre (Broker) und ähnliche 100 Mrd. USD als *Bilanzaktiva* angegeben, während Investmentfonds mit mehr als 100 Mrd. USD *verwaltetem Vermögen* darunter fallen. Hedge Fonds, deren Brutto-Anlagevolumen im Bereich von mindestens 400 bis 600 Mrd. USD liegt, werden demnach auch als systemrelevant eingestuft.

Um etwaigen Vorwürfen bezüglich einer gewissen Subjektivität der folgenden Aussagen zuvorzukommen – wir managen einen Schnaps weniger als 100 Mrd. USD und fühlen uns deshalb als objektiver Kommentator! Auf den ersten Blick scheinen angesichts dieser Grenzen auch nur die „Großen“ der Branche als systemrelevant eingestuft zu werden, allerdings erweitert sich bei genauerer Betrachtung der Kriterien des FSB der potenzielle Kreis derjenigen. Falls einzelne Fonds eines Asset-Managers ähnliche Strategien verfolgen, können diese aggregiert werden, weshalb dann eben die verwalteten Assets der Fondsfamilie herangezogen werden. Gerade bei den in den letzten Jahren sehr populären Multi-Asset Fonds können potenzielle Regulierungsmaßnahmen also durchaus Anwendung finden. Bezüglich Hedge Fonds scheint diese Grenze auch relativ generös bemessen zu sein, allerdings muss auch hier festgestellt werden, dass es inklusive Absicherungsgeschäfte (Zins- und FX-Swaps) durchaus einige Kandidaten gibt, die das Kriterium der Systemrelevanz erfüllen. Vor allem deshalb, da hier auch die anderen Kriterien (insbesondere Komplexität) Anwendung finden. Des Weiteren findet sich unter den Vorschlägen des FSB auch der Hinweis darauf, dass Marktsegmente mit weniger als zehn großen Marktteilnehmern potenziell als systemrelevant einzustufen sind, da hier das Phänomen der Vernetzung in extremem Ausmaß zutrifft. Hier fallen uns nicht wenige Marktsegmente ein, in denen das durchaus der Fall ist, v. a. deshalb, da sich viele Banken angesichts der zunehmenden Regulierung aus bestimmten Marktsegmenten zurückgezogen haben (bspw. haben einige Banken ihr CDS-Trading eingestellt, wobei die RBS und die Commerzbank die beiden prominentesten Vertreter sind).

Nun können diese Schritte oberflächlich betrachtet durchaus nachvollziehbar erscheinen. Allerdings sehen wir ein drastisches Problem darin, dass diese Maßnahmen im Krisenfall eine zunehmende Instabilität der Finanzmärkte nach sich ziehen. Das Problem besteht darin, dass einerseits die EZB immer mehr Risikoaktiva schafft. Das tut sie durch die exzessive Bereitstellung von Liquidität und die damit verbundene Vermögenswertinflation. Außerdem werden Investoren angesichts der als persistent zu erachtenden Niedrigzinspolitik in riskantere Asset-Klassen gezwungen. Auf der anderen Seite wird durch zunehmende Regulierung das Risikokapital immer weiter reduziert. Nicht nur Banken und Versicherer, sondern bei einer Umsetzung der FSB-Vorschläge eben auch Fonds und Hedge Fonds, fallen also im Ernstfall aus, um stärkere Abwärtsbewegungen an den Märkten aufzufangen zu können, da sie nicht genügend Risiko- bzw. Eigenkapital aufweisen, um in fallenden Märkten aktiv werden zu können. Hierbei steht vor allem die europäische Peripherie im Zentrum potenzieller Schocks. Neben politischen Risiken können natürlich auch von der Ratingseite im Falle schleppender Reformbemühungen negative Impulse kommen. Genau dann also, wenn am Markt Druck auf die Peripherieländer ausgeübt wird, gibt es nicht mehr viele Investoren, die hier dagegen halten können, da sie regulatorisch limitiert werden. Man denke nochmal an das Beispiel Griechenlands Anfang 2010 zurück, als erste Rating-Herabstufungen viele Investoren gezwungen hatten, ihre Positionen sehr dynamisch zu reduzieren. Eine solche

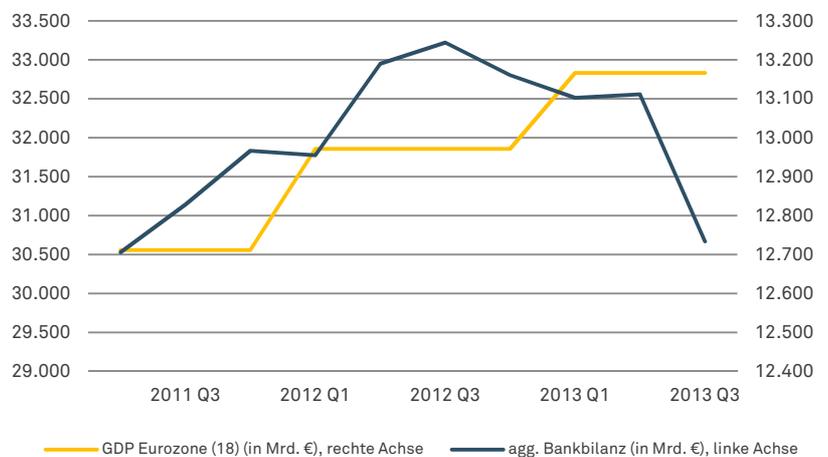


Bewegung kann durch weitere Beschränkungen von Seiten des Regulators noch sehr viel stärker ausfallen. Das Problem wird dadurch fatal, da es sich hier nicht um einen langsamen Anpassungsprozess handelt. Vielmehr erhöht sich die Diskrepanz zwischen Risiko und Risikokapital schleichend – offensichtlich wird diese aber erst im Krisenfall!

Ein weiteres und im Folgenden noch detaillierter ausgeführtes Argument liegt einfach darin, dass die wirklich systemrelevanten Institute eben nicht auf der Fonds-Seite zu finden sind, sondern hier ganz eindeutig die Bankenindustrie ausschlaggebend ist. Sie ist nicht nur deshalb systemrelevant, weil die aggregierten Bankbilanzen in der Eurozone deren Sozialprodukt um den Faktor 2.6 übertreffen (siehe Abbildung). Sondern auch deshalb, weil den Banken im Transmissionsprozess der Geldpolitik über die Kreditvergabe an Unternehmen (im Gegensatz zu Fonds) die zentrale Rolle zukommt.

Wer ist hier systemrelevant? Aggregierte Bankbilanzen vs. BIP in der Eurozone

Quelle: EZB, Eurostat



Vielleicht liegt das Problem auch einfach in der Definition. Natürlich sind große Asset-Manager relevant für die Marktpreise – aber nicht für das Marktsystem. Der Markt funktioniert nämlich auch dann, wenn große Akteure ausfallen (das ist bei Fonds nicht anders als bei Banken). Nur führt er möglicherweise dann nicht mehr zu einem politisch gewünschten Ergebnis. Also geht es vielleicht bei der Frage des Systemerhalts weniger um das kapitalistische Marktsystem, sondern vielmehr um das politische System!

Europäische Krisenpolitik: Von einem Paradoxon⁴ zum nächsten

1. Gibson-Paradoxon⁵: Die EZB als sozialistischer Preissetzer

Wir haben bereits in der letzten Ausgabe des Newsletters die Problematik sozialistischer Preissetzung (durch die Zentralbanken) ausgiebig behandelt und wollen hier jegliche Redundanz vermeiden. Es bleibt nur ergänzend festzuhalten, dass jegliche Anlageklasse hiervon betroffen ist, was sich unschwer am aktuellen Goldpreis ablesen lässt. Die Kosten der Rettungsmaßnahmen müssen also um den Preisrückgang einiger Asset-Klassen ergänzt werden. Wir wollen an dieser Stelle aber vielmehr darauf hinaus, welche langfristigen Effekte die Politik der EZB auf die initialen Ursachen der europäischen Finanzkrise hat. Möglicherweise kann man nämlich zu dem Schluss kommen, dass die Lösungsansätze eine diametrale Wirkung auf die Märkte ausüben. Hierbei kommt einem das Gibson-Paradoxon in den

⁴ Alle Paradoxa sind der sehr amüsanten und dabei lehrreichen Lektüre von Putnoki, H. und Hilgers, B. (2013): „Große Ökonomen und ihre Theorien“, Wiley, 2013, entnommen.

⁵ Das Gibson-Paradoxon geht auf den Briten Alfred Herbert Gibson zurück, der 1923 empirisch eine positive Korrelation zwischen Zinssätzen und dem Preisniveau festgestellt hat, was offensichtlich den klassischen Modellen der Ökonomie widerspricht. Damals sind Preise gestiegen, heute werden die Zinssätze reduziert und es entstehen deflatorische Tendenzen à la Japan.



Sinn, das postuliert, dass Zinssätze und Preise positiv korreliert sind. Vor diesem Hintergrund sollten die deflationären Tendenzen à la Japan auch in Europa wenig überraschen.

2. Das Sparparadoxon⁶: Der Ärger der Peripherie

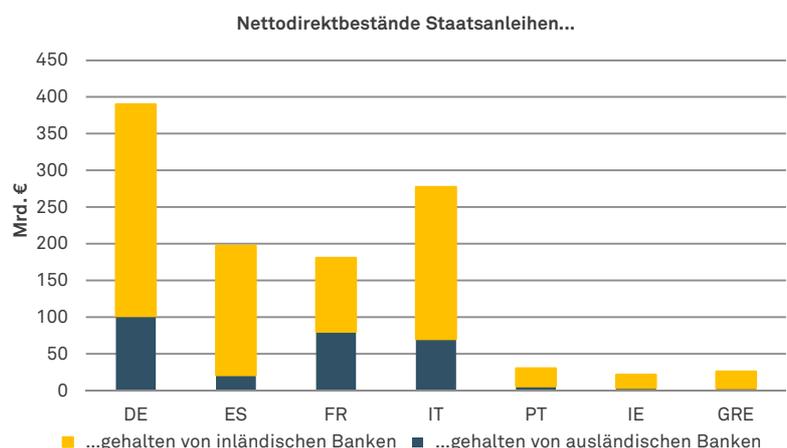
Ein zentrales Problem der Eurokrise war die Vernetzung zwischen Staaten und Banken. Somit wurde jede Bankenkrise zu einer Krise der Staaten und vice versa. Allein die Tatsache, dass die Bankbilanzen der europäischen Banken ein Vielfaches des Sozialprodukts der Nationalstaaten betragen, reflektiert eindrucksvoll die Problematik, dass jede Bankenrettung zu einer spürbaren Belastung des Staatshaushalts führen muss. Das führt uns zur aktuellen Diskussion bezüglich der europäischen Konsolidierungsstrategie, was sich im Sparparadoxon manifestiert: Der Schuldenabbau führt zu einem Nachfragerückgang und deflationären Tendenzen, die möglicherweise die initiale Reduktion der Schulden sogar überkompensiert. Da Banken wiederum zu den größten Haltern von Staatsanleihen gehören, führt jeglicher Qualitätsverlust auf der Staatenseite natürlich auch zu einer Belastung der Risikoaktiva der Banken.

3. Das Konkurrenzparadoxon⁷: Aus Sicht der EZB rational, aber nicht aus Sicht der Volkswirtschaft

Die logische Schlussfolgerung wäre also, dass man versucht, diesen Transmissionsmechanismus zu durchbrechen, was offensichtlich dadurch umgesetzt werden könnte, dass man a) die Bankbilanzen verkleinert und/oder b) Banken ihre Positionen in Staatsanleihen reduzieren. Nun konterkariert die europäische Krisenpolitik diese Lösungsmöglichkeiten komplett. Banken werden unabhängig von der Profitabilität und Nachhaltigkeit ihres Geschäftsmodells künstlich am Leben erhalten und die Verkürzung der Bankbilanzen findet nur sehr rudimentär statt. Vielmehr werden Banken regulatorisch „gezwungen“, Staatsanleihen zu halten, was sich in folgender Abbildung beängstigend widerspiegelt. In der folgenden Abbildung werden die Staatsanleihen-Positionen der heimischen Banken in ausgewählten europäischen Ländern im Juni 2013 und Ende 2010 aufgezeigt.

Schleichende Nationalisierung – Staatsanleihen-Positionen europäischer Banken

Quelle: EBA Dez 2013



Wie unschwer zu erkennen ist, sind die Staatsanleihen-Bestände der europäischen Banken nach wie vor immens, obwohl dies ja als einer der zentralen Auslöser der europäischen Krise erkannt wurde. Allerdings gibt es einen gravierenden Trend: Gerade in den Peripherieländern hat sich die Zusammensetzung der Positionen dahingehend geändert, dass inländische Banken noch mehr inländische Staatsan-

⁶ Die Reduktion von Schulden von Wirtschaftssubjekten (in unserem Fall Staaten) durch erhöhtes Sparen bedingt einen Rückgang des Konsums. Die dadurch sinkende Nachfrage führt zu deflationären Prozessen, was letztlich einen negativen Multiplikatorprozess auslöst, da die Unternehmen weniger produzieren. Möglicherweise kann der dadurch ausgelöste Anstieg der Verbindlichkeiten durch den Preisverfall die initiale Reduktion der Verbindlichkeiten sogar übersteigen. Hierauf basiert die keynesianische Kritik an der aktuellen Rückführung der Staatsverschuldung in Europa.

⁷ Vgl. <http://de.wikipedia.org/wiki/Konkurrenzparadoxon>: Als Konkurrenzparadoxon bezeichnet man in der Volkswirtschaft das Modell einer Situation, wenn Maßnahmen, die für ein einzelnes Wirtschaftssubjekt oder für eine einzelne Einheit Wettbewerbsvorteile bieten, sich aufheben, wenn sich alle anderen ebenso verhalten. In manchen Fällen ist der Endzustand für alle (gemeinsam wie für jeden Einzelnen) sogar ungünstiger als zuvor.



leihen halten. Es fand also eine Reallokation von ausländischen in inländische Staatsanleihen statt. Folglich lässt sich festhalten, dass der Link zwischen den Staaten und dem heimischen Bankensystem in den letzten Jahren sogar noch zugenommen hat, was zu der logischen Schlussfolgerung führt, dass in Krisenzeiten mit noch gravierenderen Marktbewegungen gerechnet werden muss als das in den Jahren 2010 bis 2012 der Fall war. Die nächste Abbildung zeigt außerdem, dass eine adäquate Risikovorsorge bezüglich einer Staatenkrise auf Seiten der Banken nicht stattfindet.

Wie Pech und Schwefel – Staaten und Banken bleiben liiert: Bankenbestände vs. RWA-Belastung

Quelle: EBA Dez 2013



Während die Banken gezwungen werden, ihre Kreditbücher im Unternehmenssegment mit relativ viel Risikokapital zu unterlegen (reflektiert durch die RWA-Belastung (Risk Weighted Assets), aggregieren sich offensichtlich Staatsanleihen, die 19 % des Bestands ausmachen, nur zu 2 % der RWAs. Staatsanleihen werden regulatorisch also nach wie vor als risikofrei betrachtet, was aus Sicht der Staaten (welche die Banken als Käufer ihrer Anleihen benötigen) nachvollziehbar ist – weniger allerdings aus ökonomischer Sicht. Gilt das Konkurrenzparadoxon also auch für Institutionen? Die europäischen Staaten mögen aus ihrer Perspektive – also individuell – rational handeln, wir zweifeln allerdings an der kollektiven Rationalität ihrer Handlungen.

4. Das Liberalitätsparadoxon⁸: Handelt die EZB pareto-optimal?

Also darf auch der EZB vorgeworfen werden, dass sie nicht zur Lösung des Grundproblems – die enge Vernetzung zwischen Banken und Staaten – beigetragen hat. Sie hat aber sehr wohl eine dramatische Einengung der Banken-Spreads ausgelöst. Diese sind verständlicherweise hoch korreliert mit den Risikoaufschlägen der Peripheriestaaten und final beschleunigt durch „Draghis Bid“ im Sommer 2012 befinden sie sich aktuell auf den niedrigsten Niveaus seit dem Ausbruch der Subprime-Krise. Natürlich haben hiervon gerade diejenigen Bankensysteme profitiert, die noch vor zwei Jahren im Zentrum der Befürchtungen eines Auseinanderbrechens der Eurozone standen. Der folgende Chart zeigt die Einengung der Financial-Nachrang-CDS in Europa und die italienischer Banken im Speziellen.

⁸ Das Liberalitätsparadoxon geht auf Amartya Sen zurück, der 1970 bewiesen hat, dass es Situationen gibt, in denen entweder nur das Pareto-Prinzip oder nur individuelle Rechte Betrachtung finden.



Alles gut? Financial CDS – iTraxx SubFin, Unicredit und Banco Popolare

Quelle: Bloomberg, Unicredit Research

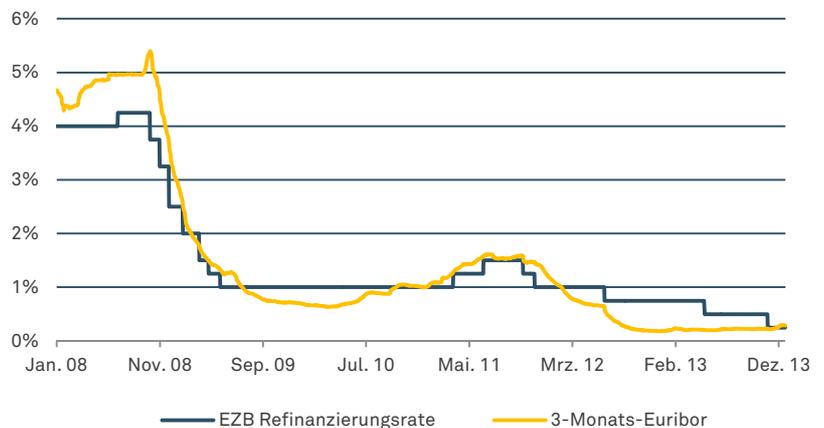


Also kann natürlich argumentiert werden, dass die EZB durch ihre Maßnahmen maßgeblich zur Verbesserung der Situation beigetragen hat und nimmt man die obigen Spreads als Indikator, muss zumindest dahingehend zugestimmt werden, dass sie die peripheren Bankensysteme gerettet hat. Allerdings hat sie das auf Kosten der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes getan, da sie direkt in Marktmechanismen eingegriffen hat. Dies zeigt sich bspw. darin, dass die Kreditvergabe seit Mitte 2011 an private Haushalte und Unternehmen in der gesamten Eurozone und speziell in Italien und Spanien weiter rückläufig ist. Aber es ist die Kreditvergabe und eben nicht der Risikoaufschlag am Kapitalmarkt (dieser ist nur Mittel zum Zweck), welche im Mittelpunkt eines effizienten Transmissionsmechanismus steht.

Hier kommt der EZB eine weitere Rolle zu. Durch das anhaltende Niedrigzinsumfeld sind Investoren auf der Suche nach Zusatzrendite, was sich in der enormen Nachfrage nach Unternehmensanleihen widerspiegelt. Folglich refinanzieren sich diese direkt über den Kapitalmarkt und ersetzen teurere Kreditfaszilitäten der Banken, was den Rückgang der Kreditvergabe einerseits und die Zunahme der Primärmarktaktivität der Unternehmen andererseits erklärt. Also wird die Rolle der Banken innerhalb des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik weiter untergraben, was wiederum dazu führt, dass die Gefahr eines Verbleibs in der Liquiditätsfalle (Zinssenkungen haben keinerlei Wachstumseffekte) drastisch erhöht wird.

Vergebliche Liebesmüh' – EZB Refinanzierungsrate & 3M-Euribor

Quelle: Bloomberg





Betrachtet man die Zinsschritte der EZB, dann sieht man sogar noch 2011 einen deutlichen Zusammenhang zwischen der Refinanzierungsrate und dem 3M-Geldmarktsatz. Die letzte Zinssenkung im November hingegen hat sogar eine Erhöhung des 3M-Euribor nach sich gezogen! Die EZB hat also ihre Rolle der traditionellen Geldpolitik aufgegeben und gefällt sich aktuell eher als der Retter der Finanzindustrie. Sie weiß, dass sie die Staaten nicht fallen lassen darf, um das Finanzsystem zu stabilisieren. Im Geiste des Liberalitätsparadoxons könnte man also zu dem Schluss kommen, dass die EZB ein Pareto-Optimum der individuellen Freiheit vorzieht. Wir würden diese Politik sogar geistig unterstützen können, wenn sie nur in der Lage wäre, das Optimum zu finden!

5. Das Grossman-Stiglitz-Paradoxon⁹:
Wenn die EZB die Preise macht, brauch' ich mich
nicht mehr anstrengen

Wenn die EZB (wir wollen an dieser Stelle die Fed und die BoJ nicht ausschließen, aber das erschien uns eh selbstverständlich) quasi als Preissetzer in den Märkten agiert und gleichzeitig exzessiv Liquidität bereitstellt, zwingt sie die Mehrheit der Investoren dazu, auf der Suche nach zusätzlicher Rendite riskantere Assets zu kaufen und hierfür auch Leverage aufzubauen. Die Marktentwicklung seit Mitte 2012 lässt sich nur schwerlich durch eine fundamentale Entwicklung erklären, sondern wäre ohne das Eingreifen der EZB schwer vorstellbar gewesen. Wir möchten nicht despektierlich erscheinen, aber natürlich verhalten sich viele Investoren nach dem Grundsatz „Never fight the Central Bank“ oder in diesem speziellen Falle eher „Jump on the EZB train“ – also besitzen Investoren im übertragenen Sinne des Grossman-Stiglitz-Paradoxons keinerlei Anreiz, selbst Informationen einzuholen. Wir haben die Thematik spekulativer Blasen bereits mehrmals ausgiebig diskutiert und regelmäßige Leser dieses Pamphlets wissen, dass wir durchaus eine gewisse Sympathie für diese These hegen. Es lässt sich aber eben auch nicht bestreiten, dass das Platzen derselben ein nicht zu determinierendes Ereignis darstellt. Natürlich haben die Aktienmärkte noch Luft nach oben und Credit-Spreads selbige nach unten – allerdings gibt es zumindest ein Beispiel exzessiver Preisentwicklungen, welches natürlich auch mit der globalen Zentralbankpolitik zusammenhängt – auch wenn dieses Phänomen nicht gewünscht war. Die folgende Abbildung zeigt die Wertentwicklung von Bitcoins gegenüber dem USD. Auch ohne ein IT-Freak zu sein, erscheint diese Entwicklung zumindest teilweise durch die Tatsache getrieben zu sein, dass das System des Fiat-Geldes nicht uneingeschränkt Freunde findet.

Wo ist die Blase? Da ist die Blase!
Bitcoins profitieren von der Systemfrage

Quelle: www.bitcoincharts.com



⁹ Wenn alle Informationen enthalten sind, besteht für keinen Marktteilnehmer ein Anreiz, Informationen zu erhalten oder zu analysieren – wie sollen diese dann implizit in den Preisen enthalten sein? Vgl. Grossman, S. and Stiglitz, J.E. (1980): "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, American Economic Review", 70, Nr. 3, S. 393–408. Übrigens lässt sich hieraus auch eine Begründung für passives Asset-Management ableiten.



X-Asset View: We are happy family!

Der Jahresanfang stand ganz im Zeichen der Neuanlage, wobei die altbekannten Top-Seller wiederum die Rallye angeführt haben. Neben der sehr positiven Entwicklung der Aktienmärkte waren es vor allem wieder die niedrigen Qualitäten im Kreditmarkt, welche die stärkste Spread-Einengung vollzogen haben. Das waren neben den Peripherieländern vor allem ausgewählte EM-Staaten (fast alle außer der Ukraine und Venezuela aus bekannten Gründen, die – welche Analogie zum folgenden Absatz – aus rein politischen Gründen zu den volatilsten Märkten gehörten), das gesamte europäische und US HY-Segment und natürlich Financial Nachträge jeglicher Couleur und Qualität. Nimmt man CDS-Indices als Indikator, handeln die HY-Märkte in Europa auf Niveaus, die wir das letzte Mal Ende 2007 beobachten durften. Ebenso wie Subordinated CDS, wobei Letztere allerdings auch von einem positiven Nebeneffekt, nämlich der Ankündigung der CDS-Dokumentation im März (wir werden an selber Stelle ausführlich berichten) profitiert haben. Alles in allem handeln die impliziten Ausfallwahrscheinlichkeiten am CDS-Markt wieder auf Vorkrisenniveaus, wobei der Trend zu niedrigeren Qualitäten (sogar PIK- und Toggle-Notes feiern ein Comeback) und zusätzlichem Leverage (CDOs, Kreditstrukturen) bestehen bleibt.

Die Entwicklung der Märkte zum Jahresanfang lässt schwerlich Raum für Pessimismus. Und man muss den Zentralbanken eines zugutehalten – sie haben den alten Zusammenhang zwischen Märkten und der Realwirtschaft (zumindest kurzfristig) wiederhergestellt. Der zentrale Treiber für die Finanzmärkte sind aktuell Wachstumserwartungen. Hierin wird sich langfristig zeigen, ob die Krisenpolitik der Zentralbanken funktionieren wird. Solange die Märkte vor allem durch die exzessive Liquiditätsbereitstellung getrieben sind, steigt das Risiko für die Entstehung spekulativer Blasen stark an. Nur falls die relativ teuren Bewertungen an den Aktien- und Kreditmärkten durch langfristig positive Wachstumserwartungen gerechtfertigt werden, können die Zentralbanken es wagen, den Märkten schrittweise Liquidität zu entziehen. Wir haben an dieser Stelle bereits mehrmals darauf verwiesen, dass sich die Fed im Gegensatz zur EZB in eine relativ schlechtere Position dadurch gebracht hat, dass sie etwaiges Tapering auch an ein niedriges Renditeniveau im langfristigen Bereich (10-jährige US-Treasury-Renditen) gekoppelt hat. Genau dieses wird aber im Falle nachhaltigen Wachstums ansteigen müssen.

Aus diesem Gedanken leitet sich konsequenterweise auch das zentrale Risiko für die Finanzmärkte ab: Werden die positiven Wachstumserwartungen enttäuscht, lassen die aktuell hohen Bewertungen ihre natürliche Rechtfertigung vermissen, was unserer Ansicht nach einen relativ hohen Konsolidierungsbedarf nach sich ziehen wird. Bezüglich der langfristigen Wachstumsaussichten in den USA hat es die Studie von Robert Gordon¹⁰ zu einiger Berühmtheit gebracht. Gordon beschreibt sechs Trends, die für ein lang anhaltendes, niedriges Wachstum (0,5 % pro Jahr) auch angesichts der privaten und öffentlichen Schuldensituation sprechen. Wir möchten uns hierzu kein abschließendes Urteil erlauben, sehen allerdings in den nach wie vor hohen Außenhandelsungleichgewichten in Kombination mit dem anhaltenden Trend zu einem höheren Verschuldungsgrad das größte realwirtschaftliche Risiko in den USA.

In Europa gestaltet sich die Situation derweil komplexer. Nachdem die Renditeaufschläge in den Peripheriestaaten sehr viel stärker gesunken sind – Portugal, Spanien und Italien CDS handeln alle auf den niedrigsten Niveaus seit 2010 – als durch die realwirtschaftliche Entwicklung gerechtfertigt, nehmen die Begehrlichkeiten bezüglich einer Lockerung der Konsolidierungsprogramme zu. Betrachtet man bspw. die stark ausfallgefährdeten Kredite des Privatsektors in diesen Ländern im Verhältnis zu dem Kreditvolumen desselbigen, liegen alle drei zwischen 15-20 % (im Vergleich dazu liegt diese Kennziffer in

¹⁰ R. J. Gordon (2012): „Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts The Six Headwinds“, NBER Working Paper, Nr. 18315.



Deutschland bei ca. 3 %). Irland hat es zwar zurück an den Kapitalmarkt geschafft und im Januar diesen Jahres erstmals seit der Bankenkrise wieder erfolgreich eine Anleihe am Markt platzieren können, allerdings hat es dies nur geschafft, da das Bankensystem dramatisch (und mit durchaus fraglichen Methoden) konsolidiert hat. Genau das ist in den anderen Peripherieländern, aber nicht – oder nur in sehr viel geringerem Ausmaß – passiert. Die ökonomische Situation in Griechenland, Spanien, Italien und Portugal bleibt also nach wie vor extrem fragil. Trotzdem mehren sich die politischen Stimmen, nach denen die Effizienz der Programme der Troika (die in größter Not durchaus Zustimmung gefunden haben) in Frage gestellt wird. Nachdem auch einige „große“ Ländern (allen voran Frankreich) einen gewissen Mangel an Vorbildfunktion erkennen lassen, kommen wir zu dem Schluss, dass hier die dominante Gefahr für einen weiteren Aufschwung der Märkte liegt. Die Mechanismen könnten hier denjenigen in 2010 ähneln. Sollte sich eine laxere Ausgabenpolitik als politisch opportun erweisen, sind aktuell die Chancen ziemlich gut, dass sich diese auch durchsetzen ließe. Die Ratingagenturen wird dies indes wenig erfreuen, was in der Regel zu Rating-Herabstufungen führt. Es gibt allerdings einen nicht ganz unwichtigen Unterschied zu der Situation von vor vier Jahren. Das Potenzial des Marktes, Risiko aufzunehmen, ist angesichts der fortgeschrittenen Regulierungswelle weitaus geringer als das damals der Fall war (womit sich auch in diesem Newsletter der Kreis schließt).

Während unsere Generation seit Jahren meistens von EMIR, Basel III und Solvency II spricht, gibt es eine Vielzahl von weiteren Verordnungen bzw. Updates von Verordnungen (wir möchten an dieser Stelle besonders all diejenigen grüßen, die sich mit der Aktualisierung der Institutsvergütungsverordnung und der Großkredit- und Millionenkreditverordnung auseinandersetzen) auf europäischer Ebene, die in 2014 ihre Anwendung finden. Der seit Mitte 2012 beschleunigte Anstieg der Risikoaktiva in den Märkten trifft also auf eine veränderte Bereitschaft der Investoren, diese im Krisenfall aufzufangen (was nicht auffällt, solange die Märkte steigen). Diesem Phänomen (wir nennen es in Anspielung auf diesen Newsletter das „Draghi-Bernanke-Paradoxon“) gilt aktuell unsere größte Sorge, woraus sich auch unser Motto für 2014 ableiten lässt. Wir folgen diesmal Louis Pasteur: „Veränderungen begünstigen nur den, der darauf vorbereitet ist.“

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	-	-	--	--
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)

*"A Message to You, Rudy" – im Original von Dandy Livingstone, das populärste Cover kommt von The Specials (1979). In unserer Interpretation ein Hilfescrei in Richtung der regulatorischen Autoritäten angesichts der möglicherweise für ein gesellschaftliches Optimum nicht notwendigen und schon gar nicht hinreichenden Maßnahmen zur Regulierung der Kapitalmärkte. Anbei der Link:

<http://www.youtube.com/watch?v=TGDQ85Dg-ss>.



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 2014