

19 FEB 2014

1 1

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

Stay Back*

>> *Stay, stay back baby, I'm the wrong one
You know I ain't, ain't no good for you
Got a bad, bad reputation, I'm a wild one
I ain't the one to make your dreams come true.<<*

STAY BACK*

Die Emerging Markets sind einer der großen Gewinner des Niedrigzinsumfelds und haben vor allem seit 2009 davon profitiert, dass die westlichen Zentralbanken der Politik des „billigen“ Geldes verfallen sind. Im Januar kamen erste Zweifel auf, ob die EMs nun doch ihrem „schlechten“ Ruf gerecht werden und ob sie wirklich die Träume der Investoren wahr machen können. Ohne die Heterogenität der EM-Länder zu ignorieren, lässt sich eine Schlussfolgerung bereits ableiten: Globale Ungleichgewichte aufgrund internationaler Kapitalströme, welche durch die exzessive Bereitstellung von Liquidität verursacht wurden, erschweren den Zentralbanken den Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik. Gleichzeitig verstärken sich die Tendenzen, die Errungenschaften der Globalisierung politischen Strömungen zu opfern. Irgendeine Seite muss sich nun anpassen: Entweder die globalen Ungleichgewichte werden realwirtschaftlich bedingt drastisch reduziert oder die relativen Asset-Preise passen sich an. Letzteres würde denjenigen Recht geben, die der ersten Textzeile gefolgt sind und ihre EM-Investments reduziert haben: „Stay, stay back baby, I'm the wrong one.“

„Ich scheiß‘ dich sowas von zu mit meinem Geld“¹

Nun ja, wir würden die Eloquenz von Herrn Draghi beleidigen, würden wir ihm Herrn Haffenloher's Worte in den Mund legen. Aber falls wir die letzte Pressekonferenz der EZB richtig interpretieren, war genau das die wenig subtile Kernaussage derselben. Das Dilemma ist bekannt: Seit die EZB Mitte 2012 den unbegrenzten Ankauf von Staatsanleihen in Aussicht gestellt hat (ohne diesen umzusetzen), haben sich die Finanzmärkte spürbar entspannt, allerdings führt die rigide Kreditvergabe der Banken im Euroraum dazu, dass der rudimentäre Transmissionsmechanismus der Geldpolitik gestört bleibt. Es ist daher keine Überraschung, dass die EZB weiter in der Trickkiste kramen muss, um die Funktionsfähigkeit geldpolitischer Maßnahmen wiederherzustellen. Das funktioniert vor dem Hintergrund immer strengerer regulatorischer Anforderungen an das Bankensystem nur dadurch, dass die Bankbilanzen bezüglich ihrer NPLs (Non-performing Loans) entlastet werden. Das gilt vor allem für die Bankensysteme der Peripherieländer. Die Idee der EZB scheint hierbei zu sein, dem Beispiel der Fed zu folgen und genau die Marktsegmente zu stabilisieren, die im Zentrum dieser Disfunktionalität stehen: die Kreditmärkte. Vor diesem Hintergrund muss die Ankündigung Draghis auf dem Weltwirtschaftsforum, den Ankauf von Kreditpaketen zu prüfen, als ein weiterer, möglicher Schritt der EZB, das Systemrisiko innerhalb des Bankensektors zu reduzieren und die zunehmenden deflationären Tendenzen in der Eurozone zu bekämpfen, verstanden werden. Der effizienteste Weg dies zu tun, scheint laut EZB in der Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes zu liegen. Banken könnten durch den Einsatz von ABS-Technologie ihre Bankbilanzen von faulen Krediten befreien, indem sie diese Kreditinstrumente bei der EZB im Tausch gegen Liquidität (für die Kreditvergabe) einliefert oder diese Pakete direkt an die EZB verkaufen.

¹ Heinrich Haffenloher zu Baby Schimmerlos – die Szene aus Helmut Dietls Kir Royal (1. Folge: Wer reinkommt, ist drin).

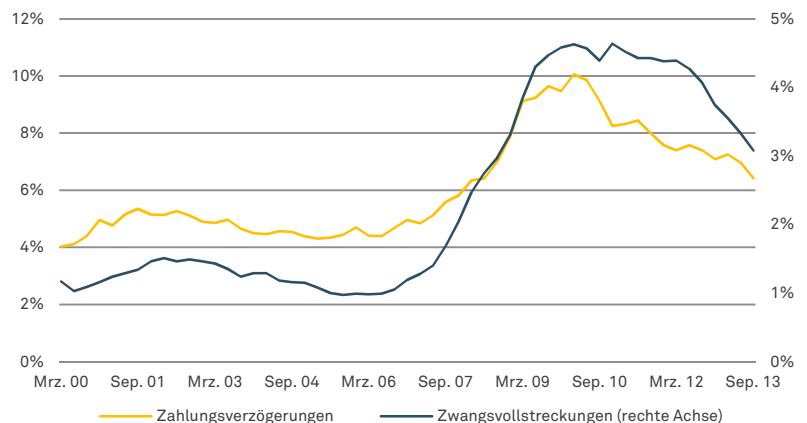


Ein weiterer Grund für diesen Schritt kann auch darin liegen, dass die Aussage Draghis, im Notfall unbegrenzt Staatsanleihen aufzukaufen, möglicherweise an Glaubwürdigkeit verliert. Genau dies kann nämlich durch das Bundesverfassungsgericht ausgelöst werden, welches die Legitimation von Staatsanleihekäufen als nicht vereinbar mit den EU-Verträgen ansieht und dies gerade mit dem wohlwollenden Hinweis, dass gewichtige Gründe dafür sprächen, dass es die souveränen Rechte der EU-Mitgliedstaaten verletze, an den Europäischen Gerichtshof zur Entscheidung weitergeleitet hat. Würde der EuGH der Sicht des Bundesverfassungsgerichts folgen, wäre die Aussage bzgl. unbegrenzter Staatsanleihekäufe unglaubwürdig und die Märkte würden das dementsprechend mit einem starken Anstieg der Risikoaufschläge v. a. in den Peripherieländern quittieren. Die EZB braucht also möglicherweise alternative Strategien und der Ankauf von Kreditpaketen scheint hier ein Ausweg zu sein – obwohl natürlich wiederum zu prüfen sein wird, ob diese durch das Mandat der EZB abgedeckt wären. Angesichts der Tatsache, dass dies aber gängige Praxis zumindest bis zum Austrocknen des Verbriefungsmarktes in 2008 war, gehen wir davon aus, dass die EZB bei dieser Strategie auf wenig Widerstand stoßen sollte.

Die weitaus entscheidendere Frage ist daher, ob diese Strategie auch den gewünschten Erfolg bringen kann. Offensichtlich schaut die EZB hier über den Atlantik und nimmt sich ein Beispiel an der Fed. Nachdem der US-Häusermarkt in 2008 dramatische Einbrüche zu verzeichnen hatte, ging die Fed dazu über, den gewerblichen und privaten Immobilienmarkt zu stützen. Einerseits durch den direkten Kauf von gewerblichen Mortgage-Backed-Securities am Primärmarkt, was sie aktuell zum größten Halter derselben macht, andererseits durch die Verstaatlichung von Freddie Mac und Fannie Mae, um die Refinanzierungen der privaten Immobilienbesitzer sicherzustellen. Es wurde viel über diese Maßnahme diskutiert und man kann durchaus geteilter Meinung über die langfristigen Effekte sein. Eines allerdings hat die Fed damit bewirkt, und zwar eine spürbare Entlastung der Bankbilanzen, wodurch das US-Bankensystem seine systemische Krise relativ schnell hinter sich lassen konnte. Allerdings muss auch festgestellt werden, dass Zentralbanken zwar kurzfristig unterstützen können, langfristig allerdings die Wiederherstellung des Marktmechanismus zentrale Bedeutung hat. Dass der US-Häusermarkt trotz aller Anstrengungen der Fed noch nicht wieder auf Vorkrisenniveau angekommen ist, lässt sich an folgender Abbildung von Zahlungsverzögerungen und Zwangsvollstreckungen von Kreditverträgen im privaten Immobiliensegment sind zurückgegangen – hinken allerdings noch weit den Niveaus der Jahre 2000-2007 hinterher.

Zahlungsverzögerungen und Zwangsvollstreckungen in den USA

Quelle: Bloomberg





Angesichts der speziellen Situation des Euroraums ergibt sich jedoch ein weiteres Problem, welches die Effizienz eines Aufkaufs von Kreditstrukturen durch die EZB mit sich bringt. Eines, das dem des Grundproblems einer gemeinsamen Zentralbank in einem Währungsraum – die Suche nach einem Zinssatz, welcher der ökonomischen Situation in allen Ländern gerecht wird – durchaus gleicht: Nämlich die Frage, wie dies vor dem Hintergrund der Heterogenität innerhalb der Eurozone umgesetzt werden soll. Vor allem die Bankensysteme der üblichen Verdächtigen (Spanien und Italien) würden die Unterstützung der EZB einfordern, während die Bankensysteme anderer Staaten keine Einschränkung bei der Kreditvergabe aufweisen. Während eine solche Maßnahme also in einigen Ländern stabilisierend wirken kann, könnte in anderen Ländern die Inflationierung von Vermögenswerten die Folge sein.

Die Problematik zeigt sich aktuell deutlich in der Situation des spanischen Häusermarkts. Während bspw. in Deutschland Immobilienpreise blasenähnliche Tendenzen² aufweisen, liegen Angebot und Nachfrage für spanische Immobilien in Preisen bemessen nach wie vor weit auseinander: Circa 20 % trennen Angebot und Nachfrage von markträumenden Preisen. Würde man nun bspw. die Politik der Fed (s. o.) umsetzen wollen, kann das dazu führen, dass sich zwar der spanische Immobilienmarkt stabilisiert (also Geld-Brief-Spannen sich angleichen), jedoch die Immobilienpreise in Deutschland weiter stark steigen und somit auch die Befürchtungen einer Immobilienblase. Welche Maßnahmen sich die EZB auch überlegt, sie kommt in eine ähnliche Bredouille wie ihr amerikanisches Pendant. Die Effizienz ihrer Geldpolitik wird angesichts der globalen Ungleichgewichte nicht nur durch nationale Befindlichkeiten (USA) bzw. durch Befindlichkeiten des Währungsraums (Eurozone) bestimmt, sondern eben auch durch externe Faktoren, weshalb wir an dieser Stelle nicht umherkommen, die bereits viel diskutierte Problematik der Emerging Markets zu beleuchten – ohne allerdings darauf verzichten zu wollen, vorher auf eine grundlegende Problematik der Kreditvergabe einzugehen, was im folgenden Exkurs dargestellt wird.

Exkurs: Kreditrationierung³

Die auch von der EZB erkannte Problematik der rückläufigen Kreditvergabe, welche auch in den letzten Newslettern ausgiebig behandelt wurde, hat viele Dimensionen. Es liegt auf der Hand, dass die zunehmenden Regulierungstendenzen die Politik des billigen Geldes in dieser entscheidenden Frage konterkarieren. Gerade die Banken in den Peripherieländern können ihre Kreditvergabe vor dem Hintergrund steigender Eigenkapitalanforderungen in Kombination mit dem dramatischen Anstieg notleidender Kredite nicht nachhaltig erhöhen. Daher sollte es nicht überraschen, dass bspw. die Unicredit über einen Verkauf von Teilen ihrer notleidenden Kredite nachdenkt. Andere Banken werden folgen, da es aufgrund erhöhter Kosten für die Kreditvergabe keinen anderen Ausweg mehr gibt. Konsequenterweise setzt genau hier die Idee der EZB an, ein europäisches „Quantitative Easing“ durch den Ankauf von Kreditrisiken zur Entlastung der Bank-Bilanzen umzusetzen. Allerdings hat auch hier die ökonomische Theorie bereits vor mehr als 30 Jahren eine Situation beschrieben, die von der EZB auf dem angedachten Weg nur schwerlich aufzulösen sein wird. Entgegen der Theorie vollkommener Märkte kann es zu Situationen kommen, in denen Moral Hazard und Adverse Selektion dazu führen, dass das Kreditvergabevolumen trotz steigender Zinssätze sinkt. Stiglitz und Weiss haben 1981 gezeigt, dass Banken ihre Kreditvergabe nicht nur deshalb begrenzen, weil sie das damit einhergehende Ausfallrisiko als nicht adäquat kompensiert verstehen. Sondern auch deshalb, weil nicht-

² Das sagt neuerdings sogar die Bundesbank, vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Februar 2014, S. 65 ff.

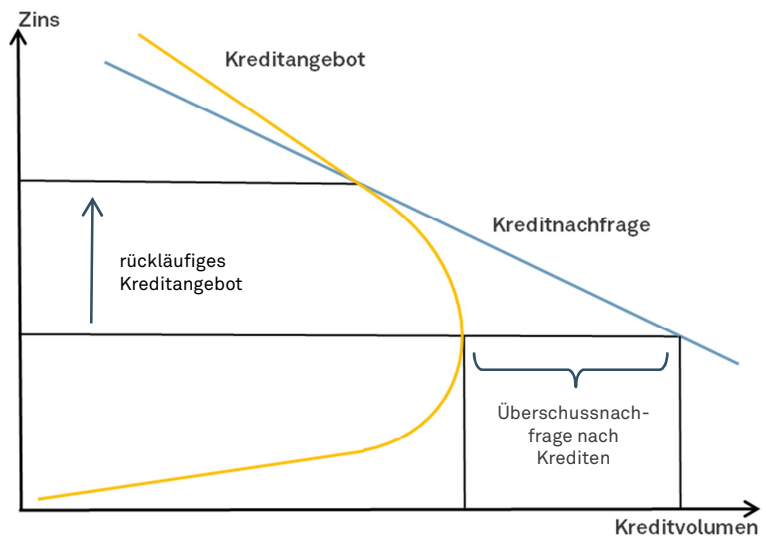
³ Stiglitz, J. E., Weiss, A. (1981): „Credit Rationing in Markets with Imperfect Information“, American Economic Review, Volume 71, Issue 3, S. 393-410.



perfekte Marktzustände herrschen: Adverse Selektion (höhere Zinssätze grenzen weniger riskante Schuldner aus) und Moral Hazard (der Schuldner hat einen Anreiz sich nach der Kreditvergabe nicht im Sinne des Gläubigers zu verhalten) führen aufgrund von Informationsasymmetrien dazu, dass das Kreditvolumen der Banken nicht linear mit den durchschnittlich zu erwarteten Renditen im Kreditgeschäft ansteigt. Anders ausgedrückt können höhere erwartete Zinssätze im Kreditgeschäft eben auch zu einer rückläufigen Kreditvergabe führen, da die Banken nicht über perfekte Information bezüglich des Schuldners verfügen. Banken lehnen folglich Kreditanfragen ab einem bestimmten Zinsniveau ab, also einige potenzielle Kreditnehmer werden von den Banken abgelehnt, obwohl sie bereit sind, einen höheren Zins zu bezahlen. Sie werden folglich von der Kreditvergabe ausgeschlossen.

Kreditrationierung: mehr Zins – weniger Kredit

Quelle: Stiglitz/Weiss (1981)



Der zentrale Punkt der Argumentation ist darin zu sehen, dass der Zins in einer Situation der asymmetrischen Informationsverteilung seine Steuerungsfunktion verliert. Genau deshalb ist auch die klassische Zinssatzpolitik der Zentralbanken wirkungslos. Und daher erklärt sich eben auch die in den letzten Monaten extrem hohe Primärmarktaktivität in hochriskanten Anleihen (Pik-Notes, Toggle-Notes, one-touch CoCos) an den Kreditmärkten – die Banken sind sich der asymmetrischen Informationsverteilung durchaus bewusst und deswegen suchen die Schuldner nach alternativen Gläubigern. Und diese scheinen sie an den Kreditmärkten zu finden. Man sollte sich aus diesem Grund von der Idee verabschieden, dass der Grund für die hohe Emissionstätigkeit an den Kreditmärkten darin zu suchen ist, dass die generelle Änderung der Finanzierungsstruktur – weg von Bankkrediten, hin zu Anleiheemissionen – ausschließlich in steigenden EK-Anforderungen und somit in steigenden Refinanzierungskosten auf Bankenseite begründet ist. Es kann auch einfach daran liegen, dass sich die Informationsasymmetrie von Seiten des Schuldners am Kreditmarkt leichter materialisieren lässt als das bei der Kreditvergabe der Banken der Fall ist. Offensichtlich reagieren Anleiheinvestoren weniger sensibel auf Informationsasymmetrien als Banken! Folgt man diesem Gedanken, kommt einem unweigerlich die Situation des US-Häusermarkts zwischen 2005 und 2007 in den Sinn – offensichtlich wurden hier Immobilienkredite nur angesichts der durchschnittlichen Ausfallraten und der dafür zu erhaltenden Kompensation, also den Zinssätzen für Immobilienkredite, vergeben. Es wurde ignoriert, dass dieses Kreditvergabeverhalten implizit dazu führt, dass die erwarteten Ausfallraten die historischen übersteigen. Und deshalb überstiegen die realisierten Verluste eben auch die historisch gerechtfertigte, aber praktisch eben ungenügende Kompensation durch Zinszahlungen. Aus diesem Grund haben die Banken die Kreditrisiken aus



dem US-Häusermarkt mit Hilfe von Verbriefungsstrukturen an Endinvestoren ausgelagert. Vor diesem Hintergrund kommt wiederum ein Effekt der Regulierungswelle ins Spiel, da Banken offensichtlich durch höhere und nicht-lineare EK-Anforderungen davon abgehalten werden, niedrigen Qualitäten Kredite zu gewähren, auch wenn diese bereit wären, eine in einem vollkommenen Markt gleichgewichtige Kompensation dafür zu bezahlen.

EM: Emerging Markets oder Emerging Murk

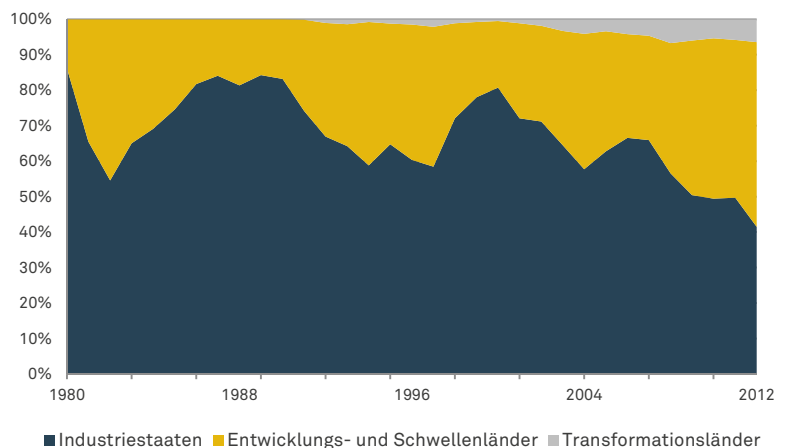
Die Niedrigzinspolitik der westlichen Zentralbanken darf in einer globalisierten Welt mit integrierten Kapitalmärkten nicht als isolierte Maßnahme gesehen werden. Und die Systemkrise in Europa und den USA der Jahre 2008-2012 hat eben nicht nur realwirtschaftliche Auswirkungen, sondern bedingt auch internationale Kapitalbewegungen. Die Übertragungsmechanismen sind hierbei mehrdimensional und deshalb sind deren Effekte auch nur schwer zu quantifizieren. Folgende Entwicklungen lassen sich allerdings auch quantitativ nachvollziehen, wobei wir im Folgenden auf die zwei wichtigsten Elemente von Kapitalflüssen eingehen – Direkt- und Portfolioinvestitionen:

1. Direktinvestitionen

Als Direktinvestitionen werden solche Vermögensanlagen definiert, bei denen der Investor Einfluss und Kontrolle auf das Investment ausübt, also wenn supranationale Unternehmen Investitionen im Ausland tätigen oder bei traditionellen Infrastrukturinvestitionen. Hierbei hängt der Hype der Emerging Markets natürlich mit der Wachstumskrise der westlichen Industrienationen zusammen. Realwirtschaftlich höhere Wachstumsraten in den EM im Vergleich zu den entwickelten Ländern sowie die Erschließung neuer Wachstumsmärkte sind gewichtige Argumente für dortige Investition. Direktinvestitionen sind hierbei die logische Konsequenz der Globalisierung, führen aber natürlich dazu, dass die Zielländer möglicherweise mit potenziellen Kapitalabflüssen zu rechnen haben, die über den Währungsreserven des jeweiligen Landes liegen. Das heißt, dass die Höhe der Direktinvestitionen Auswirkungen auf den Wechselkurs oder die Währungsreserven hat, was in Stresssituationen eine höhere Anfälligkeit des Zielandes gegenüber exogenen Schocks nach sich ziehen kann.

Entwicklung Direktinvestitionen – EM bevorzugt!

Quelle: UNCTAD



2. Portfolioinvestitionen

Portfolioinvestitionen umfassen reine Finanzanlagen, also ohne direkten Einfluss und Kontrolle auf die Zielinvestition auszuüben. Der direkte Kauf von Anleihen, Aktien etc. oder deren indirekter Kauf durch bspw. ETFs fällt hierunter, weshalb Portfolioinvestitionen eine logische Konsequenz der Kapitalmarktintegration darstellen. Durch Portfolioinvestitionen bedingte Kapitalströme sind weitaus volatil als Direktinvestitionen und in den letzten Jahren nicht nur aus realwirtschaftlichen Überlegungen heraus angestiegen. Die europäische Sys-

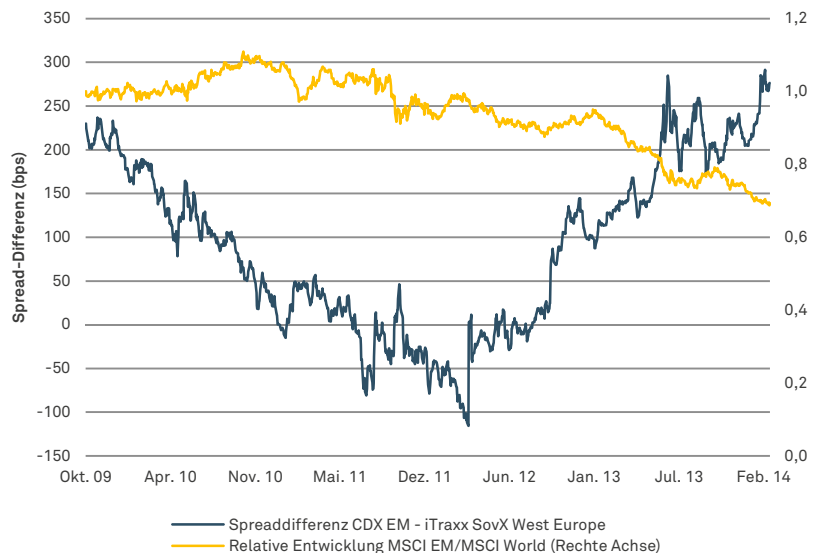


temkrise hat viele Anleger dazu bewogen, eine Reallokation zugunsten der EM vorzunehmen. In der Spitze handelten die Renditeaufschläge der PIIGS-Länder weit über dem Durchschnitt der EM. Derselbe Effekt wird durch die Niedrigzinspolitik der westlichen Industrieländer ausgelöst, ganz zu schweigen von einer wenig subtilen Politik der Währungsabwertung (Japan).

Die Symptome dieser Entwicklungen lassen sich in folgender Abbildung veranschaulichen, in der die relative Spread-Entwicklung zwischen den EM und den Ländern der Eurozone bzw. die relative Aktienmarktperformance zwischen aufstrebenden und entwickelten Märkten aufgezeigt wird. Bis zum Höhepunkt der Eurokrise Anfang 2012 war der Spread-Trend klar gegen die westlichen Länder zugunsten der EM-Länder gerichtet, was sich eben auch durch Reallkoationen in Letztere erklärt. In den Aktienmärkten war dieser Effekt geringer, aber bis Anfang 2011 haben die der EM-Länder ebenfalls ihre europäischen Pendanten outperformt. Dieser Trend hat sich in den letzten zwei Jahren umgekehrt und es spricht einiges dafür, dass dies anhält. Was eben auch für Kapitalabflüsse aus den EM-Ländern (mit den später aufgezeigten Implikationen) sprechen würde.

Entwickelt vs. aufstrebend – relative Entwicklung der Aktien- und Kreditmärkte seit 2009

Quelle: Bloomberg, Markit



Investoren in den EM müssen zusätzliche Risiken beachten, wobei wir den politischen, regulatorischen und legalen Risiken – die aktuell die Entwicklung dominieren (neben der Ukraine, Venezuela und Argentinien eben auch die Türkei) – bereits einen der letzten Newsletter⁴ gewidmet haben. Wir wollen uns hier aber den Risiken zuwenden, die direkt von den Entwicklungsländern ausgehen. Hierbei ist eine Differenzierung von großer Bedeutung – und zwar die bezüglich der Größe einer Volkswirtschaft.

Große Länder, kleine Länder und die Theorie der Währungskrisen

An dieser Stelle müssen wir nochmal einen kurzen Ausflug in volkswirtschaftliche Grundlagen vornehmen, da die theoretische Wirkung von geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen in einer globalisierten Welt mit vollständiger Kapitalmobilität eben davon abhängt, ob es sich um eine „kleine“ oder „große“ Volkswirtschaft handelt. Eine kleine offene unterscheidet sich von einer großen offenen Volkswirtschaft dahingehend, dass der heimische Zinssatz durch den „Weltzinssatz“ bestimmt wird. Die wirtschaftliche Aktivität des kleinen Landes beeinflusst folglich keinerlei ökonomische Variablen auf den Weltmärkten. Sehr wohl dominieren Letztere jedoch die inländischen ökonomischen Größen.

⁴ Newsletter #8, „American Dream“, Oktober 2013



Dieser Logik folgend muss man eben auch die Effekte der Krisenpolitik der Industriestaaten auf die EM differenziert betrachten. Allen Volkswirtschaften mit weitgehend integrierten Kapitalmärkten voran kann China als großes Land gelten. China ist sogar in der Lage, angesichts seiner starken Wirtschaftskraft dem immensen Leistungsbilanzüberschuss und den extrem hohen Währungsreserven, eine effiziente Währungspolitik umzusetzen. China profitiert von den globalen Kapitalzuflüssen, ohne jedoch verletzlich zu werden, da sie über genug Reserven verfügt, um auch im Falle von Kapitalabflüssen nicht in die Mechanismen einer klassischen Währungskrise zu geraten.

Das Risiko in den EM bezüglich der Krisenpolitik der Entwicklungsländer liegt also eher in den EM-Ländern, die das Charakteristikum einer kleinen offenen Volkswirtschaft tragen. An dieser Stelle kommt man nicht umher, sich die Situation der asiatischen Tigerstaaten Ende der 1990er Jahre in Erinnerung zu rufen. Die hauptsächlich betroffenen Länder während der Asienkrise 1997/1998 (Malaysia, Korea, Indonesien, Thailand und die Philippinen) wiesen damals hohe Wachstumsraten, niedrige Inflationsraten, hohe private Ersparnisse, Überschüsse im Staatshaushalt und relativ hohe Fremdwährungsreserven auf. Allerdings wuchs das Leistungsbilanzdefizit angesichts der starken Inlandsnachfrage in den Jahren vor der Krise stetig an. Das Problem wurde letztlich durch stark anwachsende Kapitalzuflüsse und die dadurch wachsende Auslandsverschuldung, vor allem aber durch die Zunahme kurzfristiger Verschuldung gegenüber den Währungsreserven ausgelöst. Die Währungen waren damals an den USD gekoppelt, wobei die Erwartung von Abwertungen letztlich spekulative Attacken auslöste. Der IMF hatte schon in den Jahren vor der Krise auf ein grundlegendes Problem hingewiesen, nämlich die Fragilität der asiatischen Finanzinstitutionen auch angesichts starker regulativer Eingriffe des Staates (bspw. bei den Einlagenzinsen und der Kreditvergabe) sowie einer schwach ausgeprägten Aufsicht des Bankenwesens. Die Kapitalzuflüsse trafen folglich auf Märkte, die nicht in der Lage waren, eine effiziente Allokation derselben zu bewerkstelligen, was sich in riskanter Kreditvergabe und Investitionen in hochriskante Projekte manifestierte.

Geschichte wiederholt sich nicht – auch nicht die der Finanzkrisen. Aber es ist offensichtlich, dass sich viele EM-Länder zumindest in einigen Punkten in einer ähnlichen Situation befinden. Wobei wir an dieser Stelle die Problematik der Kapitalzuflüsse als zentrales Problem ansehen. Morgan Stanley hat bereits Mitte 2013 die „Fragilen Fünf“ (Brasilien, Indien, Indonesien, Südafrika und die Türkei) identifiziert, die alle angesichts ihrer Leistungsbilanzdefizite anfällig gegenüber einer Umkehr der Kapitalzuflüsse sind.

Was passiert nun im Falle einer Abkehr von der Politik des billigen Geldes von Seiten der westlichen Zentralbanken? Die exzessive Bereitstellung von Liquidität lässt sich nunmal nicht als isolierte geldpolitische Maßnahme begreifen, sondern es findet angesichts der sinkenden Rentabilität heimischer Investments in dem dadurch bedingten Niedrigzinsumfeld eben auch ein Export dieser Liquidität statt.

Jegliche Liquiditätsreduktion bzw. schon die pure Erwartung einer solchen führt letztlich dazu, dass die Länder in Mitleidenschaft gezogen werden, die am stärksten von dieser speziellen Situation der westlichen Industrieländer profitiert haben. Hierbei spielt die realwirtschaftliche Ausprägung eine untergeordnete Rolle, da hier das Phänomen selbsterfüllender Prophezeiungen eintreten kann⁵. Allein die Erwartung, dass eine Spekulation erfolgreich verlaufen kann, kann ausreichen, eine Währungskrise auszulösen – auch entgegen der Tatsache, dass realwirtschaftlich betrachtet eine falsche Grundannahme der Spekulation zugrunde liegt.

Kommt es also in einigen Ländern angesichts der von den westlichen

⁵ Das zentrale Element sogenannter Krisenmodelle der 2. Generation, vgl. hierzu Obstfeld, M. (1986): „Rational and self-fulfilling balance-of-payments crises“, *American Economic Review*, 76 (1), S. 72-81.

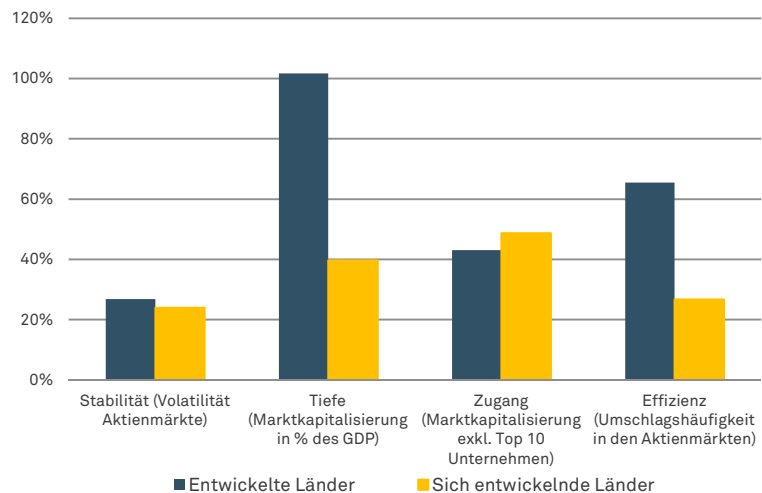


Zentralbanken bereit gestellten Überschussliquidität zu Kapitalzuflüssen, die gleichzeitig eine Währungsaufwertung in diesen Ländern bedingen, führt eine Abkehr von dieser Politik dazu, dass diese Länder eine Abwertung ihrer Währung hinnehmen müssen, was die Finanzierung eines Leistungsbilanzdefizits erschwert. Das Land kann mit Zinserhöhungen reagieren (um Kapitalabflüsse zu stoppen), was allerdings das inländische Wachstum bremst (was wiederum Kapitalabflüsse nach sich zieht) und das heimische Finanzsystem belastet. Versteht man „Quantitative Easing“ als gewollte Währungsabwertung der Industrieländer, bleiben den EM-Ländern nur wenige Möglichkeiten zu reagieren: Sie können Wettbewerbsfähigkeit angesichts der damit ausgelösten Aufwertungen ihrer Währungen verlieren oder sie folgen dieser Politik und laufen Gefahr, inflationäre Tendenzen auszulösen⁶.

Wir möchten an dieser Stelle darauf hinweisen, dass wir angesichts der begrenzten Länge dieses Schriftstücks stark vereinfachend analysieren, v. a. vor dem Hintergrund, dass sich bei genauer Betrachtung sehr spezifische Einzelheiten in jedem Land finden, was dafür spricht, dass die durch die Kapitalströme ausgelösten Transmissionsmechanismen sehr individuell analysiert werden müssen. Aber wir stellen gewisse Gemeinsamkeiten fest, die alleine schon ausreichend Anlass zur Sorge bereiten. Der zentrale Punkt unserer Argumentation beruht hierbei darauf, dass die Kapitalzuflüsse in die EM-Länder der letzten Jahre die Verletzbarkeit derselben bei einer Umkehr der Politik des billigen Geldes stark erhöht haben. Und hierbei spielt die relative Effizienz der Kapitalmärkte in diesen Ländern eine entscheidende Rolle. In der folgenden Grafik wird der zentrale Unterschied zwischen den Kapitalmärkten in den entwickelten und den sich entwickelnden Ländern aufgezeigt: Letztere weisen ein starkes Defizit bezüglich der Markttiefe und der Effizienz der Finanzmärkte gegenüber den entwickelten Ländern auf.

Strukturelle Schwächen der Finanzmärkte in den EM-Ländern

Quelle: World Bank, Global Financial Development Report 2014, Financial Inclusion, S. 163 ff.



Genau dies sehen wir in Summe als die relevante Parallele zu den Entwicklungen in Asien Mitte der 1990er Jahre. Natürlich mehren sich die Bedenken bezüglich des Schattenbankensystems in China – nicht zuletzt angesichts der Probleme in einigen Trust-Companies⁷. Hierbei ist es angesichts der Intransparenz des Systems sehr schwierig, vernünftige Schlussfolgerungen zu ziehen. Ein Problem scheint allerdings nicht nur China zu betreffen – die Finanzsysteme einiger EM-Länder sind nach wie vor unterentwickelt und können keine effiziente Allokation des Finanzkapitals bewerkstelligen. Die Politik der westli-

⁶ Vgl. hierzu auch Koo, R. (Februar 2014): „Fed Tapering and emerging market turmoil“, Nomura Research Institute.

⁷ Vgl. u. a. der chinesische Trust-Markt (eine Art Verbriefungsmarkt für Kapitalmarktrisiken) ist hierbei von September 2012 bis September 2013 um 60 % auf USD 1,67 Billionen angewachsen. Nur zum Vergleich: Das ist ca. 17-mal so groß wie der amerikanische Subprime-Markt in 2007.



chen Zentralbanken hat also langfristig zu nationalen Ungleichgewichten in den EM geführt, welche nun bereinigt werden müssen. Die dazu notwendigen Anpassungsprozesse könnten von Berufspessimisten in Zukunft auch als Krise bezeichnet werden. Ein weiterer Effekt besteht allerdings auch in einer Reaktion vieler Staaten, die uns langfristig ebenfalls Sorge bereitet. Und zwar eine Einschränkung der globalen Kapitalmarktintegration. Wir möchten hier keinerlei Beitrag zu einer weitgehend politisch motivierten Migrationsdebatte leisten – wundern uns aber reichlich über scheinbare Unkenntnis des Nutzens derselben. Die Freizügigkeit von Arbeit hat hierbei denselben Stellenwert wie die Freizügigkeit von Kapital und ist in einer globalisierten Welt unabdingbare Voraussetzung für Wohlfahrtssteigerungen. Allerdings haben die westlichen Zentralbanken durch ihre aggressiven geldpolitischen Maßnahmen einige Staaten so stark in die Enge getrieben, dass der Einsatz von Kapitalverkehrskontrollen (Argentinien, aber auch Zypern) als letzter Ausweg verstanden wird. Für Kapital gilt dasselbe wie für Arbeit – und deshalb wundern wir uns, dass scheinbar alle dem geflügelten Wort von Methusalix folgen: „Mich stören Fremde nicht, solange sie bleiben wo sie hingehören.“⁸

X-Asset View: Strategie & Taktik

Nach dem Schluckauf der letzten Wochen wurde viel darüber diskutiert, ob wir hier ein Ende des positiven Trends an den Kredit- und Aktienmärkten sehen oder ob es sich um ein kurzes Intermezzo an den Märkten handelt. Hierbei muss man zwischen den politisch induzierten Verwerfungen (v. a. Ukraine und Venezuela) und den langfristig werden globalen Ungleichgewichten, die über kurz oder lang revidiert werden müssen, differenzieren. Kurzfristig sehen wir durchaus weitere idiosynkratische Risiken, die allerdings von den Märkten mehrheitlich als isolierte Probleme verstanden werden. Angesichts der aktuellen CDS-Spreads einiger Länder muss zumindest ein baldiger Zahlungsausfall der üblichen Verdächtigen als wahrscheinlich angesehen werden. Basierend auf dem 5Y CDS Level liegt die implizite Wahrscheinlichkeit Mitte Februar hierfür in Argentinien bei über 80 %, in Venezuela bei 67 % und in der Ukraine bei knapp 57 % (unter der Annahme einer 25 %-igen Verwertungsquote). Hieraus lässt sich die gemeinsame Überlebenswahrscheinlichkeit dieser drei Länder ableiten⁹: Diese liegt bei unter 3 %. Positivistisch betrachtet kann man also schlussfolgern, dass ein Zahlungsausfall auch alles andere als eine Überraschung für die Märkte darstellt. Besonders die Ukraine und Venezuela sind allerdings relativ prominent vertreten in EM-Indices und somit findet sich deren Performance natürlich in vielen Index-gelinkten Produkten wieder. Aber die realwirtschaftliche und finanztechnische Ansteckung auf die EM im Allgemeinen bleibt begrenzt und somit kommt es anfänglich eben nicht zu gravierenden, negativen Übertragungseffekte auf andere Märkte¹⁰. In Argentinien, dem Land¹¹ mit der höchsten Ausfallwahrscheinlichkeit weltweit, führen die Maßnahmen (v. a. Kapitalverkehrskontrollen) dazu, dass zuerst nur einzelne Unternehmen (u. a. die spanische Codere) unter Druck geraten, während sich die Ansteckungseffekte auf die Region vorerst in Grenzen halten. Was uns sehr viel mehr Sorgen bereitet als diese lokal begrenzten Risiken ist die Tatsache, dass – wie oben beschrieben – die EM als das

⁸ Methusalix in „Das Geschenk Cäsars“. Wir geben zu, dass an dieser Stelle schon geistreicher zitiert wurde – sehen dies vor dem Hintergrund des intellektuellen Wertes dieser Debatte allerdings als angemessen an.

⁹ Annahme: Unabhängigkeit der Ereignisse.

¹⁰ Die aus der Subprime-Krise in den USA entstandene globale Finanzkrise der Jahre 2008 bis dato ist hierfür ein gutes Beispiel. Anfänglich wurden die durch die Subprime-Krise möglichen Verluste vom IWF auf ca. 50 Mrd. USD geschätzt – letztlich waren es aber über 2.000 Mrd. USD. Ein sehr überschaubares Marktsegment kann durchaus zu immensen volkswirtschaftlichen Kosten führen, und zwar genau dann, wenn sich sogenannte Zweit- und Drittrundeneffekte einstellen. Vgl. hierzu Felsenheimer, J. und Gisdakis, P. (2008): Credit Crises – From Tainted Loans to a Global Economic meltdown, Wiley.

¹¹ Nicht der Emittent! Hier führt Caesars Entertainment mit einer 5-Jahres-Ausfallwahrscheinlichkeit von 86 % (bei 25 % Verwertungsquote) mit der weltweit höchsten Ausfallwahrscheinlichkeit (Mitte Februar 2014).



schwächste Glied in einem globalen Anpassungsprozess gesehen werden müssen. Daher ist die Spread-Ausweitung des CDX EM (globaler CDS Index, der die EM-Länder abbildet) von 270 bp auf 350 bp seit Jahresanfang in der Spitze wenig verwunderlich. Auf den ersten Blick erscheinen diese Spread-Ausweitungen relativ moderat im Vergleich zu den Verursachern (Ukraine 5Y CDS + 400 bp und Venezuela 5Y CDS + 450 bp). Allerdings zeigt diese Bewegung auch, dass die Kreditmärkte auf aktuellen Spread-Niveaus sehr viel fragiler geworden sind. Im Zuge dessen sind natürlich vor allem die High-Beta-Indices unter Druck geraten, wobei der iTraxx X-Over von seinem mehrjährigen Spread-Tief bei 275 bp Anfang Januar auf 325 bp ausgeweitet ist. Der Spread des iTraxx Financials Nachrang Index hat sich im gleichen Zeitraum von 125 bp auf 150 bp geweitet. Anders ausgedrückt ist bereits sehr viel Positives eingepreist und jeglicher exogener Schock führt zu relativ dramatischen Ausweitungen – zumindest relativ betrachtet.

Insofern sehen wir das aktuelle Umfeld als durchaus fragil an, da einerseits das Risiko exogener Schocks stark zugenommen hat und andererseits auch die Fragilität der Märkte vor dem Hintergrund der anhaltenden Tapering-Debatte, der im letzten Newsletter diskutierten, regulatorisch bedingten stark begrenzten Fähigkeit der Marktakteure, im Falle eines Markteinbruchs zusätzliche Risiken eingehen zu können und den letztens wiederum gestiegenen inhärenten Risiken an den Märkten. Hierbei geht es weniger um die Rückkehr stark gehebelter Kreditprodukte, sondern vielmehr um die Rekord-Emission der letzten Jahre bezüglich hybriden Instrumenten. Neben High-Yield-Anleihen jeglicher Couleur (inkl. PIK- und Toggle-Notes) steigt die Emissionstätigkeit von Contingent Convertibles (CoCos) stetig an. Das Volumen der von europäischen Banken emittierten CoCos liegt aktuell bei knapp 45 Mrd. Euro, wobei uns weniger das schiere Volumen, sondern vielmehr die sich im Schnitt verschlechternden Charakteristika erschrecken. Seit letztem Jahr werden teilweise CoCos emittiert, die in letzter Konsequenz als nachrangig zu Aktien gesehen werden können, da sie im Gegensatz zu diesen im Falle eines Trigger-Events ohne Umtauschrechte fällig gestellt werden können, während Aktien offensichtlich die Chance zur Erholung haben¹². Interessanterweise war einer der Treiber für diese Entwicklung die Problematik für Fixed-Income-Investoren, im Trigger-Event Aktien geliefert zu bekommen, die eben teilweise nicht mit den Anforderungen deren Mandate konform sind. Deshalb einen Totalverlust dem Halten von Aktien vorzuziehen, erscheint zumindest für einfachere Gemüter nicht die klügste aller Lösungen zu sein. Aus Sicht der Aktionäre ist diese Entwicklung natürlich sehr begrüßenswert, da im Falle eines Trigger-Events sofort mit der Verbuchung eines Gewinns zu rechnen ist, was ja genau dann für eine starke Aktienperformance spricht. Im Sinne der Kapitalstruktur muss man folglich den ökonomischen Sinn von derartigen CoCo-Emissionen in Frage stellen, weshalb sich die starke Nachfrage nach diesen Anleihen vor allem durch eins erklären lässt: der Suche nach Rendite.

Obwohl es durchaus einige Parallelen gibt, besteht ein entscheidender Unterschied zu den Jahren 2007/2008: Es herrscht noch keine Euphorie an den Märkten, viele Investoren sind sich der fragilen Lage bewusst und dementsprechend zurückhaltend. Betrachtet man die aktuellen Spread-Niveaus scheint noch Luft nach unten vorhanden zu sein, zumindest im Vergleich zu den Niveaus von 2007 (All-Time-Low iTraxx Main @ <20 bp). Allerdings sind wir der Meinung, dass wir aktuell angesichts der fundamentalen Rahmenbedingungen sehr nahe an den zyklischen Spread-Tiefs handeln.

¹² Für interessierte Leser empfehlen wir hierzu die Lektüre des ungekrönten Königs der Researcher: J.P. Calamaro et al. „dbCoCo: A New Strategy and Valuation Framework for CoCo Bonds“, Februar 2014, Deutsche Bank.



Wir neigen vor allem hinsichtlich der Politik der westlichen Notenbanken stark dazu, Denis Diderot zu folgen: „Wenn man einen falschen Weg einschlägt, verirrt man sich umso mehr, je schneller man geht.“ Wir müssen allerdings Descartes Recht geben, dass unsere pessimistische Sicht wahrscheinlich falsch ist, denn „alles, was lediglich wahrscheinlich ist, ist wahrscheinlich falsch.“ Mit dieser Wahrscheinlichkeit lässt es sich angesichts der aktuellen Bewertungsniveaus allerdings recht gut leben.

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

*The Brains (2013): „Stay, stay back baby, I'm the wrong one ...“ bezieht sich auf einen Mann – aber die Analogie zu den Emerging Markets hat sich quasi aufgedrängt. Hier der Link: <http://www.youtube.com/watch?v=kPnBFWtaAD4>. Und für alle, die nicht nur gerne Lesen, sondern auch Hören – live in München am 10. März 2014.



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, 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