

25 MAR 2014

## #12

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

### Hör mal, haste mal 'ne Mark\*

>>Hör mal, haste mal 'ne Mark,  
hör mal, haste mal n Bier,  
hör mal zu den ganzen Tag,  
dann tun dir auch die Ohren weh.<<

## HÖR MAL, HASTE MAL 'NE MARK\*

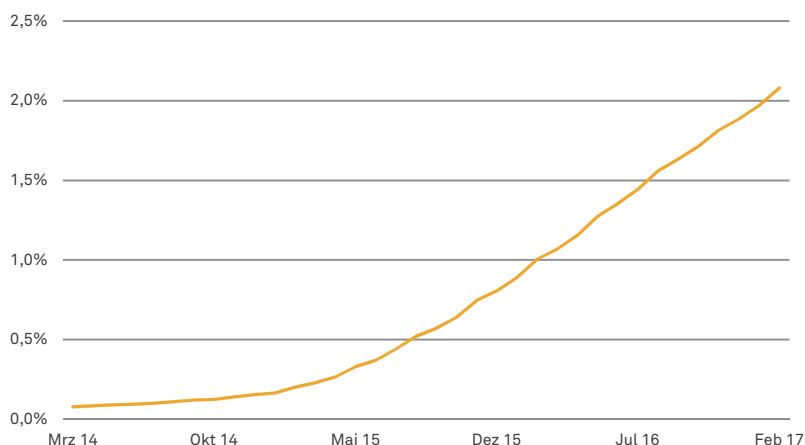
Solange sich die westlichen Zentralbanken im Zinssenkungswettbewerb befinden, ist der japanische Weg die realistischste Konsequenz für Europa. Exzessive Liquiditätsbereitstellung und deflationäre Tendenzen sind offensichtlich kein Widerspruch – vor allem dann nicht, wenn der monetäre Transmissionsmechanismus gestört ist. Frau Yellen hat mit ihrer subtilen Ankündigung einer Zinserhöhung im ersten Halbjahr 2015 nun auch die anderen Zentralbanken unter Druck gesetzt, Alternativen zur Politik des billigen Geldes zu suchen. Deshalb widmen wir diesen Newsletter der Frage, welche Effekte Zinserhöhungen in einem Umfeld eines relativ hohen „Leverage“ haben. Ohne in irgendeiner Art politisieren zu wollen, versuchen wir außerdem, die potenziellen Auswirkungen der aktuellen Entwicklungen im Osten Europas auf die westlichen Finanzmärkte aufzuzeigen. Soviel sei vorweggenommen: Wir kommen bei beiden Themen zu dem Schluss, dass am Ende einige Akteure im globalen Kapitalmarkt folgenden Satz von sich geben werden: „Hör mal, haste mal ne Mark...“.

### Zinserhöhungsankündigung der Fed: Das Rennen beginnt

In ihrer ersten Pressekonferenz als Fed-Vorsitzende hat Frau Yellen (höchstwahrscheinlich völlig bewusst) einen Hinweis gegeben, wann die Fed einen ersten Zinserhöhungsschritt machen könnte – und zwar sechs Monate nach dem Ende der Anleihekäufe (die für das 3. Quartal 2014 terminiert sind), also im 2. Quartal 2015. Der Markt preist folglich eine Zinsanhebung von 0 % auf 0,25 % im April 2015 ein, wobei sich die impliziten Zinserwartungen anhand der Fed Funds Future-Kontrakte ablesen lassen.

### Fed Funds Future-Kontrakte – implizite Renditeerwartungen

Quelle: Bloomberg



Auch wenn die Anleihekäufe reduziert werden (auf jetzt 55 Mrd. USD/Monat), steigt die Liquidität bis zum Abschluss des Tapering-Prozesses weiter an, die Liquiditätssituation wird also bis Ende 2014 expansiv bleiben. Aber es ist nun offensichtlich, dass die Fed plant, ihre Politik des billigen Geldes, die seit 2008 zu einer dramatischen Ausweitung der Fed Bilanz durch direkte Markteingriffe (Anleihekäufe) geführt hat, zu verkürzen. Die Fed basiert hierbei ihre Entscheidung auf einer Vielzahl von Indikatoren, die sich offensichtlich alle entspannt haben (v. a. US-Arbeitsmarkt). Aus dieser Perspektive scheint der angekündigte Schritt der Fed vollkommen logisch – es bleiben



allerdings einige Risiken, die möglicherweise genau dann eintreten, wenn die Fed ihr Experiment startet und somit dafür sprechen, dass die Fed nicht in einen neuen Zinsanhebungszyklus eintritt, sondern vielmehr eine leichte Normalisierung der Geldpolitik und der Liquiditätsversorgung hinsichtlich des immer offensichtlicher werdenden Risikos spekulativer Blasen anstrebt. Diese Risikofaktoren umfassen:

- › US-Häusermarkt: Der Auslöser der 2008er Krise wurde seitdem auch von der Fed gestützt (siehe Newsletter #11). Ob dieser auch ganz ohne direkte Markteingriffe der Fed funktioniert, bleibt abzuwarten. Jeglicher Einbruch auf dem US-Immobilienmarkt führt zu einer sofortigen Wiederaufnahme liquiditätsfördernder Maßnahmen.
- › Japan: Die japanische Notenbank hat sich dazu entschieden, ihre exzessive Geldpolitik aufrechtzuerhalten und steht zu ihrer „beggar my neighbor policy“ – d. h. sie wertet bewusst ihre Währung ab um sich internationale Wettbewerbsvorteile zu verschaffen. Der japanische Yen hat gegenüber dem USD in den letzten zwölf Monaten ca. 10 % an Wert verloren. Diese Politik erschwert allen anderen Zentralbanken die Umsetzung einer kontraktiveren Geldpolitik.
- › Emerging Markets: Wie bereits in der letzten Ausgabe des Newsletters ausführlich beschrieben, kann die Krise der EM-Länder durch eine kontraktivere Geldpolitik der Fed weiter verstärkt werden, da gerade diese stark von der exzessiven Geldpolitik der Notenbanken profitiert haben. Das mag der Fed auf den ersten Blick egal sein – allerdings wird das sicher nicht mehr der Fall sein, wenn sich die Situation in den EM weiter verschlechtert, da diese dann eben auch Auswirkungen auf das Finanzsystem der westlichen Länder haben wird. Die Fed erhöht nicht nur die Refinanzierungskosten in den USA – sondern eben auch die in vielen EM-Ländern.

Diese potenziellen Risiken können die aktuellen Erwartungen bezüglich der US-Zinspolitik jederzeit drastisch beeinflussen, wobei hier nicht vergessen werden darf, dass die geplante Zinserhöhung der Fed die USA in einer Situation trifft, die durch eine extrem hohe Staatsverschuldung und ein weiterhin sehr hohes Leistungsbilanzdefizit gekennzeichnet ist. Eine Zinserhöhung verteuert also die Refinanzierung der Staatsschulden und kann negative Effekte auf die Leistungsbilanz durch eine Aufwertung des USD haben.

Der Beginn einer Zinserhöhungsphase birgt für die USA also durchaus Risiken, sie hat aber eben auch Effekte auf die Geldpolitik der EZB. Einerseits spricht eine Zinserhöhung in den USA für eine Abwertung des Euro gegenüber dem USD, was einen positiven Effekt auf den Außenbeitrag der Eurozone haben sollte. Das wäre für die Peripherieländer durchaus wünschenswert, allerdings spricht dies eben auch für eine Ausweitung des von allen Seiten kritisierten Leistungsbilanzüberschusses Deutschlands. Ein weiterer Effekt kommt nun aber auch dadurch zustande, dass europäische Anleihen relativ an Attraktivität gegenüber ihren amerikanischen Pendanten verlieren. Aufgrund des historisch hohen Refinanzierungsbedarfs der europäischen Staaten angesichts der wiederum historisch hohen Staatsverschuldung werden ausländische Investoren benötigt. Auf deren Nachfrage wirkt sich die relativ betrachtet sinkende Attraktivität europäischer Anleihen negativ aus. Es gibt natürlich auch indirekte Effekte, denen Europa ausgeliefert ist, ohne mit eigenen geldpolitischen Maßnahmen gegensteuern zu können. Führt eine Zinserhöhung in den USA zu einer Verschärfung der EM-Krise, hat dies eben auch Auswirkungen auf das europäische Finanzsystem (wir werden später noch auf das Osteuropa-Exposure desselben zurückkommen).

Zusammenfassend kann man also festhalten, dass die Effekte einer Zinserhöhung in den USA nicht nur auf dieselbe begrenzt sind und v. a. Europa dies zu spüren bekommen wird. Die entscheidende Frage



nach dem Effekt einer Zinserhöhung im aktuellen Umfeld kann hierbei nur schwerlich empirisch beantwortet werden. Ganz einfach deshalb, da die aktuelle Verschuldungssituation einiger Akteure am Kapitalmarkt auf historisch einmaligen Niveaus liegt. Der maßgebliche Parameter bei der Frage nach der Wirkung von Zinserhöhungen ist also der Verschuldungsgrad, weshalb wir die folgenden Ausführungen der Beschreibung genau diesem widmen.

## Henne und Ei: Zinserhöhung vs. Leverage

Auch wenn die ganze Welt über Leverage spricht, ist dieser quantitativ nur schwer zu fassen. Jedem Schuldner steht offensichtlich ein Gläubiger gegenüber, weshalb eine Nettobetrachtung wenig hilfreich ist. Man fühlt sich an die Jahre 2005-2007 erinnert, in denen der zunehmende Leverage in den Kreditmärkten angesichts des stark anwachsenden Volumens an Kreditderivaten in das Zentrum der Kritik rückte. Auch damals wurde durch den Einsatz von Kreditderivaten kein zusätzliches Kreditrisiko geschaffen, da ein Swap-Kontrakt hinsichtlich des zugrundeliegenden Kreditrisikos offensichtlich ein Nullsummenspiel darstellt (was der eine verliert, gewinnt der andere). Allerdings stieg in diesem Zeitraum eine andere Kategorie des Risikos dramatisch an – nämlich das Kontrahentenrisiko. Spätestens mit der Lehman-Pleite, aber noch viel mehr durch die Rettung des damals wichtigsten Akteurs im Kreditderivatemarkt, dem US-Versicherer AIG, wurde dieses Risiko als zentral erkannt.

Um die Bedeutung von Leverage zu verstehen, muss man möglicherweise einen Schritt zu den Instituten zurückgehen, die eine notwendige Bedingung zur Generierung desselben darstellen: die Zentralbanken. Eine Zentralbank ist die einzige Institution, für die der Gläubiger-Schuldner-Mechanismus nur eingeschränkt gilt. Durch die Möglichkeit zur Geldschöpfung besitzt sie eben auch die Möglichkeit, das Kreditvolumen maßgeblich zu beeinflussen. Rein historisch betrachtet fallen Zeiten des hohen Leverage zusammen mit Zeiten der exzessiven Geldversorgung. Eine laxen Geldpolitik ist folglich notwendig, wenn auch nicht hinreichend, für einen hohen Leverage im Finanzsystem.

Dies hat sich vor dem Ausbruch der Subprime-Krise gezeigt und die aktuelle Kritik an der exzessiven Geldversorgung durch alle westlichen Zentralbanken bezieht sich letztlich auf das Problem des Leverage. Aber es kommt ein weiterer Punkt hinzu, der sich aus der Unmöglichkeit einer Nettobetrachtung ergibt: Wenn diese keine Rolle spielt, kommt nämlich der Verteilung der Schulden die dominante Rolle zu. Und hier kommt wieder die Zentralbank ins Spiel. Falls diese eine Politik der niedrigen Zinsen verfolgt und dadurch auch die Renditen niedrig hält, entstehen aus Investorensicht zwei Phänomene. Erstens wird eben mehr Geld an riskantere Schuldner verteilt, um das absolute Renditeniveau konstant zu halten. Dadurch steigt das Risiko eines Zahlungsausfalls. Zweitens wird vermehrt Leverage eingesetzt – die zweite Möglichkeit, um die Rendite zu erhöhen. Dadurch steigt aber gleichzeitig das Verlustrisiko.

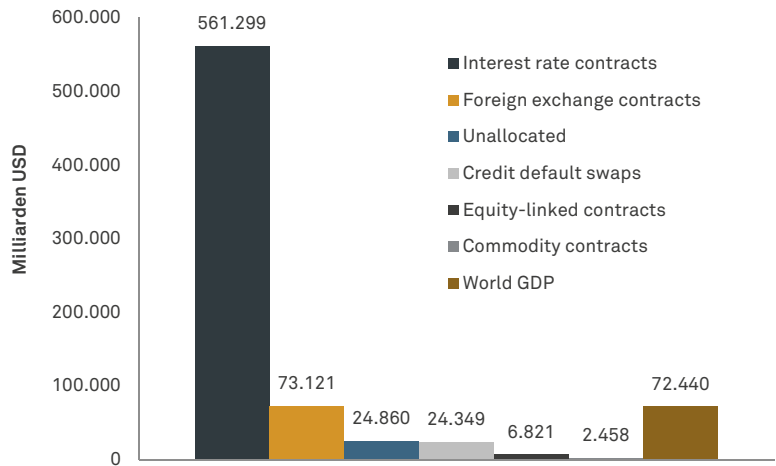
Im Prinzip kann Leverage auf zwei Arten erzeugt werden: Wir unterscheiden ganz frei zwischen *natürlichem* und *künstlichem* Leverage. Als natürliches Leverage bezeichnen wir im Folgenden den Einsatz von Fremdkapital, also bspw. in M&A-Transaktionen oder spezifischer in Leveraged Buy Outs. Je mehr Leverage, desto höher die erwartete Eigenkapitalrendite. Aber diese geht angesichts höherer Zinsbelastungen eben auch mit einer erhöhten Ausfallrate einher. Unter künstlichem Leverage verstehen wir das durch den vermehrten Einsatz von Derivaten geschaffene, höhere Rendite-Risiko-Profil einer Investition bei konstant eingesetztem Kapital.

Ein erster Ansatzpunkt kann also das ausstehende Volumen an Derivaten darstellen. In der folgenden Tabelle ist das Volumen an OTC-Derivaten gegenüber dem globalen Sozialprodukt aufgezeigt.



### OTC-Derivatevolumen gegenüber globalem BIP (Juni 2013)

Quelle: BIS Quarterly Review: Dezember 2013

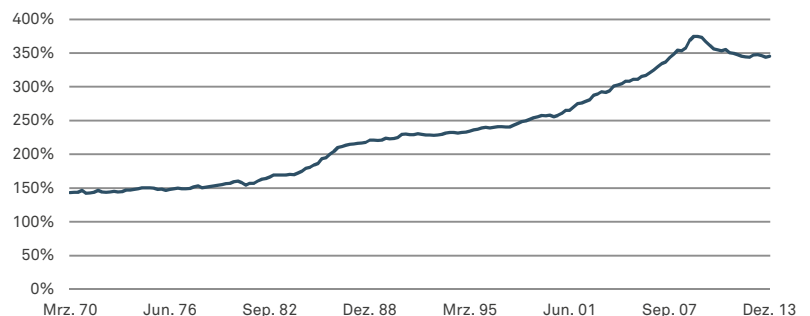


Wir vergleichen hier natürlich Bestandsgrößen (Derivatevolumen) mit einer Flussgröße (Sozialprodukt), allerdings lässt die Entwicklung der beiden Größen zueinander durchaus aufschlussreiche Erkenntnisse zu. Je höher das Verhältnis zwischen dem Derivatevolumen gegenüber der Realwirtschaft ist, desto stärker sind eben auch die Interdependenzen zwischen beiden Entwicklungen. Sind die Derivate direkt zinsabhängig (indirekt sind das natürlich alle), desto größer ist auch die Auswirkung auf die Marktwerte derselben, die durch eine Zinsänderung ausgelöst werden. In diesem Zusammenhang kommt dem Volumen an Zinsderivaten eine besonders extrovertierte Rolle zu.

Die Entwicklung von Derivaten hat nun natürlich auch einen wichtigen Effekt auf die Verschuldungssituation insgesamt. Erst ihre Existenz führt dazu, dass die mit einer Investition verbundenen Risiken in ihre einzelnen Bestandteile aufgespalten, dadurch auf viele Akteure verteilt und somit auch mehr Risiken geschaffen werden können. Der enorme Zuwachs an Krediten am Beispiel der USA relativ zur realwirtschaftlichen Entwicklung ist in folgender Abbildung dargestellt.

### USA: Kreditvolumen vs. BIP – Indikator für Leverage im System

Quelle: Bloomberg



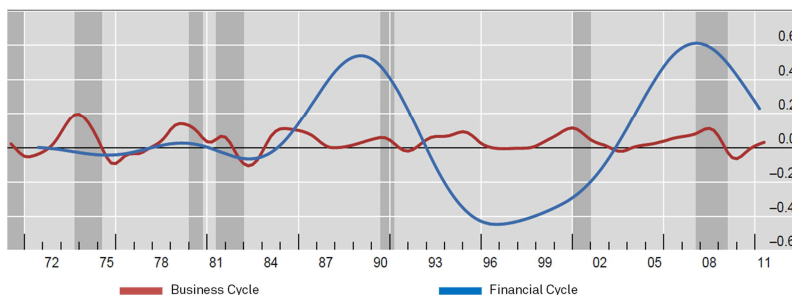
Ökonomisch betrachtet besteht ein natürlicher Zusammenhang zwischen Kreditvolumen und Wachstum, aber eben auch ein Zusammenhang zwischen Kreditvolumen und der Eintrittswahrscheinlichkeit von Finanzkrisen. Genau deshalb kommt in der aktuellen Diskussion bezüglich Bankenregulierung, der Frage nach dem Zusammenhang zwischen dem Business Cycle und dem Financial Cycle sowie der Rolle der Kreditmärkte als Frühindikator für Krisen dem sogenannten Credit-to-GDP-Gap eine so große Bedeutung zu<sup>1</sup>. Beide Zyklen hängen offensichtlich zusammen, allerdings ist die Amplitude des Financial Cycles dramatisch höher als die des Business Cycles.

<sup>1</sup> Ein Überblick über die Diskussion findet sich im aktuellen BIS Quarterly Review, March 2014, S. 55 ff.: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1403.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403.pdf).



## Financial vs. Business Cycle

Quelle: Drehmann et al. (2012), BIS



Nichtsdestotrotz ergibt sich ein nicht triviales Problem bei der reinen Betrachtung des Debt-to-GDP-Ratios, vor allem bei der Betrachtung der Staatsverschuldung. Einerseits bestehen die Schulden eines Staates ja nicht nur aus den ausstehenden Anleihen bzw. deren Bedienung und Rückzahlung. Staaten gehen Verpflichtungen gegenüber ihren Bürgern ein, die ebenso verbindlich sind wie eben die Verpflichtungen zur Bedienung von Anleihen. Dadurch erhöht sich in einigen Staaten die Debt-to-GDP-Ratio dramatisch unter Berücksichtigung von versprochenen Pensionszahlungen und Sozialleistungen (ein extremes Beispiel hierfür stellt Luxemburg dar). Andererseits hat eine Zinserhöhung hier wiederum den Effekt, dass der Barwert zukünftiger Zahlungsverpflichtungen sinkt, da mit einem höheren Zinssatz diskontiert wird.

Da natürlicherweise (wenn man einen funktionierenden Transmissionsmechanismus unterstellt) die Zentralbank keine direkte Kreditvergabe an die Realwirtschaft leistet, muss man die Entwicklung der Kreditvergabeaktivitäten der Banken bei der Frage nach dem Leverage in einer Volkswirtschaft miteinbeziehen. Betrachtet man die Entwicklung der heimischen Kreditvergabe als Prozentsatz des Sozialprodukts<sup>2</sup>, zeigt sich, dass einige Volkswirtschaften weitaus stärker gehebelt sind als andere. Genau bei diesen sind auch die Effekte (positive wie negative) der Zinspolitik bei weitem stärker als bei niedrig gehebelten Volkswirtschaften. In folgender Tabelle finden sich die üblichen Verdächtigen.

### Heimische Kreditvergabe der Banken in % des Sozialprodukts

Quelle: Weltbank

Land	1999	2007	2012
Schweiz	175 %	178 %	193 %
China	119 %	128 %	155 %
Deutschland	146 %	125 %	123 %
Dänemark	57 %	205 %	206 %
Spanien	112 %	198 %	226 %
Japan	305 %	297 %	346 %
Luxemburg	n. a.	183 %	174 %
USA	201 %	236 %	229 %
UK	121 %	185 %	207 %

In Ländern wie der Schweiz, den USA oder auch Großbritannien kommt der Finanzindustrie traditionell eine bedeutende Rolle zu, was deren hohe Kreditvolumina erklärt, während in Krisenländern (Portugal, Spanien) die Blase am Immobilienmarkt für die hohe Kreditaktivität verantwortlich war. Das erklärt aber nur den realwirtschaftlich bedingten Leverage, nicht aber den Leverage im Finanzsystem.

Der nächste Schritt wäre also zu beobachten, wie sich Leverage in der Finanzierungsstruktur von Unternehmen niederschlägt. Und hierbei kommt man an einem kurzen Ausflug zu Modigliani und Miller (1958) schwerlich vorbei<sup>3</sup>. Die als Modigliani-Miller-Theorem bekannt

<sup>2</sup> Die Daten finden sich auf der Homepage der Weltbank: <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS/countries/1W?display=map>.

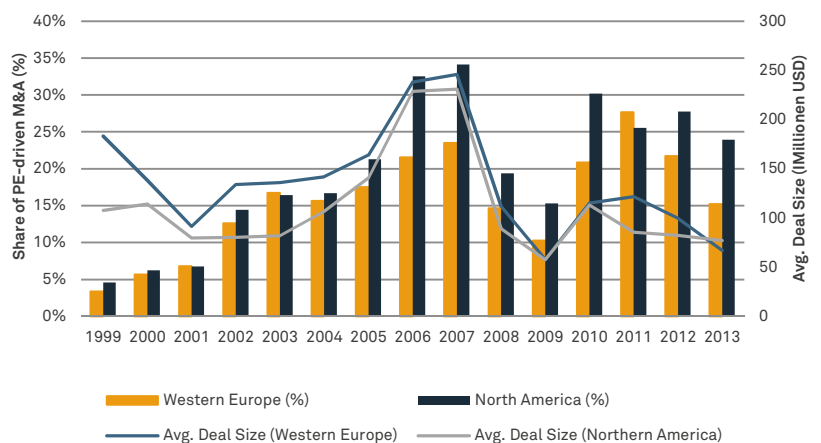
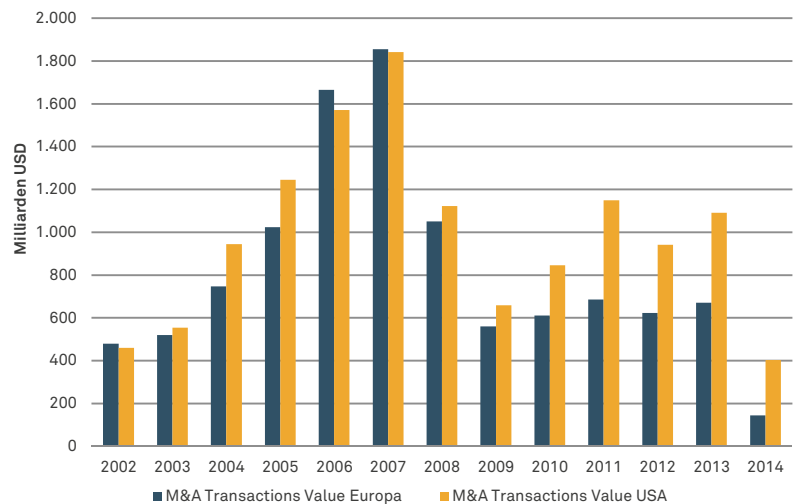
<sup>3</sup> Modigliani, F. And Miller, M.H. (1958): "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", The American Economic Review, Volume 48, Issue 3, S. 261–297.



gewordene Irrelevanz der Kapitalstruktur (für den Marktwert eines Unternehmens) spricht gegen die exzessive Verwendung von Fremdkapital bspw. bei Firmenkäufen. Allerdings unterstellt das Theorem einige Annahmen: Neben der Nicht-Existenz von Steuern und einer symmetrischen Verteilung relevanter Informationen eben auch ein vollkommener Kapitalmarkt, was einen einheitlichen Zinssatz für Individuen und Unternehmen miteinschließt. Und exakt an dieser Stelle spielt die Art der geldpolitischen Maßnahmen einer Zentralbank eine wichtige Rolle. Wirken diese Maßnahmen störend auf die oben genannten Annahmen und fördern sie beispielsweise eine Zinsdifferenzierung zwischen den Akteuren einer Volkswirtschaft, kann das Irrelevanztheorem der Kapitalstruktur nicht aufrechterhalten werden. In diesem Fall kann man einen positiven Zusammenhang zwischen der Liquiditätsversorgung von Seiten der Zentralbanken und dem Einsatz von Fremdkapital zur Firmenübernahme ableiten. Genau dieser zeigt sich in folgenden Abbildungen wieder:

### Globale M&A- und PE-Aktivitäten

Quelle: Bloomberg, Unicredit Research



Die exzessive Liquiditätsversorgung und die wieder abnehmende Risikoaversion nach dem Platzen der Tech-Bubble hat in den Jahren 2002-2007 zu einem starken Anstieg von LBO-Transaktionen geführt, bis die Subprime-Krise die Kapitalkosten dramatisch verteuert hat. Nach dem Tiefpunkt in 2009 steigen diese Hand in Hand mit der Politik des billigen Geldes langsam, aber sukzessive an, auch wenn die alten Höchststände noch nicht wieder erreicht wurden.

Spricht man derweil von Leverage in Anlagestrategien, kommt man um eine Betrachtung von Hedge Fonds nicht herum. Eine aktuelle



Statistik der englischen Finanzmarktaufsicht FCA (Financial Conduct Authority) zeigt, dass erstens das Konzentrationsrisiko in der Hedge Fonds-Industrie weiter gestiegen ist und 82 % der Assets von nur 20 Firmen verwaltet werden. Zusätzlich sind die von Hedge Fonds verwalteten Assets in Großbritannien auf 481 Mrd. USD gestiegen, wobei eben auch der Leverage von 54 (Assets/Firmen-Assets) im September letzten Jahres auf 64 angestiegen ist. Das ist hauptsächlich auf den vermehrten Einsatz von OTC-Zinsderivaten zurückzuführen. Hierbei zeigt sich das prozyklische Verhalten der Marktteilnehmer bezüglich ihres Einsatzes von Leverage vor dem Hintergrund der Liquiditätsversorgung durch die Zentralbanken<sup>4</sup>. Wenn durch die exzessive Bereitstellung von Liquidität durch die Zentralbanken Asset-Preise inflationär werden, stärkt das die Bilanzen im Finanzsektor. Dadurch reduziert sich ihr Leverage automatisch und der aktuelle liegt unter dem optimalen Kapitaleinsatz. Die logische Konsequenz ist demnach, dass diese Unterinvestitions-situation durch zusätzliche Investments aufgehoben wird und dadurch eine Bilanzverlängerung stattfindet. Eine Bilanzverlängerung bei konstantem Eigenkapital ist nichts anderes als eine Erhöhung des Leverage!

Nun sind die von Hedge Fonds umgesetzten Strategien oftmals Arbitrage-Strategien, weshalb man nicht davon ausgehen sollte, dass man auch das Risiko mit den oben genannten Leverage-Ratios multiplizieren darf. Allerdings zeigt sich auch hier, dass die Niedrigzinsphase gerade bei Hedge Fonds zu riskanteren Strategien (also mehr Leverage) führt, um eben die Renditeerwartungen erfüllen zu können. Auch hier bleibt festzuhalten, dass ein Zinsanstieg bei diesen Volumina/Leverage natürlich einen stärkeren Effekt auf die Performance der verwalteten Assets hat.

**Fazit** *Zinserhöhungen der Fed treffen den Finanzmarkt in einer Situation eines relativ hohen Leverage – dies ist weniger in der Realwirtschaft, sehr wohl aber in den Finanzmärkten zu beobachten. Sobald der Markt ein Ende der geldpolitischen Laxheit – und eben nicht nur ein temporäres Gastspiel der geldpolitischen Falken – abzeichnet, kommen die Finanzmärkte unter Druck. Dies gilt insbesondere für die Asset-Klassen, die am stärksten von der exzessiven Liquiditätsversorgung profitiert haben und die mit einem hohen Leverage gefahren werden, also die üblichen Verdächtigen wie die die EM- und HY-Märkte.*

**Krim...inell?** Wir enthalten uns an dieser Stelle traditionsgemäß jeglicher politischer Kommentierung. Deshalb geht es uns im Folgenden weniger um die Frage der Rechtmäßigkeit der Vorgänge auf der Krim, sehr wohl aber um deren potenzielle Folgen auf die Finanzmärkte. Osteuropa war einer der Hauptprofiteure der zunehmenden Kapitalmarktintegration in den letzten Jahren, wobei die Risikoaufschläge einiger Staaten durch Konvergenzentwicklungen (bspw. EU-Osterweiterung) stark rückläufig waren. Die bereits angelaufenen Sanktionen gegenüber Russland könnten ein zumindest vorübergehendes Ende dieser Entwicklung bedeuten, da sie direkte Eingriffe in den Kapitalverkehr darstellen (Kontensperrungen etc.). Folglich könnte eben auch eine Desintegration auf den Kapitalmärkten stattfinden, die wiederum aus Sicht einiger Länder relativ starke Kapitalabflüsse nach sich zieht.

Die westlichen Finanzmärkte haben bisher angesichts der Tragweite der Annexion der Krim durch Russland relativ moderat reagiert. Auch wenn sich auf den ersten Blick mögliche Übertragungseffekte von Osteuropa auf die Eurozone als überschaubar charakterisieren lassen,

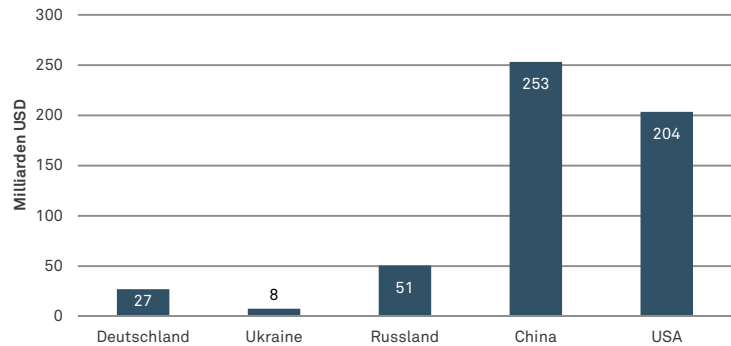
<sup>4</sup> Wir folgen hier dem äußerst interessanten Artikel von Adrian, T. und Shin, H.S. (2010): "Liquidity and leverage", Journal of Financial Intermediation, Volume 19, Issue 3, S. 418–437.



ändert sich diese Sichtweise diametral dazu bei genauerem Hinsehen. Wir haben bereits im letzten Newsletter darauf verwiesen, dass die fortschreitende Integration der Kapitalmärkte eben auch dazu führt, dass Krisen in den Emerging Markets tendenziell sehr viel stärkere Effekte auf die westlichen Kapitalmärkte haben als das vor einigen Jahren der Fall war. Untermauert haben wir diese These mit den hohen Direktinvestitionen in diesen Staaten. Betrachtet man nun deren Entwicklung in den letzten Jahren, war vor allem Russland einer der bedeutendsten Ziele von Direktinvestitionen, wobei in 2013 ein Volumen von 94 Mrd. USD erreicht wurde (+ 84 % ggü. 2012). Im Folgenden eine Abbildung der Höhe der Direktinvestitionen in 2012, wo sich die Bedeutung Russlands im Sinne internationaler Kapitalströme bereits deutlich zeigt, da auch damals das Volumen knapp doppelt so hoch war wie bspw. in Deutschland. Die Ukraine nimmt hierbei eine relativ unbedeutende Rolle ein.

### Direktinvestitionen 2012 in USD

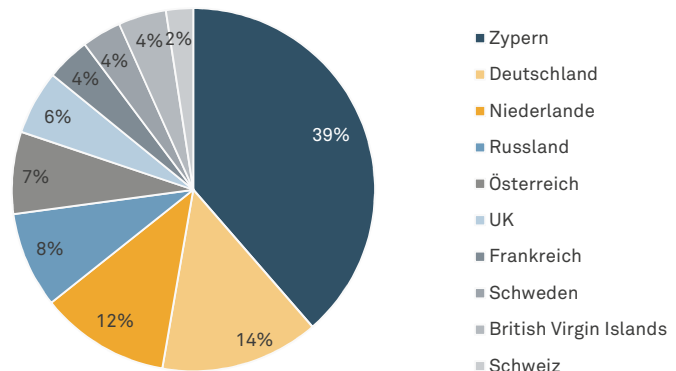
Quelle: Weltbank



Betrachtet man nun die Konsequenzen potenzieller, weitergehender Sanktionen gegen Russland und möglicher realwirtschaftlicher wie auch finanzieller Auswirkungen für einzelnen Länder, ergibt sich offensichtlich ein sehr differenziertes Bild. Aus der Perspektive Deutschlands stellt Russland einen wichtigen (3,8 % aller deutschen Exporte und nur 1,8 % aller deutschen Direktinvestitionen gehen nach Russland), aber nicht existenziellen Partner dar. Vor allem vor dem Hintergrund der sehr positiven ökonomischen Entwicklung in Deutschland kann nicht damit gerechnet werden, dass wirtschaftliche Überlegungen ein zu starkes Hindernis für ein Befürworten Deutschlands von weitergehenden Sanktionen darstellen, während eben Deutschland eine Führungsrolle in der aktuellen Situation zukommt. Betrachtet man jedoch andere Länder der Eurozone (v. a. Zypern, s. u.), wird die Misere deutlich. Als Quelle der Direktinvestitionen kommt der Eurozone eine durchaus gewichtige Rolle zu. In der Ukraine ist sie für ca. zwei Drittel der Direktinvestitionen verantwortlich.

### Herkunft ukrainischer Direktinvestitionen

Quelle: investukraine.com





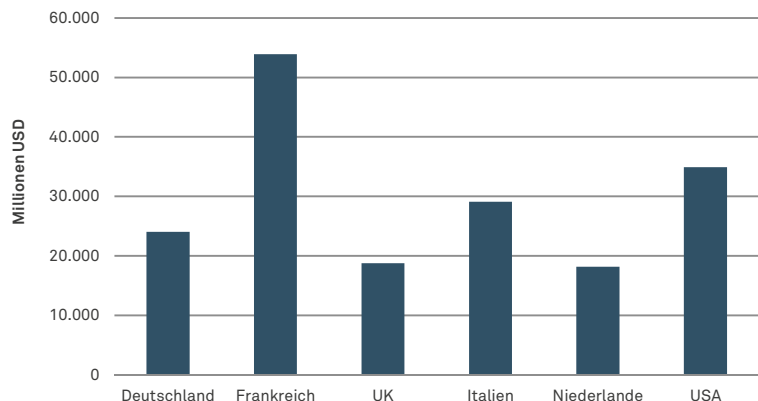


Welche Risiken bestehen nun angesichts einer Desintegration der Kapitalmärkte? Offensichtlich sehen wir bereits in einigen Ländern die Renaissance von (vor noch nicht allzu langer Zeit verteuften) Kapitalkontrollen zur Stabilisierung des eigenen Finanzsystems angesichts der Gefahr von unkontrollierten Kapitalabflüssen, die zu einer Währungs- und Finanzkrise führen können. Hierbei handelt es sich nicht nur um die üblichen Verdächtigen (Argentinien), sondern sogar um Länder der Eurozone (Zypern). Der Weg von Kapitalkontrollen zum Zahlungsausfall ist ein langer, aber eben auch kein zu unterschätzender. Die Rückzahlung von Fremdwährungsanleihen in einem Regime abgekoppelter Märkte ist historisch betrachtet sehr viel einfacher als bei vollständig integrierten (aus Sicht des Schuldners). Es können in einer Situation verschärfter wirtschaftlicher Sanktionen durchaus direkte Verluste für die westlichen Gläubigerstaaten entstehen – und eben nicht nur indirekte realwirtschaftliche Verluste bspw. über sinkende Exportquoten.

Ganz offensichtlich wird diese Argumentation bei der Betrachtung der Interdependenzen des europäischen Bankensystems und Russlands. Die Banken der Eurozone haben Russland-Risiken von weit mehr als 100 Mrd. USD auf ihren Bilanzen, wobei v. a. Frankreich eine sehr prominente Rolle einnimmt (51 Mrd. USD). An zweiter Stelle steht Italien (29 Mrd. USD) noch vor deutschen Banken mit 24 Mrd. USD.

### Kredite europäischer Banken an Russland

Quelle: BIS



Genau hier sehen wir den zentralen Transmissionsmechanismus einer Verschärfung der Russlandkrise. Das europäische Bankensystem ist deshalb nach wie vor extrem fragil, da vor allem italienische und spanische Banken nur schwerlich eine weitere Quelle von Abschreibungspotenzial verkraften können<sup>5</sup>. Nun könnte im schlimmsten Fall eben auch das Volumen fauler Kredite in Osteuropa sprunghaft ansteigen. Draghi konnte zwar das Risiko potenziellen Abschreibungsbedarfs auf Staatsanleihen (durch die Ankündigung dieselben unbegrenzt aufzukaufen) stark reduzieren – die EZB hat allerdings wenig Handhabe, wenn zusätzliche Risiken für die Bilanzen v. a. italienischer Banken aus dem Osten Europas heraus entstehen.

**Fazit** *Die realwirtschaftlichen Auswirkungen einer Verschärfung der Russland-Krise sind für die Eurozone negativ, aber verkraftbar. Das zentrale Risiko besteht in den internationalen Transmissionsmechanismen, wobei v. a. einige europäische Banken im Falle eines starken Anstiegs der Ausfallwahrscheinlichkeit ihres Kredit-Exposures in Osteuropa betroffen wären. Dieses Risiko steigt mit der Dauer und der damit einhergehenden Verschärfung der Sanktionen exponentiell an!*

<sup>5</sup> Erst kürzlich hat die Unicredit einen Verlust von 14 Mrd. Euro für 2013 ausgewiesen, wobei 9,3 Mrd. Euro Abschreibungen und 7,2 Mrd. Euro Risikorückstellungen v. a. auf ihr Kredit-Exposure in Italien und Österreich zurückzuführen sind. Insgesamt haben die italienischen Banken bereits 76 Mrd. Euro auf faule Kredite abgeschrieben, während das Volumen fauler Kredite im Dezember den Rekordwert von 156 Mrd. Euro erreicht hat.



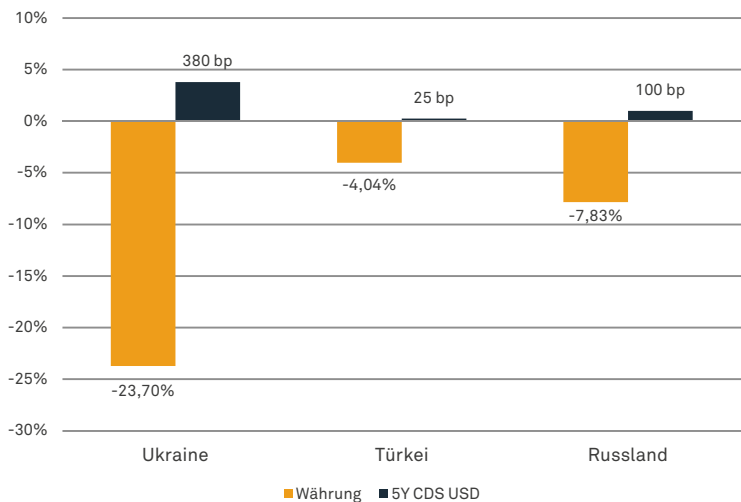
## X-Asset View

*Strategisch:  
Best-Case-Szenario ist bereits eingepreist*

Die CDS-Märkte zeigen relativ deutlich an, wo der nächste Zahlungsausfall eintreten wird: 1-Jahr Ukraine CDS handelt aktuell bei mehr als 2.500 bp – was einer Ausfallwahrscheinlichkeit von 35 % entspricht (Recovery-Annahme 25 %). Angesichts der sehr überschaubaren Fälligkeiten ukrainischer Fremdwährungsanleihen in Kombination mit der politischen Bedeutung der Ukraine für Europa und der bereits angekündigten Hilfe des IWF, halten wir es allerdings für wenig wahrscheinlich, dass die Ukraine in 2014 einen Zahlungsausfall erleiden wird. Es gibt nur zwei ukrainische Anleihen, die 2014 zurückgezahlt werden müssen (1 Mrd. USD im Juni 2014 und knapp 1,6 Mrd. USD im September 2014) und auch die Zinskosten sind überschaubar. Die Frage ist natürlich, ob Russland weiterhin zu einer wirtschaftlichen Zusammenarbeit mit der Ukraine bereit ist. Falls nicht, müsste diese Zusammenarbeit (z. B. Gaslieferungen) weitgehend von Europa und dem IWF übernommen werden. Jegliche Eskalation erhöht zwangsläufig das Ausfallrisiko und führt zu weiteren Übertragungseffekten zuerst auf Osteuropa. Die Risikoprämien und die Währungen vieler osteuropäischer Länder sind in den letzten Wochen unter Druck geraten, womit die Russland-Krise bereits einen Einfluss auf a) die Refinanzierungskosten in Osteuropa und b) realwirtschaftliche Auswirkungen über den Außenbeitrag dieser Volkswirtschaften hat. Das zentrale Risiko besteht jedoch in Kapitalabflüssen aus Osteuropa, sollten internationale Investoren ihre Risikoeinstellung grundlegend adjustieren.

### Währungen vs. CDS seit Jahresanfang (Stand: 25.03.2014)

Quelle: Markit, Bloomberg



Die strategisch relevanten Entwicklungen sind also weniger durch einen sofortigen Zahlungsausfall der Ukraine zu erwarten, allerdings ergibt sich eine Vielzahl von möglichen negativen Effekten. Wir erwarten keine direkte Berücksichtigung im anstehenden Stresstest für europäische Banken, allerdings werden potenzielle Effekte aus der Russlandkrise bei der Bekanntgabe der Stresstestergebnisse durchaus die Märkte beschäftigen.

Es ist die Summe an Fragilitäten in der Eurozone, die für eine vorsichtige Haltung spricht. Neben den Problemen im Bankensektor und den potenziellen Effekten der Russland-Krise stehen vor allem die wirtschaftlichen Entwicklungen und die Haushaltskonsolidierung der europäischen Peripherieländer im Mittelpunkt. Nachdem Griechenland erstmals seit Jahren in 2013 einen Primärüberschuss erzielt hat (die Einnahmen waren um knapp 3 Mrd. Euro größer als die Ausgaben, ohne Zinszahlungen zu berücksichtigen), mehren sich die optimisti-



schen Kommentare bezüglich der wirtschaftlichen Erholung. Wir halten das für stark verfrüht, da das Land aktuell über eine Prolongierung des troikanischen Hilfspaketes verhandelt. Ein ausgeglichener Primärhaushalt kann bestenfalls als erster Schritt gesehen werden, jedoch muss berücksichtigt werden, dass die Entwicklungen an den Märkten seit der Umsetzung des Private Sector Involvements (PSI) im März 2012 als annähernd optimal – ohne jegliche exogene Schocks und begleitet von einem drastischen Rückgang aller Risikoprämien in der Eurozone – bezeichnet werden können. Der Markt hingegen teilt offensichtlich die sehr optimistische Einschätzung, was sich in der extremen Einengung der griechischen Risikoprämien widerspiegelt.

### Griechenland-CDS seit dem PSI

Quelle: Bloomberg



Dieselbe Aussage ist auch für Spanien zutreffend. 5-Jahres Spanien CDS haben das niedrigste Niveau seit Anfang 2010 erreicht und die Konsolidierung des Bankensystems hat laufend Fortschritte zu verzeichnen. Zwei Erscheinungen trüben indes das Bild – erstens ist die Arbeitslosigkeit nach wie vor auf extrem hohen Niveaus und zweitens steht der spanische Bankensektor an zweiter Stelle in Europa, was das Volumen an faulen Krediten anbelangt. Für die ganze Eurozone gilt also, dass sich die an den Finanzmärkten widergespiegelte, sehr positive Entwicklung der letzten zwei Jahre eben auch in einem sehr positiven Umfeld abgespielt hat. Die aktuellen Spread-Niveaus reflektieren eine sehr optimistische Sicht, die durchaus in einem Best-Case Szenario gerechtfertigt erscheint. Genau diese Erwartung allerdings kann durch die Entwicklungen in Osteuropa nachhaltig getrübt werden.

### Taktisch: Vola in Angola

Während die Aktienmärkte durchaus stark auf die Entwicklungen in der Ukraine reagiert haben, sind die Kreditmärkte erstaunlich ruhig geblieben. Die europäischen Credit-Indices handeln nur unweit ihrer Mehrjahrestiefs und das über alle Asset-Klassen hinweg. Nach wie vor stehen die Kreditmärkte im Zentrum derjenigen, die nach Zusatzrendite suchen. Das wird noch deutlicher wenn man die Entwicklungen am Primärmarkt betrachtet. Die abnehmende Qualität der Neuemissionen an den Kreditmärkten (wir berichteten an dieser Stelle bereits über CoCos, PIK-Notes etc.) hat gefühlt einen neuen Höhepunkt erreicht. Die griechische Piraeus Bank hat Mitte März eine dreijährige Senior-Anleihe mit einem Kupon von 5 % platzieren können und dabei waren die Orderbücher mehrfach überzeichnet. Das Rating der Piraeus Bank ist aktuell bei CCC/Caa1. Kein Wunder also, dass auch Griechenland angekündigt hat, mit der Platzierung einer 5-jährigen Anleihe an den Kapitalmarkt zurückkehren zu wollen (nur zur Erinnerung – das Rating von Griechenland liegt bei B-/B3).



Wir halten diese Entwicklungen an den Kreditmärkten für fundamental nicht gerechtfertigt, müssen allerdings zugestehen, dass die aktuelle Nachfragesituation wenig Spielraum für eine dramatische Spread-Ausweitung lässt. Die Suche nach Rendite wird solange weitergehen, bis Investoren ihre Risikoeinstellung grundlegend anpassen und das wird ohne exogene Schocks nicht geschehen – auch nicht vor dem Hintergrund eines langsamen Einstiegs in einen Zinserhöhungszyklus der Fed. Exogene Schocks sind – wie ihre Bezeichnung schon vermuten lässt – schwerlich vorherzusehen und deshalb ja in den Märkten nicht eingepreist. Die einzige relevante Aussage, die sich treffen lässt, betrifft die Fragilität des Finanzsystems. Und da wir diesbezüglich möglicherweise eine etwas pessimistischere Einstellung hegen als die Mehrheit der Marktakteure, bleiben wir unverändert bei unserer Meinung, dass die aktuellen Bewertungen an den Finanzmärkten keine adäquate Kompensation für die potenziellen Risiken bietet. Man könnte auch unter Verwendung der in Bayern weit verbreiteten doppelten Verneinung sagen: „Das wird nicht ganz unrisikvoll“ (frei nach K.-H. Rummenigge).

Forecast-Tabelle

	3M	6M	9M	12M
Credit				
IG Cash	o/-	o/-	-	--
IG CDS	-	-	--	--
HY Cash	-	-	--	--
HY CDS	-	-	--	--
Fin Cash	o/-	-	-	--
Fin CDS	-	-	--	--
Staatsanleihen				
AAA/AA	o	o	o	o
Peripherie	-	-	-	--
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)

\*Die Mimmi's (1988) – <http://www.youtube.com/watch?v=oevBug7eyU8>. Ein Lied übers „schnorren“ bzw. über eine als ungerechtfertigt erwartete Umverteilung. Diese kann aber auch im Großen stattfinden, wobei eine Zinserhöhung in Kombination mit hohem Verschuldungsgrad eine Situation schafft, in der dramatisch umverteilt wird!



## 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](http://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