

22 MAY 2014

# #13

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

Always look on the bright side of life\*

>> *For life is quite absurd.  
And death's the final word.  
You must always face the curtain with a bow.  
Forget about your sin.  
Give the audience a grin.  
Enjoy it. It's your last chance, anyhow.<<*

## ALWAYS LOOK ON THE BRIGHT SIDE OF LIFE\*

Auch den absurdesten Situationen kann man durchaus etwas Positives abgewinnen. Wir widmen diesen Newsletter dem Versuch, unsere als sehr pessimistisch geltende Einstellung zu revidieren und ein positivistischeres Bild zu malen. Ob uns das gelingen wird, muss von anderen beurteilt werden. Aber es soll niemand sagen, wir hätten es nicht versucht. In diesem Sinne betrachten wir die aktuelle Situation in Europa und bewerten die momentane Lage mit einigen Kriterien, die zur Hochzeit der Eurokrise in aller Munde waren. Des Weiteren beschäftigen wir uns mit einer kurzen Geschichte der Zeit in Bezug auf die Überlebenswahrscheinlichkeiten von Emittenten und die Rolle der CDS-Kurve in diesem Zusammenhang. Abschließend können wir es uns nur schwerlich verkneifen, der aktuellen Situation auch etwas Negatives abzugewinnen. So viel Realismus muss einfach sein. „Enjoy it. It's your last chance, anyhow.“

„Europa ist unsere Zukunft,  
sonst haben wir keine“  
(Hans-Dietrich Genscher)

Spätestens seit Griechenland im April eine 3 Mrd. Euro schwere, 5-jährige Anleihe mit einem Kupon von 4,75 % am Markt platzieren konnte und dabei auf ein knapp 7-fach überzeichnetes Orderbuch gestoßen ist, muss die Eurokrise als beendet gelten. Vor allem die Tatsache, dass ein Drittel der Käufer aus dem Hedge Fonds-Segment kam, haben einige Marktbeobachter als großen Erfolg gesehen<sup>1</sup>. In Ermangelung anderer Alternativen in einem künstlich niedrig gehaltenen Rendite- und Spread-Umfeld haben sich Hedge Fonds ungehedged (die Anleihe war relativ fair gegenüber dem CDS gepreist) der Idee hingegeben, dass Griechenland das besser bezahlte Deutschland-Risiko darstelle. Und man muss zugeben, dass die Entwicklungen der letzten zwei Jahre diese Idee weniger absurd erscheinen lassen als es auf den ersten Blick der Fall sein sollte. Betrachtet man also die europäischen Finanzmärkte seit Mitte 2012, kommt man fast nicht umher, das Ende der Eurokrise zu konstatieren.

Die aktuelle realwirtschaftliche Situation kann ja durchaus auch positivistisch interpretiert werden. Nach Irland und Spanien ist nun Portugal der dritte (ehemalige?) Krisenstaat, der sich wieder dem Kapitalmarkt stellt und dem europäischen Rettungsschirm entschlüpft. Und Griechenland hat Anfang Mai verkündet, dass es nach offiziellen statistischen Methoden einen Primärüberschuss in 2013 erzielt habe. Niemand würde behaupten, dass damit die Krise überwunden ist, aber tendenziell stellt sich eine sukzessive Besserung ein. Nun darf man hier entgegenhalten, dass Portugal nur deshalb keine Notkredite mehr benötigt, da das Renditeniveau in der Eurozone extrem niedrig ist und man könnte durchaus zu dem Schluss kommen, dass die Rückkehr zu den Kapitalmärkten zumindest teilweise nicht der verbesserten Wirtschaftslage Portugals zugeschrieben werden kann. Auch bezüglich des vermeintlichen Primärüberschusses Griechenlands haben sich sofort Kritiker zu Wort gemeldet (allen voran das Ifo-Institut), welche

<sup>1</sup> Das finale Orderbuch belief sich auf ca. 20 Mrd. Euro und knapp 600 Investoren. Die Aufteilung nach Investoren war wie folgt: 49 % Asset Manager, 33 % Hedge Fonds, 14 % Banken, 4 % Versicherungen und Pensionsfonds. Die geographische Allokation war wie folgt: 47 % UK, 31 % Europa (ex UK), 15 % Rest der Welt, 7 % Griechenland.



die Berechnungsgrundlagen als stark geschönt bezeichnen. Aber sogar wenn man der Statistik, die man nicht selber gefälscht hat, Glauben schenken mag, darf doch angemerkt werden, dass angesichts des Schuldenschnitts Griechenlands und der damit einhergehenden starken Verringerung des ehemals größten Kostenblocks (nämlich die Zinszahlungen) alles andere als ein positiver Primärüberschuss schlicht gesagt fatal wäre.

Nun wollen wir gar nicht in Frage stellen, dass die Peripherieländer mehr (allen voran Griechenland) oder weniger (allen voran Italien) große Anstrengungen unternommen haben, zur Haushaltsdisziplin zurück- bzw. sie überhaupt das erste Mal zu finden. Natürlich kann man alle bisherigen Krisenmaßnahmen isoliert betrachtet rechtfertigen und sie trotzdem in ihrer Gesamtheit ablehnen. Man kann sie insofern rechtfertigen, da sich die Finanzmärkte offensichtlich sehr erleichtert zeigen und dies ist nun mal eine Grundvoraussetzung dafür, dass die Krise überwunden werden kann. Man darf aber auch nicht vergessen, dass die Krisenmaßnahmen zu enormen Kosten geführt haben – von quantifizierbaren monetären und direkten Staatshilfen bis hin zu den schwer quantifizierbaren potenziellen Kosten, bspw. dem Verlust der Glaubwürdigkeit der EZB in ihrer ursprünglich zugedachten Rolle einer unabhängigen Zentralbank. Letztlich stellt sich einzig die Frage, ob diese Maßnahmen als notwendig zu erachten sind, um die Ursachen der Eurokrise langfristig zu beheben oder ob sie eben nur eine weitere Behandlung der Symptome darstellen. Um dies tun zu können, kommt man nicht umhin, die faktische Bewertung der allgemein anerkannten Ursachen der Zustände in Europa und deren Entwicklung in den letzten Jahren zu analysieren, was wir im Folgenden auch tun werden.

## Das neue Europa nach der Krise – Faktencheck

Die folgenden Ausführungen sind bereits mehrmals und detailliert in unseren Newslettern besprochen worden, weshalb wir auch nicht alle Argumente in voller Schönheit wiederholen möchten – es geht uns an dieser Stelle vielmehr darum, die aktuelle Tendenz wiederzugeben. Folgende neun Krisenfaktoren und -indikatoren haben die Schlagzeilen vor noch nicht allzu langer Zeit dominiert und wir möchten an dieser Stelle einen Vergleich zwischen dem Höhepunkt der Eurokrise (um 2011) und heute anstellen.

### 1. *Ökonomische Konvergenz:* *One team, one dream*

**Das Argument:** Nachdem sie jahrzehntlang nur wenig Beachtung gefunden hat, war die Theorie optimaler Währungsräume vor drei Jahren in aller Munde. Das Problem besteht darin, dass ökonomische Konvergenz als Grundvoraussetzung einer Währungsunion verstanden werden muss und jegliche divergente Entwicklung zwischen den Mitgliedsländern in Ermangelung der Möglichkeit zu geld- und währungspolitischen Gegenmaßnahmen zwangsläufig zu ökonomischen Verzerrungen führen muss. Diese können eben im schlimmsten Fall zum Zusammenbruch der Währungsunion führen, was übrigens in der Geschichte meist der Fall war. Die Divergenz in der Entwicklung in Europa seit Mitte der Nuller-Jahre kann also auch als schleichender Prozess, der zwangsläufig in die Krise führt, verstanden werden. Diese doch recht triviale Erkenntnis sollte also die europäischen Institutionen dazu bewegen, Krisenmaßnahmen so umzusetzen, dass die ökonomische Konvergenz zu- und nicht abnimmt.

**Die Prüfung:** In folgender Tabelle haben wir die Entwicklung der Arbeitslosenquote und der Investitionsquote in ausgewählten europäischen Ländern aufgezeigt.



## AL-Quoten und jährliche Veränderung des realen BIPs

Quelle: Eurostat

		2010	2011	2012	2013
AL-Quoten	Deutschland	7 %	6 %	6 %	5 %
	Griechenland	13 %	18 %	24 %	27 %
	Spanien	20 %	21 %	25 %	26 %
	Frankreich	9 %	9 %	10 %	10 %
	Italien	8 %	8 %	11 %	12 %
	Portugal	12 %	13 %	16 %	17 %
Reales BIP <sup>2</sup>	Deutschland	4 %	3 %	1 %	0 %
	Griechenland	-5 %	-7 %	-7 %	-4 %
	Spanien	0 %	0 %	-2 %	-1 %
	Frankreich	2 %	2 %	0 %	0 %
	Italien	2 %	0 %	-2 %	-2 %
	Portugal	2 %	-1 %	-3 %	-1 %

Wie sich unschwer erkennen lässt, kann aktuell noch nicht von einer Konvergenz gesprochen werden. Der Stärke Deutschlands (einem Hauptprofiteur der aktuellen Niedrigzinspolitik) steht eine nachhaltige Schwäche der Peripherieländer gegenüber, was letztlich nur einen Schluss zulässt: Falls es zu keiner ökonomischen nachhaltigen Konvergenz der Mitgliedsstaaten kommt, müssen realwirtschaftliche Ungleichgewichte notwendigerweise mit monetären Transfers ausgeglichen werden. Wir enthalten uns traditionell politischer Statements, aber offensichtlich liegt genau hier einer der Gründe für die aktuelle Stärke europakritischer Parteien nicht nur in den Nehmer-, sondern eben auch in den Geber-Ländern.

**Das Fazit:** Nachhaltige Konvergenzentwicklungen sind noch nicht zu beobachten und teilweise konnte sogar eine weitere Divergenz festgestellt werden.

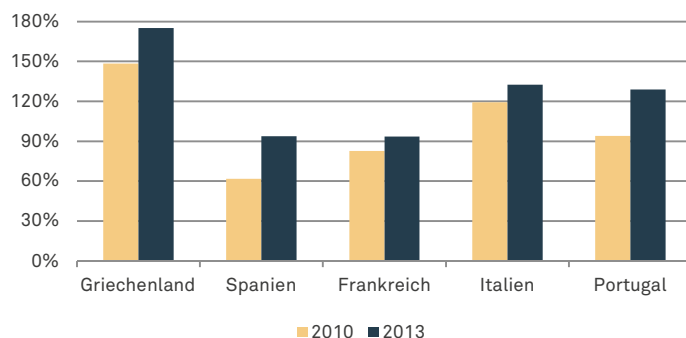
## 2. Staatsschulden: Ist doch nur Geld

**Das Argument:** Es wurden zwischenzeitlich viele Schuldige für die extreme Spread-Ausweitung in der Peripherie in 2010 gefunden: Spekulanten, die CDS-Märkte und (wäre der Skandal damals schon aufgedeckt worden) sicher auch die NSA. Daneben wurde löblicherweise auch die Höhe der Staatsverschuldung als Problem erkannt. Hierbei darf wiederholt werden, dass eine reine Betrachtung der Staatsverschuldung über Anleihen ein wichtiges Kriterium völlig vernachlässigt: Nämlich die Tatsache, dass die Gesamtverschuldung eines Landes aus dem Volumen der Staatsanleihen sowie sonstigen Krediten und den impliziten Versprechen gegenüber den Bürgern (Sozialleistungen etc.) besteht. Aus dieser Perspektive ist Luxemburg nach wie vor das am höchsten verschuldete Land in der Eurozone.

**Die Prüfung:** Betrachtet man aber nun die üblichen Verdächtigen aus der Peripherie, sollten die vielfältigen Sparmaßnahmen zu einer als notwendig erachteten Reduktion des Schuldenstands geführt haben. In folgender Abbildung vergleichen wir die Schuldenquote (in % des BIP) ausgewählter europäischer Länder...

## Staatsschulden im Verhältnis zum BIP

Quelle: Eurostat



<sup>2</sup> Veränderung zum Vorjahr



...und dürfen feststellen, dass sich in allen betrachteten Ländern die Schuldenstände erhöht haben. Primärüberschuss 2013: flat oder positiv in Deutschland, Italien, Belgien, Österreich und Estland (und Griechenland, wenn man den Statistiken Glauben schenken mag). In allen anderen Ländern ist dieser negativ, angeführt von Slowenien (-12,1%). Das hat natürlich auch damit zu tun, dass das konjunkturelle Momentum sehr schwach ausgeprägt war, weshalb die Kritiker der Sparpolitik lauter werden.

**Das Fazit:** Wir halten die Entwicklung hin zu einer moderateren Sparpolitik für fatal, nicht nur weil sie negative Signale an die Kapitalmärkte sendet. Aber auch hier wird die Europawahl entscheiden!

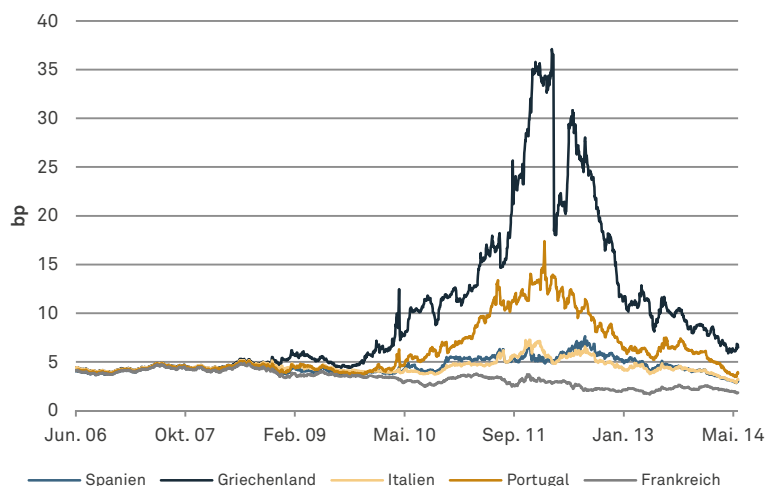
### 3. 10Y-Renditen: Sozialistische Preisfestlegung dominiert

**Das Argument:** Angesichts der Risikoprämien, welche die Peripherieländer in 2011 bezahlen mussten, war die Refinanzierung einiger Mitgliedsländer langfristig nicht gewährleistet. Die extremen Ausschläge wurden als Marktanomalien bezeichnet und haben letztlich die EZB auf den Plan gerufen, unkonventionelle Maßnahmen umzusetzen. Der ökonomische Hintergrund ist ein anderer: Die Angleichung der Renditestruktur aller Mitgliedsländer, wie es in den Jahren vor der Eurokrise der Fall war, macht aus mehrerer Hinsicht keinen Sinn. Offensichtlich führen diese zu einer Fehlallokation von Kapital und Staaten haben den Anreiz, die aus ihrer Sicht günstige Refinanzierung dazu zu nutzen, die Verschuldung zu erhöhen (bspw. Italien). Die Konvergenz der Renditen kann also durchaus als krisenursächlich verstanden werden und stellt keine Bedingung für eine funktionierende Währungsunion dar. Eher das Gegenteil ist der Fall.

**Die Prüfung:** Die 10Y-Renditen der Krisenländer konvergieren seit 2012. Sie haben aktuell noch nicht die Konvergenz der Vorkrisenzeiten erreicht, aber sind auf dem besten Wege dorthin. Betrachtet man die absoluten Niveaus der Renditen, handeln diese nahe den Allzeittiefs!

### 10Y-Renditen Spanien, Griechenland, Italien, Portugal, Frankreich – 2006 bis heute

Quelle: Bloomberg



**Das Fazit:** Wenn also fundamental noch keine nachhaltige Verbesserung in einigen Ländern stattgefunden hat, generiert die Krisenpolitik – und im Speziellen deren Fokus auf die Senkung der Refinanzierungskosten der Peripherieländer – immense Marktverwerfungen, da die Länderrisikoprämien mit der Preisbildung an freien Märkten nicht mehr viel zu tun haben. Genau die als krisenursächlich erkannte Problematik konvergierender Renditen ist wiederum das Ziel der Krisenbekämpfungsmaßnahmen! Ein Oxyoron?



#### 4. Verknüpfung Bankensystem und Staaten: Pat und Patachon

**Das Argument:** Die enge Verknüpfung des Bankensystems und der Staaten führt dazu, dass jegliche Krise des Bankensystems zu einer Krise des Staates führt und umgekehrt. Die dramatisch steigende Staatsverschuldung in Europa in den letzten Jahren ist zu einem großen Teil den direkten und indirekten Kosten aus der Subprime-Krise geschuldet. Die Kosten von Banken Krisen werden hauptsächlich auf die Steuerzahler abgewälzt, weil es keinen einheitlichen Abwicklungsmodus für Finanzinstitute gibt, der in erster Linie die Investoren an den Abwicklungskosten beteiligt. Einige Banken sind „2 big 2 fail“ und deren ungeordnete Insolvenz führt zwangsläufig zu negativen Übertragungseffekten auf das gesamte Finanzsystem, weshalb eine Rettung derselben notwendig ist.

**Die Prüfung:** Wie wir in unserem Newsletter vom Januar 2014 aufgezeigt haben, hat sich das Volumen von Staatsanleihen auf den Bankbilanzen in Europa in den letzten Jahren sogar leicht erhöht, mit einer zunehmenden Tendenz zur Nationalisierung: Im Vergleich zu früher halten Banken aktuell viel mehr Staatspapiere des eigenen Landes. Staaten brauchen Abnehmer für ihre Staatsanleihen und Banken halten Positionen, von denen sie ausgehen können, dass es im Ernstfall natürlich zu einem Bailout derselben kommen wird. Ende 2013 liegt das Volumen von Staatsanleihen in den Kreditbüchern europäischer Banken bei knapp 20 % – während sie nur 2 % der Risk-Weighted-Assets ausmachen. Der Versuch, die Bankbilanzen nachhaltig zu schrumpfen, muss in einem Umfeld niedriger Zinserträge scheitern, da Banken das Niedrigzinsumfeld durch erhöhtes Geschäftsvolumen teilweise auszugleichen versuchen.

**Das Fazit:** Im Zuge von Basel III und mit der Umsetzung einer Vielzahl neuer Regulierungsvorschriften sind die potenziellen Übertragungseffekte von Banken Krisen auf die Staaten und die Realwirtschaft verringert worden. Positive Entwicklungen umfassen die Beteiligung der Investoren durch eine Änderung der Haftungsstruktur (z. B. über CoCos) und verschärfte Eigen- und Risikokapitalanforderungen, wobei alle diese Maßnahmen ein grundsätzliches Problem nicht beseitigen konnten: Viele Versuche, Banken zu einer nachhaltigen Erhöhung der Kreditvergabeaktivität zu bewegen, sind gescheitert, obwohl die Bilanzen der Banken nach wie vor so groß sind, dass die Problematik, die dem Phänomen des „2 big 2 fail“ geschuldet ist, weiterhin bestehen bleibt.

#### 5. Die Rolle der EZB: Der Don Corleone des Finanzmarkts

**Das Argument:** Die EZB hat sich mit ihrer Greenspan'schen Geldpolitik – der exzessiven Liquiditätsversorgung – als Antwort auf Krisen aller Art selbst als Krisenursache etabliert. Zuviel Liquidität verursacht spekulative Blasen, deren unausweichliches Platzen wiederum zu einem neuen Liquiditätsschub führt. Die EZB hat durch die von ihr als notwendig erachteten Maßnahmen den Rahmen ihres Mandats verlassen und damit allen Kritikern des Fiat-Geld-Systems Recht gegeben. Die schleichende Entwertung der Währung ist die einzig logische Konsequenz dieser Entwicklung.

**Die Prüfung:** Definiert man den Erfolg krisenpolitischer Maßnahmen einzig anhand des Rückgangs der Risikoprämien der europäischen Peripherieländer, muss man der EZB ein ausgezeichnetes Zeugnis ausstellen. *Draghi's Bid* (die Ankündigung, im Krisenfall unbegrenzt Anleihen von Krisenstaaten anzukaufen) Mitte 2012 hat eine enorme Spread-Einengung in allen Peripherieländern bedingt. Der Marktmechanismus wurde bewusst ausgehebelt, in der Hoffnung, dass dadurch ein konjunktureller Impuls ausgelöst wird, der dabei hilft, die notwendigen Anpassungsmechanismen innerhalb der Eurozone zu finanzieren.



**Das Fazit:** Die realwirtschaftlichen Effekte der Geldpolitik liegen vor allem darin, dass Divergenzen in der Eurozone zunehmen. Am meisten profitieren die Länder vom aktuellen Niedrigzinsumfeld, die es am wenigsten nötig haben – allen voran Deutschland. Die EZB hat bewusst eine Inflationierung der Asset-Preise als unvermeidlichen Nebeneffekt einer Politik des billigen Geldes in Kauf genommen, wodurch enorme Fehlallokationen von Kapital ausgelöst wurden und weshalb das Risiko einer Blasenbildung aktuell extrem hoch ist. Auch wenn man der EZB zugutehalten will, dass niemand mit Sicherheit sagen kann, wo wir aktuell stehen würden, falls sie sich nicht als „Lender of last Resort“ generiert hätte, darf man jedoch eine notwendige Voraussetzung für eine effiziente Geldpolitik in Frage stellen: die vollständige politische Unabhängigkeit einer Zentralbank.

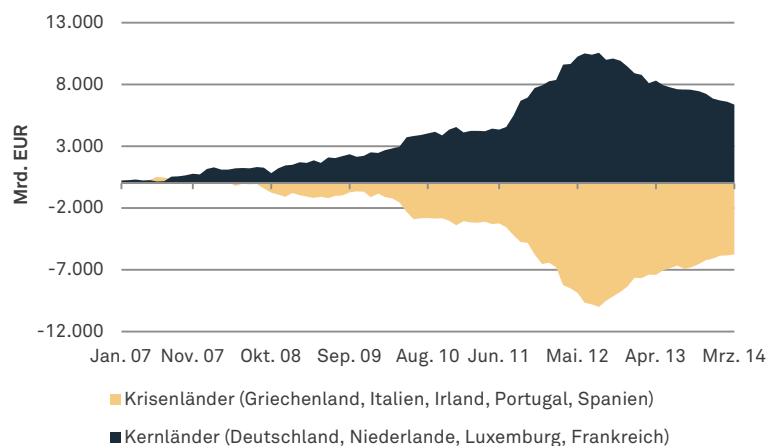
#### 6. Target2-Salden: Sinn oder Unsinn

**Das Argument:** Prof. Sinn hat im Jahre 2011 die Diskussion bezüglich immer stärker anwachsender Salden im europäischen Notenbanksystem ausgelöst. Über das Target2-System werden Transfers von Zentralbankgeld durchgeführt, wobei wechselseitige, unbegrenzte und unbesicherte Kreditfazilitäten zwischen allen beteiligten Notenbanken und der EZB eingeräumt werden. Ein positiver (negativer) Saldo stellt also eine Forderung (Verbindlichkeit) der nationalen Zentralbank gegenüber der EZB dar. Im Zuge der Eurokrise sind angesichts der enormen Leistungsbilanzdefizite einiger Länder (allen voran Griechenland) die Salden enorm angestiegen. Kritiker haben davor gewarnt, dass eine Auflösung der Währungsunion dann dazu führen kann, dass einige Länder auf exorbitanten Forderungen gegenüber der EZB sitzen bleiben, was letztlich als potenzielle Krisenkosten gesehen werden muss.

**Die Prüfung:** Die Target2-Salden hatten ihren Höhepunkt bei knapp zehn Billionen Euro Mitte 2012 – just kurz bevor es zu *Draghi's Bid* kam. Seitdem sind die Salden rückläufig, allerdings nach wie vor weit über Vorkrisenniveaus, wie man der folgenden Abbildung, welche die Saldenentwicklung der Kern- und der Krisenländer aufzeigt, entnehmen kann.

#### Entwicklung der Target2-Salden

Quelle: Universität Osnabrück



**Das Fazit:** Wir haben uns nie der Meinung angeschlossen, dass Target2-Salden als potenzielle Krisenkosten definiert werden können, da eine nationale Zentralbank auch nach der Auflösung einer Währungsunion die Mittel hat, durch Geldschöpfung ihre Bilanzposten direkt zu beeinflussen. Das entscheidende Argument ist unserer Ansicht nach darin zu sehen, dass die Salden im Target2 nichts anderes widerspiegeln als die Salden der Leistungsbilanzen – und eine Reduktion derselben muss als notwendige Konvergenzentwicklung verstanden werden. Die Salden haben sich seit dem Höhepunkt vor zwei Jahren verringert – aber die Vorkrisenniveaus sind noch lange nicht erreicht.



## 7. Marktversagen vs. Staatsversagen: Wer zahlt, hat Recht

**Das Argument:** Finanzmärkte sind nicht effizient und versagen bei der effizienten Preisbildung. Mit Hilfe von derivativen Finanzinstrumenten können Spekulanten ganze Staaten in den Ruin treiben. Deshalb muss regulatorisch in die Märkte eingegriffen werden. OTC-Derivate sollen im Zuge der Umsetzung von EMIR komplett auf Clearing-Häuser übertragen werden, die Einführung einer Steuer auf Finanztransaktionen soll Spekulationen eindämmen und Leerverkaufsverbote auf europäische Staaten-Risiken verhindern spekulative Attacken auf Mitgliedsländer der Eurozone.

**Die Prüfung:** Als Reaktion auf die Subprime- und die Eurokrise ist die aktuelle Situation durch eine wahre Regulierungsflut gekennzeichnet. EMIR wird in naher Zukunft schrittweise eingeführt, wobei den Clearing-Brokern der Clearing-Häuser eine immense systemische Bedeutung zukommen wird. Die Transparenz des Marktes wird gesteigert, während aber nicht damit zu rechnen ist, dass das Volumen von Finanzderivaten drastisch sinken wird. Übertragungseffekte von den Finanzmärkten auf die Realwirtschaft werden also nicht unterbunden. Die Einführung einer Finanztransaktionssteuer wurde hingegen auf 2016 verschoben und die Wirkungen derselben sind stark umstritten. Unserer Meinung nach wird die Ungleichbehandlung verschiedener Instrumente (Cash vs. Derivate) eine Allokationswirkung entfalten, während die Möglichkeit einer Abwälzung der Kosten von den Banken auf andere Marktteilnehmer der Grundidee der Beteiligung von Finanzinstituten an den Kosten von Finanzkrisen entgegen steht. Das Leerverkaufsverbot bezogen auf europäische Staaten-Risiken ist bereits in Kraft getreten und hatte bisher geringe Auswirkungen auf die Märkte. Es gibt genügend Substitute zum Kauf von CDS-Protection auf Mitgliedsstaaten (bspw. über Banken-CDS).

**Das Fazit:** Man kann die Effizienz einzelner Maßnahmen durchaus kontrovers diskutieren, wobei die Motivation der meisten Eingriffe nachvollziehbar ist. Wenig umstritten ist hingegen, dass die Maßnahmen nicht abgestimmt sind, es also teilweise zu diametralen Effekten kommt. Wenn man Marktversagen so definiert, dass dies auch dann auftritt, wenn „moralische Normen“ und politisch gewollte Entwicklungen verletzt werden (was der ökonomischen Definition widerspricht), bleiben die europäischen Institutionen bisher den Beweis schuldig, dass Staatsversagen das kleinere Übel im Vergleich zu Marktversagen darstellt.

## 8. Verteilungsproblematik: Die Popularität der 100 %-igen Erbschaftssteuer

**Das Argument:** Der französische Ökonom Thomas Piketty ist in kurzer Zeit zu einer Berühmtheit geworden<sup>3</sup>. Zusammen mit seinem Kollegen Emmanuel Saez hat er ein lange vernachlässigtes Feld der Volkswirtschaftslehre wiederbelebt: die Verteilungstheorie. Empirisch belegbar ist beispielsweise der Effekt, dass die Verteilungsschiefe des Vermögens nach Finanzkrisen zunimmt, was sich dadurch erklärt, dass besonders die Vermögenden von der durch die Zentralbanken angefachten Vermögenswertinflation profitieren. Letztlich kann man sogar zu dem Schluss kommen, dass die Eurokrise keine Schuldenkrise ist, sondern vielmehr eine Verteilungskrise, da die privaten Haushalte in einigen Ländern so viel Vermögen angehäuft haben, dass sie davon die Staatsschulden der gesamten Eurozone bedienen könnten.

**Die Prüfung:** Auch wenn die Kritiker lauter werden und bspw. einen Eingriff in die Vermögensverteilung (und weniger in die Einkommensverteilung) durch die Erhöhung von Erbschaftssteuern (v. a. in Deutschland) fordern, hat sich an der Verteilung der Vermögen bisher nichts geändert. Die Pro-Kopf-Finanzaktiva liegen in einigen Krisen-

<sup>3</sup> Alle seine Publikationen finden sich hier: <http://piketty.pse.ens.fr/en/publications-en>.



ländern nach wie vor über denjenigen einiger Kernländer<sup>4</sup>.

**Das Fazit:** Die aktuell diskutierten Maßnahmen stellen keine Lösung des prinzipiellen Problems dar. Ganz fatal wirkt die europaweite Einführung von Mindestlöhnen (was moralisch durchaus nachvollziehbar ist) auf die Stabilität der Eurozone, da ein weiterer Anpassungsmechanismus (nach der nationalen Geld- und Währungspolitik sowie der Fiskalpolitik angesichts des Fiskalpakts) ausgehebelt wird. Die Starrheit in der Eurozone nimmt zu und damit die Möglichkeit, auf exogene Schocks adäquat zu reagieren, ab.

### 9. Implizite Garantien: Institutionalisierter Moral Hazard

**Das Argument:** Die „2 big 2 fail“ Diskussion übersieht einen zentralen Punkt – nämlich die Bereitstellung von impliziten Garantien für den Bankensektor. Eine implizite Garantie ist dadurch gekennzeichnet, dass die Investoren davon ausgehen, dass eine Garantie besteht. Also bspw. konnte eine relativ kleine Bank (gemessen an der Bilanzsumme) wie Lehman nur deshalb eine so wichtige Rolle als Kontrahent im Derivatemarkt einnehmen, weil die Investoren davon ausgegangen sind, dass im Krisenfall mit staatlicher Unterstützung zu rechnen ist. Implizite Garantien entstehen durch Markterwartungen und müssen vom Staat aktiv verneint werden.

**Die Prüfung:** Natürlich existieren implizite Garantien im europäischen Bankensektor nach wie vor – wobei die damit verbundene Moral-Hazard-Problematik dadurch abgemildert werden soll, dass alle Investoren an den Krisenkosten beteiligt werden (Basel III; neue Kapital- und Haftungsstruktur im Bankensektor). Fatalerweise sind implizite Garantien auf neuer Ebene entstanden – ansonsten lässt sich nicht erklären, wie Griechenland ohne fundamentale Besserung der Situation zu extrem günstigen Refinanzierungskosten an den Markt zurückkehren konnte. Eben nur deshalb, weil der Markt eine implizite Garantie Deutschlands einpreist!

**Das Fazit:** Der meist aufmerksame Schüler war stets bemüht...

Zusammenfassend darf Folgendes angemerkt werden: Falls Europa unsere Zukunft ist und wir sonst keine haben, muss man den europäischen Institutionen vorhalten, dass sie damit ziemlich flapsig umgehen. Viele krisenursächliche, realwirtschaftliche und konstitutionelle Phänomene sind entweder nicht erkannt oder noch nicht ausreichend bekämpft worden. Es ist inzwischen die Mehrheitsmeinung, dass die aktuelle Lage an den Finanzmärkten v. a. der EZB zuzuschreiben ist. Wir sind in der Regel gegen die Mehrheit, aber in diesem Fall schließen wir uns an. Wir sehen hierfür den zentralen Punkt einer etwas defensiveren Einstellung was die zukünftige Entwicklung an den Märkten angeht.

### Strategisch: Politische Unwägbarkeiten

Die Märkte haben bisher die Entwicklungen des Ukraine-Russland-Konflikts überraschend gut weggesteckt. Trotz immenser Kapitalabflüsse haben sich Russland CDS von ihrem Hoch Ende April (@ 280 bp) wieder eingeeengt (Mitte Mai @ 230 bp) und auch kurzlaufende ukrainische Anleihen haben sich extrem gut entwickelt. Die nächste Fälligkeit ukrainischer Fremdwährungsanleihen im Juni 2014 hat im März noch bei 91 % notiert und handelt aktuell wieder fast pari. Wie im letzten Newsletter bereits ausführlich diskutiert, sehen wir die negativen realwirtschaftlichen Übertragungseffekte nicht als das zentrale Risiko. Dieses liegt vielmehr darin, dass das europäische Finanzsystem eng mit dem russischen verlinkt ist. Zum Beispiel könnte die Einführung russischer Kapitalkontrollen eine indirekte negative Auswir-

<sup>4</sup> Pro Kopf halten die Italiener mehr Finanzaktiva als die Deutschen, die Portugiesen mehr als die Finnen. Vgl. hierzu Allianz Global Wealth Report 2013: [https://www.allianz.com/v\\_1380187782000/media/economic\\_research/publications/specials/en/AGWR2013e.pdf](https://www.allianz.com/v_1380187782000/media/economic_research/publications/specials/en/AGWR2013e.pdf), S. 80.





kung auf die Bilanzen europäischer Kreditinstitute haben. Jegliche darauffolgende Herabstufung in den Sub-Investment-Grade Bereich (aktuell: Baa1 neg/BBB- neg/BBB neg) könnte erzwungene Verkäufe und eben auch negative Auswirkungen auf die Kapitalallokation (v. a. auch Direktinvestitionen) nach sich ziehen. Wir sehen in einer Desintegration der Kapitalmärkte weiterhin ein zentrales Risiko für die EM-Länder im Allgemeinen und damit auch für die entwickelten Finanzmärkte.

Neben dem politischen Risiko in der Ukraine muss leider eine zunehmende Europafeindlichkeit konstatiert werden, die sich in den aktuellen Diskussionen und erwarteten Ergebnissen bei der Europawahl widerspiegelt. Genau hier schließt sich der Kreis zu obigen Ausführungen. Falls die fundamentalen Entwicklungen in Europa nicht zu einer persistenten Konvergenz der Mitgliedsländer der Eurozone führen, müssen monetäre Transfers als Ausgleichsmechanismus langfristig installiert werden. Und eben diese bedingen den aktuellen Aufschwung der europakritischen Parteien. Die Gefahr besteht also darin, dass diese Parteien einen größeren Einfluss auf die Europapolitik ausüben werden und dadurch das Risiko steigt, dass notwendige Ausgleichsmechanismen (monetäre Transfers) wieder eingeschränkt werden. Das wiederum zieht zwangsläufig eine höhere Wahrscheinlichkeit für den Ausstieg eines Mitgliedslandes nach sich, womit wir uns wieder in der Situation von 2011 befinden würden.

#### **Taktisch: „Lieber short als fort“**

Unserer Meinung nach befinden wir uns am Ende eines nun mehr als vier Jahre dauernden Bullenmarktes für Credits, wobei die entscheidende Determinante nach wie vor die europäische Zentralbank bleibt. Jegliche weitere Anstrengung, den Kreditmarkt zu stützen als Maßnahme zur Ankurbelung der Kreditvergabe der Banken, kann den Zyklus verlängern. Hierbei steht als entscheidende Maßnahme die von Draghi ins Spiel gebrachte Belebung des ABS-Marktes im Mittelpunkt. Wir sind der Ansicht, dass eben diese eine weitere Divergenz zwischen der Realwirtschaft und den Bewertungen auf den Finanzmärkten bedingen, die letztlich die Amplitude einer unausweichlichen Anpassung der Finanzmärkte an die Realwirtschaft (a.k.a. Krise) verstärken.

Im Mai ist die durchschnittliche Rendite globaler mit CCC bewerteter Anleihen (eine der letzten Rendite-Bastionen) auf ein Rekordtief von 8,5 % gefallen. Das Risiko-Return-Profil verschlechtert sich in allen Credit-Segmenten sukzessive. Aktuell handeln die globalen Credit-Indices auf 2007er Niveaus und es sind auch einige „Anomalien“ zu erkennen, die im Zuge der Subprime- und Eurokrise entstanden sind:

- › Der iTraxx Main und der iTraxx Financials handeln wieder auf annähernd denselben Spread-Niveaus. In der Spitze handelten Letztere auf CDS-Indexebene um 150 bp weiter als der iTraxx Main (Ende 2011). Allerdings sehen wir nach wie vor einen Indikator für ein funktionierendes Bankensystem darin, dass Financials-Spreads signifikant unter Corporate-Spreads handeln.
- › Der iTraxx WE Sovereign Index handelt wieder signifikant (5Y @ 40 bp) unter Financials- und Corporate-Spreads. Zur Hochzeit der Eurokrise (inkl. Griechenland) handelten CDS-Spreads der Peripherieländer weit über denen europäischer Unternehmen (wiederum auf Index-Basis).

Betrachtet man allerdings Break-Even-Spreads (also wieviel Spread-Ausweitung beim aktuellen Spread-Niveau innerhalb eines Jahres kompensiert werden kann), verdeutlicht sich die sinkende Attraktivität von Credits. Auf aktuellem Niveau kompensiert der iTraxx Main (@ 70 bp) pro Jahr eine Spread-Ausweitung von weniger als 15 bp, der iTraxx X-Over (@ 275 bp) von etwas mehr als 50 bp. Die implizite Vola-



tilität (aus Credit-Options) beträgt im Main und im X-Over aktuell ca. 50 % (Lfz. Dezember). Offensichtlich erwartet der Markt implizit eine stärkere Spread-Ausweitung als das die Break-Even-Spreads vermuten lassen würden. Diese Abweichungen können als temporäres Overshooting interpretiert werden, wobei immer die Frage im Raum steht, welches Marktsegment nun „Recht hat“. Sie kennen bereits unsere Meinung.

Eine Möglichkeit, im aktuellen Marktumfeld Investment-Opportunitäten aufzuspüren, liegt unserer Ansicht nach in Relative Value Opportunitäten, wobei wir im Folgenden einen kurzen Exkurs zur Betrachtung von CDS-Kurven als Investmentopportunität vornehmen.

### **Exkurs: Eine kurze Geschichte der Zeit<sup>5</sup> (bis zum Ausfall)**

Den Ausgangspunkt der folgenden Überlegungen stellen die Rating-Matrizen der großen Agenturen dar. Dort wird basierend auf historischen Daten die Migrationswahrscheinlichkeit einzelner Ratingklassen dargestellt. Da die Wahrscheinlichkeit einer negativen Ratingmigration immer größer Null ist, muss zwangsläufig gelten, dass – egal um welchen Emittenten es sich handelt – in der langen Frist jeder Emittent irgendwann einmal ausfällt. Allerdings liegt der Wert historischer Migrationstabellen einzig darin, die relative Attraktivität bestimmter Ratingklassen bei gegebenen Spread-Niveaus abzuleiten und somit die Allokation über Ratingklassen zu steuern. Sie taugen jedoch wenig beim Management von Credit-Portfolien und der Betrachtung von idiosynkratischen Ausfallwahrscheinlichkeiten.

Hierzu bietet sich traditionell die Analyse von CDS-Kurven an – welche die implizite Ausfallwahrscheinlichkeit in bestimmten Zeitpunkten widerspiegelt, woraus sich wiederum Hazard Rates ableiten lassen, welche die Ausfallwahrscheinlichkeit in einem Zeitintervall beschreiben. Natürlich sind die Erwartungen der Marktteilnehmer gerade in Distressed-Situationen stark getrieben durch neue Informationen von Seiten des Emittenten und dementsprechend volatil gestaltet sich die implizite Ausfallwahrscheinlichkeit (IDP). Betrachtet man nun die Volatilität der IDP, überrascht es wenig, dass diese eben auch laufzeitabhängig ist. In folgender Tabelle stellen wir die Bandbreite der IDP für ein, fünf und zehn Jahre für zwei aktuelle Distressed-Emittenten (Ukraine und Radioshack) dar.

### **Bandbreite impliziter Ausfallwahrscheinlichkeiten bei RSH und Ukraine CDS (1. Jan-30. April 2014)**

Quelle: Bloomberg

	Ukraine		RSH	
	Low	High	Low	High
1Y	9,59 %	35,44 %	21,67 %	75,64 %
5Y	38,16 %	61,06 %	80,79 %	99,95 %
10Y	61,24 %	80,34 %	94,87 %	100,00 %

Wie sich erkennen lässt, nimmt die Bandbreite der IDP mit zunehmender Laufzeit ab. Salopp formuliert kann man bezüglich Radioshack also sagen, dass es keine Frage ist, ob der Emittent ausfällt, sondern nur wann das passiert. Ähnliche Ergebnisse, wenn auch in geringerem Ausmaß, lassen sich für die Ukraine ableiten.

Natürlich ist die IDP über Laufzeiten nur eine andere Perspektive auf die CDS-Kurve und beinhaltet keine neuen Informationen. Allerdings ist diese Betrachtungsweise beim Aufsetzen von CDS-Kurvenpositionen auf einzelne Emittenten sehr hilfreich. Aktuell ist die Differenz der IDP zwischen fünf und zehn Jahren bei Radioshack nahe Null. Angesichts der Tatsache, dass bei US Corporate-CDS (SNAC Format) kein Restrukturierungsereignis existiert und damit die in der CDS-Auktion festgestellte Verwertungsquote über alle CDS-Laufzeiten identisch ist, lässt sich bspw. „Forward-Protection“ (Versicherung gegen Ausfall in 5-10 Jah-

<sup>5</sup> Weitaus weniger intellektuell als das der Autor dieses Titels getan hat: Stephen Hawking, A Brief History of Time, 1988.



ren) aktuell Upfront- und Carry-neutral (also nahezu kostenfrei) realisieren. Neben so extremen Beispielen kann man bei vielen CDS-Kurven (v. a. im Distressed-Segment) Opportunitäten finden. Mit Hilfe von mehreren CDS-Positionen lassen sich somit auch sehr einfach IDPs in spezifischen Laufzeitintervallen isolieren und damit handeln. Das Risiko-Return-Profil solcher Positionen ist wiederum unkorreliert mit einer directionalen Wette auf denselben Emittenten, was die versteckte Schönheit solcher Positionen ausmacht.

## Zusammenfassung

Der Kreditmarkt ist viel zu weit gelaufen und hat sich von den fundamentalen Spread-Determinanten entfernt. Das ist der EZB zu verdanken und genau hier liegt die große Unbekannte, denn eine Verstärkung der geldpolitischen Expansion kann diesen Trend wiederum noch verstärken: ganz im Sinne des berühmten Bonmots „The ECB can stay irrational longer than you can stay solvent“.

Wir folgen daher Peter Bamm und verabschieden uns mit seinen Worten:

„Optimisten haben gar keine Ahnung von den freudigen Überraschungen, die Pessimisten erleben.“

## Forecast-Tabelle

	3M	6M	9M	12M
<b>Credit</b>				
IG Cash	o/-	o/-	-	--
IG CDS	-	-	--	--
HY Cash	-	-	--	--
HY CDS	-	-	--	--
Fin Cash	o/-	-	-	--
Fin CDS	-	-	--	--
<b>Staatsanleihen</b>				
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" (Ramonas)
- = "This party sucks" (The Slickee Boys)
- = "Straight to Hell" (The Clash)

\*Eric Idle, Monty Python's Life of Brian (1979): <http://www.youtube.com/watch?v=jHPOzQzk9Qo>



## 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