

25 JUL 2014

#14

Mario*¹

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

>>Oh oh oh oh Mario,
er hatte alles,
er hatte alles und er wollte noch viel, viel mehr.<<

MARIO*

Das Drama um die Banco Espírito Santo und die damit verbundene Ausweitung der portugiesischen Risikoaufläge hat gezeigt, dass die Ansteckungsmechanismen zwischen den Staaten und dem Bankensektor nach wie vor vorhanden sind. Da können die Maßnahmen der EZB wenig daran ändern. Die Idee der EZB, die Liquiditätsbereitstellung an die Kreditvergabe der Banken zu koppeln (über TLTROs), halten wir indes für eine ziemlich sozialistische Idee mit kontraproduktiven, realwirtschaftlichen Effekten. Wir haben es nun mal mit einer Bilanzrezession und damit mit einer sinkenden Kreditnachfrage zu tun und die steigenden Regulierungsanforderungen für den Bankensektor tun ihr Übriges. Am Markt wird es trotzdem (oder gerade deshalb) nicht langweilig, wie die Farce um die Veröffentlichung der Ergebnisse des Bankenstresstests oder auch die Pokerrunde zwischen Argentinien (maximal niedriges Paar) und den Holdout-Klägern (mindestens Straight Flash) zeigen. Derweil gewinnt die Aussage „...er wollte noch viel mehr“ vor den Gerüchten einer möglichen Berufung Mario Draghis für das Amt des italienischen Staatspräsidenten an Bedeutung. Sollte es so kommen, kann man davon ausgehen, dass die EZB bis dahin nichts unversucht lässt, den Markt zu stützen.

TLTROs: Targeted Longer-Term Refinancing Operations²

Anfang Juli hat die EZB entschieden, sogenannte TLTROs einzusetzen, um die Kreditvergabe der Banken direkt zu unterstützen. Das heißt vereinfacht, Banken können sich über TLTROs refinanzieren, wenn sie dementsprechend Kredite vergeben. Hierbei können nur Kredite an den privaten Sektor der Eurozone herangezogen werden, während Immobilienkredite explizit ausgeschlossen worden sind (um etwaige Blasen an den Immobilienmärkten nicht weiter zu befeuern). Hierbei stellt die EZB ein initiales Volumen in Höhe von 7 % des qualifizierten Kreditvolumens des europäischen Bankensektors zur Verfügung, was bis zu 400 Mrd. Euro in der gesamten Eurozone entspricht (April 2014). Die ersten beiden Tranchen können im September und Dezember dieses Jahres gezogen werden. Alle TLTROs weisen einen Zinssatz in Höhe der aktuellen Refi-Rate plus 10 bp Spread auf, wobei die Zinszahlungen zum Ende der Laufzeit beglichen werden. Zusätzlich zu dem initialen Volumen wird es zwischen März 2015 und Juni 2016 sechs weitere TLTRO-Zuteilungen geben. Deren Höhe wird aufgrund der gesamten Netto-Kreditvergabe in den folgenden Quartalen festgelegt, wobei individuelle Banken auch ihre Netto-Kreditvergabe offenlegen müssen, um an den TLTROs zu partizipieren. Sie können nur im Fall einer positiven Kreditvergabeentwicklung (also auch, falls diese absolut betrachtet negativ ist) auf zusätzliche Refinanzierungsmittel zugreifen. Es werden hierzu Benchmark-Niveaus berechnet, wobei es auch dazu kommen kann, dass Banken, deren Kreditvergabe unterhalb der berechneten Benchmark liegt, alle TLTROs im September 2016 zurückzahlen müssen. Banken können als individuelles Institut oder als Gruppe (bspw. Sparkassen) an den TLTROs teilnehmen, wobei im letzteren Falle die Benchmark-

¹ In eigener Sache: Da dieser Newsletter größtenteils zu später Abendstunde verfasst wird, kollidierte das Schreiben mit den Spielen der Fußball WM, wodurch sich der Publikationsausfall im Juni erklärt. Wir gehen davon aus, dass die Mehrheit der Leser dafür Verständnis aufbringt.

² Vgl. hierzu http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703_2_Annex.pdf?802e8ef23d5fb5f60bd03a52d9c3c106.



Berechnungen eben auch auf Gruppenebene angesetzt werden. Die Intention hinter diesen Maßnahmen ist die Tatsache, dass trotz der ökonomischen Erholung in Europa die Kreditvergabe des Bankensektors nicht zunimmt. Die Maßnahmen sollen also das Kreditangebot unterstützen. Es sollen ganz explizit Finanzinvestitionen ausgeschlossen werden, da auch die EZB wahrgenommen hat, dass die bisherige exzessive Liquiditätsbereitstellung vor allem den Finanzmärkten – und in weit geringerem Ausmaß der Realwirtschaft – zugutegekommen ist. TLTROs könnten also Instrumente sein, mit denen die Zentralbank ihre Liquidität sehr exakt dorthin steuern kann, wo sie ihrer Ansicht nach am meisten gebraucht wird. Geneigte Leser werden wissen, dass die Verwendung des Konjunktivs eine subtile Kritik einleitet... wir sind hier völlig anderer Auffassung als die EZB und sehen nicht primär die Wirkungslosigkeit solcher Maßnahmen als zentralen Kritikpunkt, sondern vielmehr die potenziellen adversen Effekte, die dadurch ausgelöst werden. Auf diese werden wir im Folgenden genauer eingehen.

Was hat Mario Draghi mit Günter Mittag³ gemein?

Viele Kommentatoren sehen in der Bereitstellung von TLTROs eine gut gemeinte, aber wenig effektive Maßnahme. Hierbei wird darauf verwiesen, dass eine weitere Erholung in der Eurozone im Allgemeinen automatisch ein höheres Kreditvolumen nach sich ziehen sollte und dass im Speziellen solche Länder, die sich im Entschuldungsmodus befinden, die Kreditvergabe trotz noch günstiger Konditionen nur schwerlich ausweiten werden. Carry-Trades (also Investitionen in Vermögenswerte angesichts der niedrigen Refinanzierungssätze) werden durch die TLTROs möglicherweise nicht weiter ausgeweitet, aber definitiv nicht eingeschränkt. Außerdem spricht die Heterogenität der Eurozone dafür, dass die homogene Bereitstellung von Liquidität nicht zielgerichtet verwendet wird. Die Risikoaversion der Banken wird dadurch auch nicht beeinflusst, d. h. Banken werden auch bei günstigeren Refinanzierungsraten ihre Kreditallokation nicht verändern. Sprich, ein Unternehmen, das aktuell keine Kreditfazilitäten eingeräumt bekommt, kann nicht damit rechnen, dass sich dies mit der Bereitstellung von TLTROs ändert. Wir teilen diese Einschätzung weitestgehend, möchten im Folgenden aber einzelne Aspekte noch detaillierter beleuchten.

1. Die Wiederbelebung der zentralen Allokation der Produktionsfaktoren?

Die EZB ist nicht die erste Zentralbank, die Maßnahmen unternimmt, welche auf die Kopplung zwischen Liquiditätsbereitstellung und Kreditvergabe abzielen. Eine breite Definition des Mandats der EZB lässt durchaus Spielraum für solche Maßnahmen – auch wenn sie mit den primären Zielen der EZB direkt nichts zu tun haben. Die Herstellung des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik, also die Versorgung der Realwirtschaft mit Liquidität über den Bankensektor, ist für die EZB von existenzieller Bedeutung. Die ersten Jahre nach der Lehman-Pleite und dem Höhepunkt der Eurokrise waren allerdings dadurch gekennzeichnet, dass die EZB das Finanzsystem direkt unterstützt und gewollt eine Verwendung der Liquidität innerhalb des Finanzsystems angestrebt hat. In einem zweiten Schritt hat man sich erhofft, dass die Wiederbelebung des Finanzsystems eben auch positiv auf die Realwirtschaft wirkt. Genau dies hat aber nicht funktioniert, da die Banken eben nicht mehr primär ein Liquiditätsproblem aufweisen – sondern vielmehr das Problem haben, ihre Bilanzen verkürzen zu müssen. Dies geschieht nicht aus rein marktwirtschaftlichen Gesichtspunkten, sondern ist vor allem durch die zunehmenden Regulierungsanforderungen zu erklären. Banken werden ihre Kreditvergabe innerhalb der regulatorischen Vorgaben hinsichtlich ihrer Eigenkapitalsituation und unter Berücksichtigung interner Risikomodelle also immer ökonomisch optimieren – ob das

³ Mitglied des Politbüros des Zentralkomitees der DDR. Zuständig für Wirtschaftsfragen und oberster Preissetzer der Planwirtschaft von 1976-1989.



Ergebnis aus politischer Sicht optimal ist, sei hierbei dahingestellt. Indem nun auch die Zentralbank direkt in den Kreditmarkt eingreift, beeinflusst sie nicht nur dort direkt das Marktgleichgewicht, sondern übt darüber hinaus einen Eingriff auf das gesamte relative Preisgefüge an den Finanzmärkten aus. Sinken die Refinanzierungskosten großer Unternehmen über Kreditfazilitäten, werden diese ihre Refinanzierungsstruktur stärker auf Bankkredite allokalieren und ihre Refinanzierung bspw. über die Anleihenmärkte reduzieren – vorausgesetzt, die Refinanzierungskosten dort werden gleich bleiben. Genau das ist aber nicht anzunehmen. Angesichts der hohen verfügbaren Liquidität der Investoren gepaart mit den extrem niedrigen Renditen, werden die Investoren bereit sein, niedrigere Spreads am Primärmarkt zu akzeptieren. Dies ist nur ein Beispiel dafür, dass ein direkter Eingriff in die Struktur des Kreditmarktes von Seiten der Zentralbank eben auch Auswirkungen auf Preise anderer Marktsegmente hat. Es ist äußerst fraglich, ob eine Zentralbank den Marktmechanismus aushebeln sollte in der Annahme, ein „optimaleres“ Gleichgewicht am Markt für Kredite zu erreichen als eben der Markt selbst. Die Geschichte lehrt einen, dass dies in vielen Märkten nicht funktioniert hat – also darf der Vorwurf einer planwirtschaftsähnlichen Zentralbankpolitik durchaus als berechtigt gelten.

2. *Billiger, billiger... und trotzdem kauft keiner*

Ein zentraler Kritikpunkt an TLTROs ist darin zu sehen, dass hier versucht wird, die Angebotsseite zu stärken. Möglicherweise erklärt sich das niedrige Kreditvergabevolumen aber vor allem durch eine rückläufige Nachfrage nach Krediten. Wir haben es also mit einer Nachfrage- und nicht mit einer Angebotslücke zu tun, wie in folgendem Exkurs aufgezeigt wird.

Exkurs: ***Vom Sparparadoxon zur Bilanzrezession***

Auf Keynes geht die Analyse einer Volkswirtschaft mit Unterbeschäftigung zurück, bei der angesichts des Strebens der Wirtschaftssubjekte nach einer erhöhten Sparquote die Investitionen in einer Volkswirtschaft nicht mehr erhöhen. Das wiederum bedingt einen Rückgang des Wachstums und wiederum eine Erhöhung der Sparquote. Ein weiterer Grundbegriff der keynesianischen Wirtschaftstheorie ist die Investitionsfalle, wobei ein Zustand gemeint ist, in dem Unternehmen in einer Depression ihre Investitionsausgaben nicht erhöhen – selbst dann nicht, wenn die Zinsen sehr niedrig sind, da sie schon die aktuelle Produktionskapazitäten nicht ausschöpfen können und deshalb keinerlei Anreiz zu weiteren Investitionen besteht. Offensichtlich kann in diesen Fällen mit geldpolitischen Mitteln wenig ausgerichtet werden – die keynesianische Sicht der Dinge fordert deshalb eine Ausweitung der Staatsquote, um die für weiteres Wachstum notwendigen Investitionen auf staatlicher Ebene zu tätigen. Diese Schlussfolgerung erklärt den aktuellen Vorstoß einiger nachfrageorientierter Politiker gegen den Stabilitätspakt in Europa. Dieser solle aufgegeben werden, um gerade den Peripherie-Ländern die Möglichkeit zu geben, ihre Wirtschaft durch eine Erhöhung der Staatsausgaben zu stimulieren. Natürlich darf hier die Frage gestellt werden, ob nicht gerade die laxen Haushaltspolitik dieser Länder zu der Krise und letztlich zu der aktuellen Situation bei den Investitionsausgaben geführt hat?

Die obigen Ideen haben vor diesem Hintergrund kürzlich eine Renaissance erlebt, vor allem das auf Richard C. Koo zurückgehende Phänomen der Bilanzrezession⁴. Der von Koo beschriebene Zustand (Japan hat hier wie so oft das bekannteste Beispiel geliefert) beschreibt eine Volkswirtschaft in einer post-Finanzkrisen-Ära, in der die privaten Haushalte und auch die Unternehmen ihren Verschuldungsgrad reduzieren, um ihre Bilanzen in Ordnung zu bringen. Sie entschulden unabhängig von der Höhe des Kreditzinses und lösen damit negative Wachstumsimpulse aus. Berühmtheit haben auch Atif Mian und Amir

⁴ Siehe u. a. <http://www.paecon.net/PAEReview/issue58/Koo58.pdf>.



Sufi mit ihrem Bestseller „House of Debt“⁵ erlangt, in dem sie genau dieses Phänomen der rückläufigen Kreditnachfrage als ursächlich für die Entwicklung der US-Wirtschaft im Anschluss an die Lehman-Pleite sehen.

Mit zwei Zitaten von Koo lässt sich das Ergebnis all dieser Untersuchungen leicht auf einen Nenner bringen: „At such times and at such times only, the government must borrow and spend the private sector's excess savings, not only because monetary policy is impotent at such times but also because the government cannot tell the private sector not to repair its balance sheet...“ ...und... „With massive private sector deleveraging continuing in the U.S. and in many other countries in spite of historically low interest rates, this is no time to embark on fiscal consolidation.“

Also muss man zwangsläufig schlussfolgern, dass geldpolitische Maßnahmen in der aktuellen Situation wenig Effizienz besitzen und dass expansive Fiskalpolitik – also eine Erhöhung der Staatsausgaben – das einzige Mittel darstellt, eine Bilanzrezession zu bekämpfen. Der Staat muss den Investitionsausfall der Unternehmen und privaten Haushalte ausgleichen, da es ansonsten kein marktwirtschaftliches Korrektiv in dieser Situation gibt. Nur so kann ein wirtschaftlicher Abschwung erfolgreich bekämpft werden.

Genau hier tritt das Problem der Übertragung der Erkenntnisse bezüglich der japanischen (und auch der amerikanischen) Situation zu Tage. Zwei zentrale Probleme der europäischen Situation lassen Zweifel daran aufkommen, dass sich die Schlussfolgerungen der oben genannten Protagonisten der „Bilanzrezessionsthese“ direkt auf Europa übertragen lassen.

Erstens muss der entscheidende Grund für den Ausbruch der Eurokrise in der hohen Verschuldung einiger europäischer Mitgliedsländer gesehen werden – also liegt das Problem bei den Staaten selbst und eben nicht primär in der Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen. Nun mag das auf den ersten Blick irrelevant erscheinen, hat aber einen entscheidenden Effekt. Falls die hohe Staatsverschuldung das ausschlaggebende Moment für das Phänomen der Bilanzrezession war, dann kann eine expansive Fiskalpolitik nur schwerlich als Lösung dienen. Genau dann, wenn die Staaten sich weiter verschulden, um ihre expansiven Maßnahmen zu finanzieren, steckt man in einem Teufelskreis, der zwangsläufig wieder dazu führen muss, dass die Investoren das Vertrauen in diese Schuldenstaaten verlieren und höhere Risikoprämien einfordern. Durch den Vorstoß einiger Politiker und von Frankreich und Italien forciert, hat sich eine starke Fraktion für eine Erhöhung der Staatsausgaben gebildet. Dies ist vor dem oben skizzierten Argument eine relativ fatale Entwicklung – was übrigens die relevanten Institutionen ähnlich sehen. In ihrer aktuellen Jahrespublikation hat die BIS⁶ sehr detailliert das Phänomen der Bilanzrezession dargelegt und kommt zu folgender Erkenntnis: „Debt sustainability requires deleveraging across the globe!“⁷ Sie geht sogar einen Schritt weiter und argumentiert folgendermaßen: „More generally, banks should be encouraged to further improve their capital strength – the most solid basis for further lending“. Das kann man als direkte Kritik an der aktuellen Politik der EZB verstehen. Und das von der quasi-Mutter aller Zentralbanken! Ein zweites Argument lässt sich gegen die Idee höherer Staatsausgaben zur Bekämpfung der Bilanzrezession in Europa anführen: die Heterogenität der europäischen Mitgliedsländer. An folgender Abbildung lässt sich ablesen, wie hoch das Wachstum des Kreditvolumens in ausgewählten Ländern ist. Ein stark negatives Wachstum in 2013

⁵ Vgl. auch den dazugehörigen Blog unter <http://houseofdebt.org/>.

⁶ BIS, 84th Annual Report, June 2014: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014e.pdf>.

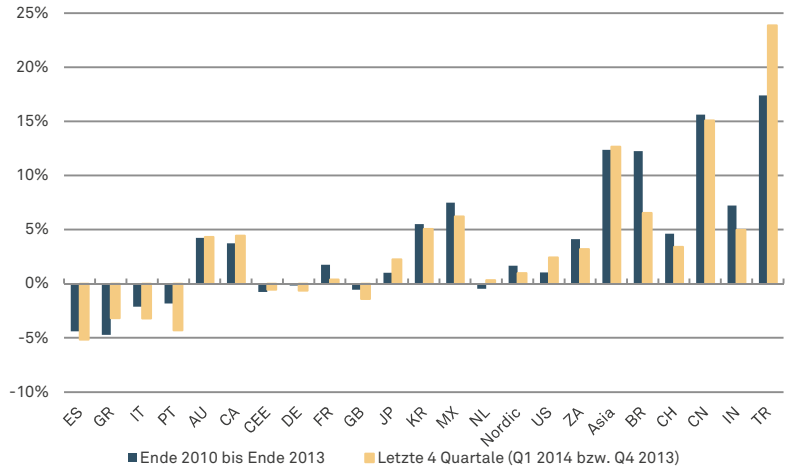
⁷ Vor diesem Hintergrund mutet der kürzlich von der Financial Times berichtete Anstieg des chinesischen Verschuldungsgrads (Gesamt-schuldenstand Staat, Unternehmen und private Haushalte im Verhältnis zum BIP) auf 250 % Ende 2013 geradezu als Anachronismus an.



betrifft vier Länder: Spanien, Griechenland, Italien und Portugal. In den Niederlanden und in Deutschland hat sich das Kreditvolumen nur leicht verringert, während es in Frankreich gestiegen ist.

Globale Heterogenität des Kreditwachstums

Quelle: BIS, 84th Annual Report, S. 70



In der Eurozone muss man folglich das Argument der BIS (eine Stärkung des Kreditangebots setzt kapitalstarke Banken voraus) noch stärker gewichten. Die EZB verfügt nicht über das Instrumentarium, einzelne Länder direkt zu bevorzugen und mit zusätzlicher Liquidität zu versorgen. Die Staatsanleihenkäufe in 2011 und 2012 können hier als Ausnahme gesehen werden. Alle europäischen Banken können an den TLTROs teilnehmen. Eine Lösung des Problems auf nationalstaatlicher Ebene erscheint allerdings vor den obigen Zahlen als sehr viel sinnstiftender. Hier ist auch der Zusammenhang zu unserem ersten Argument zu sehen. Wenn man zu dem Schluss kommt, dass expansive fiskalpolitische Maßnahmen in einer durch eine ausufernde Staatsverschuldung ausgelösten Bilanzrezession wenig hilfreich sind, muss man dies natürlich in Europa differenziert betrachten. Während einige Länder durchaus Spielraum für fiskalpolitische Maßnahmen haben, wird dies vor allem in den Peripherieländern durch den sehr hohen Schuldenstand erschwert.

3. Warum Mario Draghi nicht mit George Akerlof verheiratet ist

Hierfür gibt es augenscheinlich mehrere potenzielle Erklärungen – allerdings kann man sich auch gut vorstellen, dass George Akerlof die Atmosphäre am Frühstückstisch mit Mario Draghi weniger erquickend fände als das mit Janet Yellen der Fall ist. Wir möchten an dieser Stelle eine weitere Anekdote aus unserer Reihe „Hypothetische Frühstücksgespräche“ anbringen:

George: „Du, Mario, was sollen eigentlich diese TLTROs bewirken?“

Mario: „Geh, Schorsch, zu viel Liquidität hat noch keinem geschadet – die Banken möchten halt einfach keine Kredite mehr vergeben.“

George: „Naja, aber das gilt doch nicht für alle Banken.“

Mario: „Aber für die italienischen!“

George: „Und die anderen brauchen das doch gar nicht.“

Mario: „Eben, die nehmen an den TLTROs ja gar nicht teil.“

George: „Verstehe, aber hast du das Risiko von Fehlallokationen bedacht?“

Mario: „Ach Schorsch, dass du immer alles so pessimistisch sehen musst. Seh’s doch mal so: Das Geld ist nicht weg – es ist nur wo anders. Weiter südlich halt.“

Es gibt letztlich zwei mögliche Dimensionen der Fehlallokation bei TLTROs: auf Ebene der Kreditgeber und auf Ebene der Kreditnehmer,



wobei wir Letztere für das größere Problem halten:

- > Bezüglich der Fehlallokation auf Bankenebene (i.d.S. dass die „falschen“ Banken an den TLTROs teilnehmen) kann man natürlich argumentieren, dass es einen natürlichen Mechanismus gibt, der gravierende Fehlallokationen auf Bankenseite verhindert. Es werden ja nur solche Banken an den TLTROs teilnehmen, die ihr Kreditvolumen ausweiten möchten und dafür günstige Refinanzierung benötigen. Die Banken der Kernländer werden schon allein deshalb nicht teilnehmen, da sie sich andersweit ähnlich günstig refinanzieren können. Das Argument mag aktuell berechtigt sein – allerdings ist es schwer zu sagen, wie sich die Refinanzierungskosten in der Zukunft entwickeln werden. Da alle Banken der Eurozone teilnehmen können, kann es sein, dass das Kreditvolumen nicht zielgerecht erhöht wird – also zu wenig in den Peripherieländern und zu viel in den Kernländern.
- > Die zweite (und gravierendere) Ebene potenzieller Fehlallokationen betrifft die Nachfrageseite. „Gute Risiken“ können sich aktuell zu sehr attraktiven Kosten refinanzieren, während „schlechte Risiken“ nur zu hohen Kosten an Fremdkapital gelangen. Dieser Schumpeter'sche Prozess ist schmerzhaft, aber eine unabdingbare Reaktion auf die in vielen Industrien zu günstige Refinanzierung von nicht nachhaltigen Geschäftsmodellen, die vor allem in den Jahren vor der Krise aufgetreten ist. Die weitere Verbilligung von Krediten führt teilweise auch dazu, dass der Druck zu nachhaltigen Geschäftsmodellen verringert wird und somit Ressourcen der Eurozone in „falschen“ Industrien gebunden bleiben, in denen sie nur geringe Wachstumsimpulse auslösen.

Es gibt noch ein weiteres Allokations-Argument, das sich allerdings auf der Ebene der Verschuldung widerspiegelt. Wollte man mit TLTROs eine Bilanzrezession bekämpfen, wird das aus oben genannten Gründen wenig zusätzliche Kreditnachfrage auf Seiten der Unternehmen und privaten Haushalte auslösen. Aber ein direkter Effekt dieser expansiven geldpolitischen Maßnahmen sind natürlich weiterhin extrem niedrige Zinsen und somit auch Renditen. Dies treibt nicht nur Investoren in riskante Asset-Klassen, sondern verführt Staaten auch zur zusätzlichen Anleiheemissionen angesichts der attraktiven Refinanzierungskosten. Die EZB möchte mit ihrer Politik eine Erhöhung des Verschuldungsgrades des Privatsektors bedingen – letztlich führt ihre Politik aber nur zu einer Erhöhung der Staatsverschuldung!

4. „Deinen Stress möchte ich haben“ – Stresstest, Bankenregulierung und Kreditangebot

Nach den beunruhigenden Neuigkeiten um die portugiesische Banco Espirito Santo (BES) ist neben der Effizienz der Bankenregulierung auch die Aussagekraft des Stresstests breit diskutiert worden. Die Situation um die BES hat relativ wenig mit mangelnder Regulierung zu tun – sondern vielmehr mit einem finanziellen Engpass der Eigentümerfamilie. Trotzdem wird anhand der aktuellen Anforderungen an die europäischen Banken die Sinnhaftigkeit einiger Regulierungsschritte in Frage gestellt. Aktuell sind Wirtschaftsprüfungsgesellschaften mit dem AQR⁸ beschäftigt und nicht wenige Beobachter sprechen mehr von neuartigen Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen als von einer Maßnahme, welche die Nachhaltigkeit des Bankensystems stärkt.

Vor diesem Hintergrund mutet die Diskussion um den Stresstest etwas befremdlich an. Die EZB will die Ergebnisse des Bankenstresstests (128 Institute werden geprüft) in der zweiten Oktoberhälfte veröffentlichen, wobei den potenziellen Durchfallern im Anschluss zwei Wochen Zeit gegeben wird, ihre Kapitalausstattung dementsprechend zu stärken. Die Banken wiederum werden vorab über die

⁸ Asset Quality Review der EZB. Für masochistische Gemüter der Link zum Nachlesen:
<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/assetqualityreviewphase2manual201403en.pdf?e8cc41ce0e4ee40222cbe148574e4af7>.

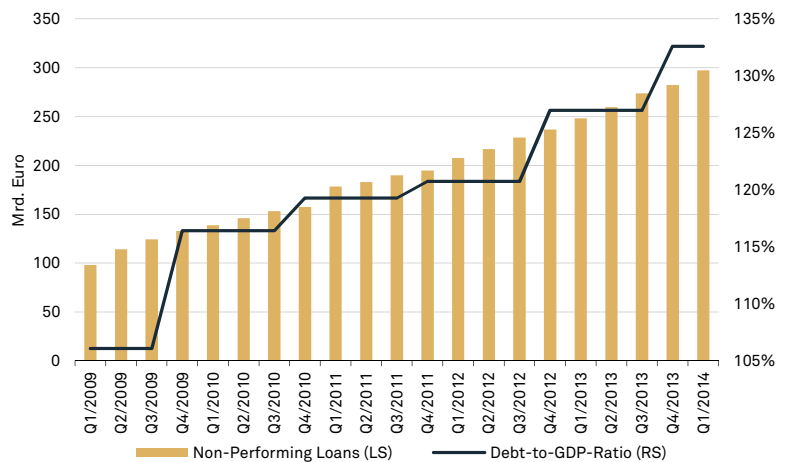


Ergebnisse informiert – auch um diese nochmal einem Prüfungsverfahren zu unterwerfen. Man kann nun durchaus die Effizienz des Stresstests in Frage stellen – unabhängig davon ist jedoch ziemlich offensichtlich, dass die zunehmende Regulierung dem Wunsch der EZB, das Kreditangebot zu erhöhen, ziemlich diametral entgegensteht. Banken, die ihre Kapitalbasis stärken müssen, werden nur schwerlich ihre Bilanzen verlängern – sondern angesichts steigender Risiko- und Eigenkapitalanforderungen genau das Gegenteil tun. Man könnte indes ja zu der Überzeugung kommen, dass Banken, die mit Problemkrediten behaftet sind und deren schwache Kapitalausstattung während der Krise offensichtlich geworden ist, ihre Kreditvergabe zurückfahren und ihre Bilanzen schrumpfen sollten. Das betrifft hauptsächlich Banken in den Peripherieländern. Die EZB versucht nun genau das Gegenteil – diesen Banken mit Hilfe von TLTROs eine günstige Refinanzierung zur Ausdehnung der Kreditvergabe zu verhelfen. Sie fördert folglich die Ausweitung der Geschäftstätigkeit von Banken, die in den letzten Jahren eine geringe Profitabilität aufgewiesen haben. Das ist so ziemlich das Gegenteil dessen, was bei einem funktionierenden Marktmechanismus zu erwarten wäre.

Irgendwie wird man das Gefühl nicht los, dass gut gemeint und gut gemacht auch bei der Bankenregulierung zwei sehr unterschiedliche Dinge sind. Die folgende Abbildung verdeutlicht das Dilemma. In Italien steigt nicht nur die Staatsverschuldung, sondern eben auch das Volumen notleidender Kredite im Bankensystem.

Italien: Debt-to-GDP-Ratio und Non-Performing Loans

Quelle: LBBW Research, Bloomberg



Das ist einerseits der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung geschuldet – andererseits muss man schon die Effizienz der Regulierungsbemühungen der letzten Jahre in Frage stellen. Der Druck auf die Banken, ihre Bilanzen in Ordnung zu bringen, wird durch immer neue Refinanzierungsprogramme konterkariert. Natürlich kann sich die EZB auf die Fahnen schreiben, dass sie durch ihr Eingreifen die Refinanzierungskosten der Peripherieländer und dadurch die Risikoaufschläge drastisch reduzieren und somit die Gefahr eines Auseinanderbrechens der Eurozone verhindern konnte. Ob sie allerdings das Finanzsystem stabiler gemacht hat, darf in Frage gestellt werden.



X-Asset View

Strategische Gedanken: Abkehr von der Politik des billigen Geldes in den USA

Fast schon poetische Worte findet die BIS in ihrem Jahresbericht für die aktuelle Situation: „The road ahead may be a long one. All the more reason, then, to start the journey sooner rather than later.“ Hierbei sind vor allem zwei Entwicklungen gemeint: Erstens, die Konsolidierung der Staatsbilanzen und zweitens, die fortschreitende Bilanzreparatur im Bankensektor. Die Kapitalmärkte haben diese Reise bereits vorweggenommen und die letzten zwei Jahre haben für (fast) alle Segmente des Kapitalmarktes den Charakter eines japanischen Kirschblütenfestes gehabt. 10-jährige Bundesanleihen rentieren auf Rekordtiefs, Credit-Spreads haben überwiegend ihr 2007er-Niveau und Aktienmärkte teilweise neue Allzeithochs erreicht. Implizite Volatilitäten in den USA und in Europa haben temporär die Marke von 10 % gestreichelt – ein Niveau, das für exogene Schocks keinen Raum lässt. Diese sehr eindrucksvolle Rallye hat sich bisher auch von geopolitischem Störfeuer nicht beirren lassen – weder die Entwicklungen im Nahen Osten noch die seit Monaten andauernde Krise in der Ukraine hat bisher nachhaltige Spuren hinterlassen. Vor allem Letzteres darf verwundern, da die ökonomischen Auswirkungen v. a. für Westeuropa bereits ausgiebig in allen Medien diskutiert werden. Wir sind bereits im letzten Newsletter darauf eingegangen, dass die Politik der Zentralbanken diesen Zustand in den letzten Jahren erst ausgelöst und danach wohlwollend flankiert hat. Und zumindest in Europa gibt es keinerlei Anzeichen, dass die Zentralbank von diesem Kurs abweichen könnte. In den USA wiederum gibt es erste Zeichen einer schleichenden Abkehr von der Politik der unendlichen Liquidität. Die Fed hat im Juni eine weitere Reduktion ihrer Asset-Käufe um 10 auf 35 Mrd. USD (US-Staatsanleihen von 25 auf 20 Mrd. USD und MBS von 20 auf 15 Mrd. USD) angekündigt. Das heißt nicht, dass dem Markt Liquidität entzogen wird, sondern einzig, dass die Wachstumsrate der Liquiditätsbereitstellung negativ ist. Die meisten Beobachter erwarten das Ende des Ankaufprogramms noch in diesem Jahr – was nichts daran ändert, dass es die Fed in den letzten Jahren zum größten Halter von US-Staatsanleihen und MBS-Papieren gebracht hat. Chapeau. Des Weiteren wird immer deutlicher, dass mit einem ersten Zinsschritt (nach oben, ja das gibt es noch!) in Mitte 2015 gerechnet werden kann.

Ein Großteil der Marktteilnehmer teilt die Einschätzung, dass die Rallye der letzten beiden Jahre maßgeblich durch die unterstützende Politik der Notenbanken befeuert wurde – und genau deshalb ist die wachsende Sorge nachvollziehbar, dass eine Abkehr von der Politik des billigen Geldes ein starker Belastungsfaktor vor allem für die Aktien- und Kreditmärkte darstellen könnte. Nun ist sich die Fed dessen völlig bewusst. Die Kunst einer Abkehr von der Politik des billigen Geldes liegt darin, dies sehr marktschonend umzusetzen und vor allem darin, die Belastungen für den Finanzsektor zu minimieren. Hierbei ist eine gewisse Antizipation dessen auf Seiten der Investoren unabdingbare Voraussetzung. Diese spiegelt sich beispielsweise in der Renditedifferenz zwischen US Treasuries und Deutschen Bundesanleihen wider. Während beide im 10-jährigen Bereich Anfang 2011 noch auf demselben Niveau (ca. 3,5 %) rentierten, handeln erstere aktuell bei einem Rendite-Spread von 130 bp (10Y TSY @ ~2,5 %, 10y Bunds @ ~1,2 %). Man muss nun nicht der größte Fan der US Notenbank sein, um anzuerkennen, dass es einen sehr entscheidenden Unterschied zwischen der Fed und der EZB gibt. Die Fed versucht immer „ahead of the curve“ zu sein und schafft es meist nicht. Die EZB hingegen versucht es erst gar nicht. Letztlich bleibt festzustellen, dass eine Adjustierung der geldpolitischen Ausrichtung in den USA natürlich auch Auswirkungen auf Europa hat. Vor allem langfristig betrachtet muss man davon ausgehen, dass die Renditedifferenz



zu einer stärkeren Reallokation in Richtung US Fixed Income-Märkte führen wird, was eben auch Druck auf die Renditen in Europa auslösen kann. Die Sichtweise, dass dies das Ende des inzwischen Jahrzehnte alten Renditerückgangs einleiten könnte, findet vor diesem Hintergrund aktuell immer mehr Anhänger. Angesichts der Verschuldungssituation der europäischen Staaten in Kombination mit den Problemen des Bankensektors halten wir diese Furcht für weitgehend unbegründet und sehen wenige Anzeichen, dass sich die Renditen in Europa nachhaltig nach oben bewegen, sondern vielmehr in einer Bandbreite zwischen 1 % und 2 % über einen langen Zeitraum verbleiben (siehe Japan). Ein Platzen der Rentenblase würde eine zur aktuellen diametrale ökonomische Entwicklung in Europa voraussetzen.

*Taktische Positionierung:
Geopolitische Risiken dominieren*

Die jüngsten Entwicklungen bei der portugiesischen Banco Espírito Santo haben sehr deutlich gemacht, dass – trotz der enormen Anstrengungen der letzten Jahre – der negative Übertragungsmechanismus zwischen dem Bankensektor und dem Staat weiterhin besteht. Die Angst vor einem potenziellen Bankrott der Bank hat sofort zu einer relativ starken Ausweitung portugiesischer Risikoprämien geführt. Die EZB kann durch ihre geldpolitischen Maßnahmen das Liquiditätsrisiko im Bankensystem reduzieren – das Solvenzrisiko hingegen kann sie weit weniger stark beeinflussen. Hier setzen die regulatorischen Maßnahmen an, die aktuell ihre Umsetzung finden. Allerdings führt auch diese Maßnahme zu negativen Effekten, da die zunehmenden regulatorischen Kosten die Ertragskraft europäischer Banken⁹ schwächen – und somit eben auch die Stabilität derselben in Krisenzeiten.

Das heißt eben auch, dass die Fähigkeit des europäischen Bankensystems, exogene Schocks zu absorbieren, relativ gering bleibt. Die Krise in der Ukraine hatte bisher kaum Auswirkungen auf die Realwirtschaft und das Bankensystem – bei zunehmender Dauer derselben werden diese Effekte aber spürbar. Ein potenzielles Risikoszenario liegt eben darin, dass die Krisenregion und Osteuropa ganz allgemein als Zukunftsmarkt nicht nur für Unternehmen, sondern auch für europäische Banken betrachtet wurden. Wie wir oben dargestellt haben, wäre eine zusätzliche Belastung durch weitere Kreditausfälle zumindest für einige Bankensysteme in Europa nur schwerlich zu stemmen.

Wir sind nach wie vor der Ansicht, dass die aktuellen Spread- und Volatilitätsniveaus diese Risiken nicht adäquat widerspiegeln. Die Aktien- und Kreditmärkte werden weiterhin unterstützt durch einen Mangel an Alternativen im aktuellen Niedrigzinsumfeld – und weniger durch eine bombastische realwirtschaftliche Entwicklung. Dieser Zustand stellt kein langfristiges Gleichgewicht dar, aber die EZB kann mit ihrer Politik die nötigen Anpassungen herauszögern. Vermeiden kann sie sie nicht.

Zusammenfassung

Auch wenn der oben genannte Mario von den Medien oftmals den Zusatz "Super Mario" erhält, kann es nur einen Super Mario geben und aus gegebenem Anlass lassen wir diesen hier abschließend zu Wort kommen. Auf Mario Basler gehen folgende Bonmots zurück, die der aktuellen Diskussion durchaus vorgegriffen haben: „Jede Seite hat zwei Medaillen“ – das kann man auch von der aktuellen Geldpolitik behaupten. Und „Ich bin wieder derjenige, der wo alles ausbaden muss“ – das kann man auch dem Super Mario-Plagiat in den Mund legen.

Wir melden uns nach der Sommerpause im September wieder und wünschen derweil eine schöne Zeit!

⁹ Nach einer Studie der KPMG (KPMG Financial Services, Auswirkungen regulatorischer Anforderungen, Dezember 2013) führen diese Kosten bei deutschen Kreditinstituten zu einer Reduktion der EK-Rendite um 2,4 % in den Jahren 2013-2015.



Forecast-Tabelle

- ++ = "It must be love" (Madness)
- + = "Ace of Spades" (Motörhead)
- o = "I Don't Care" (Ramones)
- = "This party sucks" (The Slickee Boys)
- = "Straight to Hell" (The Clash)

	3M	6M	9M	12M
Credit				
IG Cash	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	--	--	--	--

*Tele (2007). Definitiv nicht unsere präferierte Band. Aber bei diesem passenden Titel muss man auch mal musikalische Umwege gehen.



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