

18 SEP 2014

#15

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

Kein Plan*

>> *Ich hör' doch so gut zu,
doch ich finde keinen Sinn.
Ich fang' an mich zu fragen,
ob ich wohl blöde bin.<<*

KEIN PLAN*

Also ob man der EZB Planlosigkeit unterstellen kann, erscheint auf den ersten Blick despektierlich. Eher schon Hyperaktivität (Political ADHS). Allerdings hat jetzt auch Mario Draghi implizit zugegeben, dass die Möglichkeiten der EZB langsam zur Neige gehen und ohne die straffe Umsetzung von Strukturreformen in Kombination mit fiskalpolitischen Maßnahmen die Geldpolitik alleine nur wenig ausrichten kann. Die EZB wird trotzdem weiterhin alles tun, um ihren Teil beizutragen – bspw. der Ankauf von ABS Papieren. Wir stellen gar nicht in Frage, ob diese Idee einem Plan folgt. Wir denken nur, dass das möglicherweise langfristig gar kein so guter Plan ist. Es kristallisiert sich immer stärker heraus, dass die Wirkungen dieser Maßnahmen im Finanzsystem verpuffen und nur sehr begrenzte Effekte auf die Realwirtschaft haben. Wir möchten nicht immer denselben Mythos bedienen – aber man kommt nicht umher, die zunehmende Gefahr spekulativer Blasen zu erkennen, weshalb wir einen kurzen Abstecher zur Dragon-King-Theorie (ja, heißt wirklich so) machen. Wir kommen mal wieder zu dem Schluss, dass es ein ganz guter Plan ist, sich Gedanken über Absicherungsstrategien zu machen. Das werden auch wir in diesem Newsletter abschließend versuchen.

„Whatever it takes... it will be enough“¹

Diese Worte von Mario Draghi werden auch über seine Amtszeit hinaus einen festen Platz in der Geschichte der EZB finden. Die EZB hat seitdem eine Reihe unkonventioneller Maßnahmen umgesetzt (direkte Staatsanleihenkäufe, an die Kreditvergabe gebundene Liquiditätsversorgung) und nun offiziell den Kauf von ABS-Strukturen angekündigt. Draghi hat auf der Pressekonferenz im Anschluss an das September-EZB-Treffen explizit ausgeführt, dass neben bestehenden auch neue ABS über das gesamte Spektrum (inkl. RMBS) gekauft werden sollen. Auch die Hoffnung der EZB hinter dieser Maßnahme wurde kommuniziert: Es soll die Kreditvergabe (an Unternehmen und private Haushalte) in der Eurozone unterstützen.

Die Grundannahme der EZB ist, dass durch die Wiederbelebung des ABS-Marktes einerseits ein zusätzliches Refinanzierungsvehikel für die Realwirtschaft entsteht und sich der Risikotransfer zwischen Banken und Nicht-Banken effizienter gestaltet. Letztlich machen ABS etwa 15 % des bei der EZB hinterlegten Collaterals aus – die EZB sichert also ihre eigene Bilanz mit dieser Maßnahme². Dies kann in der Theorie durchaus so sein – allerdings hängt dies von mehreren Faktoren ab: davon, wie die Käufe umgesetzt werden, wie sich die Refinanzierungsstruktur der realwirtschaftlichen Nachfrageseite gestaltet und welche anderen Maßnahmen von Seiten der Zentralbank umgesetzt werden. Im Folgenden eine Bewertung der Maßnahmen (soweit bekannt – die EZB wird erst am 2. Oktober mehr Details zur Umsetzung veröffentlichen) anhand dieser Kriterien:

¹ „Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the Euro. And believe me, it will be enough.“ Rede von Mario Draghi auf der Global Investment Conference in London, 26. Juli 2012. Der Satz, der positivistisch betrachtet den Wendepunkt in der Eurokrise markiert.

² Diese und die folgenden Zahlen haben wir diesem sehr empfehlenswerten Research entnommen: „European ABS Spotlight – ECB ABS purchases: Not about size“, Credit Suisse Fixed Income Research, 10. September 2014.



- › *Wie werden die Käufe umgesetzt?*

Die Tatsache, dass die EZB plant, neben neuen auch bestehende ABS-Strukturen direkt von Investoren zu kaufen, macht dahingehend Sinn, dass mit diesen Maßnahmen auch die Funktionsfähigkeit des ABS-Marktes gestärkt werden soll. Dies wird als Voraussetzung dafür gesehen, dass in Zukunft ABS wieder eine größere Bedeutung als Refinanzierungsinstrument zukommt. Bezüglich der zusätzlichen Kreditversorgung wird das Aufkaufen bestehender Strukturen allerdings wenig beitragen – hier kann nur der Ankauf neuer Strukturen einen Beitrag leisten. Die Idee ist eben, dass Banken neue Kredite an die Realwirtschaft vergeben, weil sie diese als ABS verpacken und an die EZB verkaufen können – also Kredite vergeben, ohne ihre eigene Bilanz aufblähen zu müssen. Die EZB hat vor, Mezzanine- und Senior-Tranchen zu kaufen, während der größte Teil des Ausfallrisikos – welches in Junior-Tranchen verbrieft ist – bei den Investoren oder Banken verbleiben wird.
- › *Aktuelle Refinanzierungsstruktur in Europa*

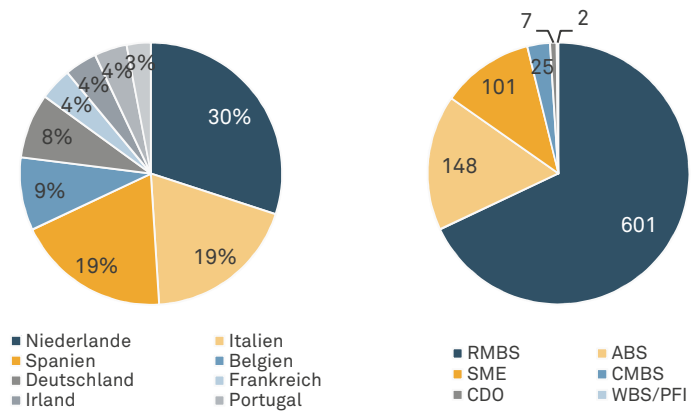
Es ist nicht verwunderlich, dass die EZB voller Neid zu der Fed blickt, die mit ihren Ankaufprogrammen (Staatsanleihen, CMBS) die Immobilien- und Wirtschaftskrise scheinbar erfolgreich bekämpft hat. Es besteht jedoch ein signifikanter Unterschied zwischen den Volkswirtschaften in den USA und in der Eurozone: nämlich die Heterogenität derselben. Das Problem besteht darin, dass die Volkswirtschaften in Europa stark divergieren, was die makroökonomischen Kennzahlen anbelangt. Die EZB muss ihre Maßnahmen europaweit anbieten, da ansonsten nationale Gerichte gegen die Legitimität derselben klagen werden. Das heißt, sie nimmt bewusst in Kauf, dass die gewünschte Ankurbelung eines Immobilienmarktes (Spanien, Portugal et al.) die Preisentwicklung auf anderen (Niederlande, Deutschland) in ungesunde Regionen auslösen kann. Eine weitere Ursache für die rückläufige Kreditvergabe wird diese Maßnahme auch nicht lösen können: Wie im letzten Newsletter (Mario, Juli 2014) ausführlich diskutiert, gibt es viele Indizien dafür, dass wir es in Europa mit einer Bilanzrezession zu tun haben. Die Kreditnachfrage geht zurück, da sich die Wirtschaftssubjekte entschulden wollen und deshalb müssen Maßnahmen, die auf eine Erhöhung des Kreditangebots abzielen, ins Leere laufen. Diese Gefahr besteht insbesondere deshalb, da auch Pfandbriefe unter das Ankaufprogramm fallen – diese stellen v. a. in Deutschland das wichtigste Instrument zur Verbriefung von Immobilienkrediten dar.
- › *Korrespondierende Maßnahmen der EZB*

Es liegen noch keine offiziellen Zahlen zur Größe des Ankaufprogramms vor – im Markt kursieren allerdings Gerüchte, dass es im Bereich von EUR 500 Mrd. liegen könnte. Insgesamt liegt das Volumen des europäischen ABS-Marktes zum Ende des 1. Quartals 2014 bei EUR 883 Mrd., wobei RMBS hierbei mit EUR 601 Mrd. klar das Gros stellen. Geographisch dominieren die Niederlande (30 %), Italien und Spanien (mit jeweils 19 %).



Größe und Struktur des europäischen ABS-Marktes (Volumenangaben in Mrd. EUR):

Quelle: Credit Suisse, AFME



Gerade SME-ABS (also Kreditverbriefungen an kleine und mittlere Unternehmen) stehen hier im Fokus der EZB, da sie hofft, hierüber die Kreditvergabe an gerade diese Unternehmen zu erhöhen. Im Gegensatz zum deutschen Mittelstand geht es diesem in den Peripherieländern nicht besonders gut, was sich eben auch in hohen Refinanzierungskosten niederschlägt. Insgesamt beläuft sich das Volumen von SME-ABS auf EUR 101 Mrd. – allerdings sind hiervon ca. 85 % „retained“. Das bedeutet, ca. EUR 85 Mrd. SME-ABS wurden von den Banken strukturiert, um sie dann direkt bei der EZB einzuliefern, sie wurden also nie an Investoren verkauft. Das sind nur ca. EUR 15 Mrd. – also ein sehr geringes Volumen, dessen Aufkauf durch die EZB wenig realwirtschaftlich Dramatisches auslösen wird. Vor allem, da diese „retained“ SME-ABS ja bereits von der EZB als Collateral gehalten werden und die bilanziellen Entlastungseffekte der Bankbilanzen ja bereits wirksam sind. Diese Maßnahme wird also vor allem drastische Preiseffekte auf diesen Strukturen auslösen – sehr viel mehr zur Freude der Investoren, die gerade diese Papiere halten, als zur Freude der Realwirtschaft. Da auch im RMBS-Segment „retained“ ABS dominieren (63 %), wird die EZB unmöglich in der Lage sein, das gesamte Aufkaufvolumen (Annahme: EUR 500 Mrd.) alleine in bestehenden Strukturen unterzubringen – sie muss also auch in neue ABS investieren. Das bedeutet nun wiederum, dass Banken diese auch strukturieren und emittieren müssen. Genau hier liegt die Krux korrespondierender Maßnahmen der EZB: Aufgrund der Tatsache, dass sie ebenfalls TLTROs (an die Kreditvergabe gekoppelte Liquiditätsvergabe an die Banken) zur Verfügung stellt, die nach der letzten Zinssenkung auf 0,05 % extrem günstige Refinanzierungsbedingungen für Banken darstellen, konkurrieren ABS-Aufkäufe mit TLTROs – und unserer Meinung nach werden sie für viele Banken die weniger attraktive Alternative darstellen. Die EZB mag also ein gewisses Volumen für einen Aufkauf von neuen ABS in Aussicht stellen – das heißt aber noch nicht, dass diese deshalb auch verkauft werden, weil es sie möglicherweise nur in sehr viel geringerem Umfang geben wird.

Aber wie bei so vielen Maßnahmen der EZB in den letzten Jahren, wird man sich für die Erstrundeneffekte feiern lassen können. Die erste Reaktion des ABS Marktes auf die Ankündigung der EZB war eine stark ausgeprägte Einengung vor allem in Peripherie-Senior-RMBS – laut Credit Suisse bis zu 40 bp. Einige spezifische Strukturen (v. a. auch im Mezzanine-/Junior-Bereich) haben sich hierbei noch sehr viel stärker eingengt. Vielleicht muss man die Ankündigung ja auch genau so verstehen – es geht der EZB letztlich gar nicht darum, das Ankaufprogramm wirklich voll umzusetzen. Sie versucht vielmehr, den „Erfolg“ bei der Ankündigung des Staatsanleihenkaufprogramms in 2012 zu wiederholen. Allein die Ankündigung hat damals



gereicht, um die Refinanzierungskosten der Peripherieländer auf historische Tiefststände zu drücken – ohne wirklich besonders aktiv geworden zu sein.

„Whatever we did... it was not enough“³

Die folgende Tabelle verdeutlicht das ganze Dilemma, in dem die EZB steckt: die extrem heterogene wirtschaftliche Entwicklung innerhalb der Eurozone. Egal, was die EZB tut – sie kann niemals eine für alle Mitgliedsländer optimale Politik umsetzen. Das ist natürlich dem Prinzip der Währungsunion geschuldet und war auch immer schon so. Nur wird diese Ineffizienz geldpolitischer Maßnahmen umso größer, je heterogener sich die ökonomische Situation zwischen den Mitgliedsländern entwickelt. Konvergenz ist und bleibt die zentrale Voraussetzung für eine effiziente Geldpolitik der EZB.

Schweinsbraten mit Gnocchi und Tsatsiki

Quelle: Eurostat, Bloomberg

	ES	IT	GR	DE	FR	AR
AL-Quote (Q2 2014)	24,7 %	12,5 %	27,1 %	5,0 %	10,2 %	7,5 %
BIP yoy (Q4 2013)	-1,2 %	-1,9 %	-3,9%**	0,4 %	0,2 %	1,4 %
Staatsverschuldung in % des BIP (Q4 2013)	93,9 %	132,6 %	175,1 %	78,4 %	94,7 %	64,4 %
Inflationsrate	1,5 %	1,3 %	-0,9 %	1,6 %	1,0 %	1,0 %

**vorläufige Angabe

Nun bestimmen zwei Dimensionen der Konvergenz die Maßnahmen der EZB: die der Kapitalmärkte und die der Realwirtschaften. Erstere kann direkt durch die EZB beeinflusst werden und hier kann man ihr durchaus „Erfolg“ unterstellen. Die Renditedifferenzen zwischen Peripherie- und Kernländern haben sich weitgehend aufgelöst. Betrachtet man beispielsweise die Spread-Differenz bei 5-jährigen Credit Default Swaps auf Portugal und Deutschland, belief sich diese in der Spitze auf 1.500 bp – also 15 % (Februar 2012). Aktuell liegen wir bei 130 bp. Auf Basis der Renditen wird deutlich, wie stark hier die Politik der EZB wirkt: Die Refinanzierungskosten in den Peripherieländern liegen auf Rekordtiefs! Es war also noch nie so günstig für diese Länder, Kapital am Markt aufzunehmen. Das geht normalerweise einher mit einer starken ökonomischen Entwicklung – die zweite Dimension von Konvergenz. Und eben die ist nicht gegeben, wie man aus der obigen Tabelle ablesen kann. In den meisten ökonomischen Kennzahlen liegt die Peripherie sogar hinter dem gerade ausgefallenen Argentinien. Dieses hat allerdings neben vielen anderen Bürden das Problem, eben keine starken Partner in einer Währungsunion zu haben.

Nun ergibt sich hieraus eine fatale Situation für die EZB. Das Fehlen ökonomischer Konvergenz kombiniert mit einer extrem aggressiven Zentralbankpolitik – wir erinnern hier an das Problem impliziter Garantien – führt zu einer Konvergenz der Kapitalmärkte. In anderen Worten: zu einer massiven Fehlallokation an Kapital.

Das erkennt natürlich auch die EZB und mahnt deshalb ja gerade die Peripherieländer an, notwendige Strukturereformen schnell umzusetzen, damit zumindest die Grundlage für positive Wachstumsimpulse gelegt wird. Sie unterminiert allerdings den Druck zur Umsetzung durch Reformen, da sie ja für so viel Liquidität sorgt, dass auf den ersten Blick die Krise als überwunden gilt und ebenso die rigide Sparpolitik in Europa in Frage gestellt wird. Natürlich ist es einfacher, fiskalische Impulse durch eine Erhöhung der Staatsausgaben zu setzen – gerade in den Ländern, in denen der innenpolitische Druck wächst (Frankreich, Italien). Und natürlich wird mit den positiven Effekten von Steuersenkungen und Lohnerhöhungen spekuliert.

³ Hoffentlich kein offizielles Statement der EZB in ein paar Jahren.



Die griechische Regierung kündigt ebensolche nach dem Auslaufen des Rettungsprogramms Ende des Jahres an. Eine ziemlich sportliche Aussage angesichts einer Arbeitslosenquote von 27 %. Genau hier liegt die Krux in den Rettungsmaßnahmen. Niedrige Inflationsraten und hohe Arbeitslosigkeit in der Peripherie, wobei es andersrum doch so schön wäre. Genau das bringt uns zu den 1970er Jahren zurück, in denen der in der Phillips-Kurve beschriebene Zusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit so sehnlich herbeigewünscht wurde (damals herrschte Stagflation), weshalb wir die Schlussfolgerungen dieser Mechanik im folgenden Exkurs erläutern wollen.

Exkurs:
**Gilt die Phillips-Kurve
in einer Währungsunion?**

„Lieber 5 % Inflation als 5 % Arbeitslose“⁴ – das ist in der aktuellen Situation sicher auch ein hehrer Wunsch in einigen Ländern Europas und bringt uns zu der Frage, ob sich Arbeitslosigkeit auf Kosten inflationärer Tendenzen bekämpfen lässt. Der ursprüngliche Zusammenhang wurde durch den englischen Statistiker A.W.H. Phillips bekannt und in der Phillips-Kurve dargestellt. Ursprünglich wurde allerdings einzig ein empirischer Zusammenhang zwischen der Änderung der Nominallöhne und der Arbeitslosigkeit festgestellt – ohne dies durch ein ökonomisches Modell zu erklären. Es wird einzig sehr vereinfacht davon ausgegangen, dass in Zeiten der Vollbeschäftigung Arbeitnehmer leichter Lohnerhöhungen durchsetzen können. Ein ökonomischer Unterbau folgte in der 1960er Jahren⁵ und beschreibt einen dauerhaften „Trade-Off“ zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation. Trotz Kritik aus allen Lagern der Ökonomie (von Seiten der Keynesianer wie auch der Monetaristen) hielt sich in der Politik lange der Glaube, frei wählen zu können zwischen dem Grad der Unterbeschäftigung und der Höhe der Inflation – bis in den 1970er Jahren das Phänomen der Stagflation – also eine hohe Arbeitslosigkeit einhergehend mit hohen Inflationsraten – aufgetreten ist.

Trotzdem werden aktuell wieder Stimmen laut, die letztlich diesem Zusammenhang in leicht modifizierter Form Glauben schenken. Agiert eine Zentralbank sehr expansiv, wird sie dadurch einerseits inflationfördernde Tendenzen verstärken und andererseits durch niedrige Zinsen ökonomische Wachstumsimpulse auslösen – inflationäre Tendenzen gehen also mit einem Rückgang der Arbeitslosigkeit einher. In der Theorie ist das nur deshalb der Fall, da die Arbeitnehmer vorerst bei gleichbleibenden Nominallöhnen die höhere Teuerungsrate nicht berücksichtigen und deshalb die Arbeitgeber mit niedrigeren Reallöhnen rechnen können, was zu mehr Beschäftigung führt. Allerdings werden mittelfristig die Arbeitnehmer den Rückgang der Reallöhne wahrnehmen und ihre Nominallohnforderungen anpassen – was den Rückgang der Arbeitslosigkeit kompensiert und am Ende nur eine höhere Inflationsrate übrig bleibt.

In der aktuellen Situation ist in Europa dieser Effekt nicht einmal kurzfristig zu spüren. Die extrem expansive Geldpolitik der EZB hat weder inflationäre Tendenzen in der Realwirtschaft noch positive Beschäftigungseffekte ausgelöst. Ihre Wirkung bleibt nach wie vor auf die Finanzmärkte beschränkt – und hier kommt es eben auch zu den inflationären Effekten (Vermögenswertinflation). An dieser Stelle stimmen wir völlig überein mit der Meinung der EZB: Mario Draghi hat in der September-Sitzung selbst die Grenzen der Geldpolitik aufgezeigt – sie ist derzeit nicht in der Lage, positive Wachstums- und Beschäftigungseffekte auszulösen. Der in der Phillips-Kurve beschriebene Zusammenhang ist aktuell weder empirisch noch theoretisch nachweisbar und er wäre es auch dann nicht, falls die Migration von Arbeit innerhalb der Eurozone völlig barrierefrei möglich wäre und die Arbeit-

⁴ Frei nach Helmut Schmidt.

⁵ Paul A. Samuelson und Robert M. Solow. (1960): „Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy“, American Economic Review, 50(2), S. 177-194.



nehmer diese Möglichkeit auch annehmen würden. Die aktuelle Situation in Europa ist deshalb so fatal, da es kein einfaches Lösungskonzept gibt. Jegliche wirtschaftspolitische Maßnahme kann nur kurzfristige Effekte auslösen, während die notwendigen Reformen (falls sie denn umgesetzt werden) erst in der langen Frist ihre Wirkung entfalten. Genau deshalb ist es so gefährlich, dass überall das Ende der Krise ausgerufen wird, nur weil kurzfristige positive Effekte – die aber temporär stark begrenzt sind – auftreten. Die Peripherieländer können sich aktuell nur deshalb so billig refinanzieren, da die Investoren von der EU die implizite Garantie haben, dass es zu keinen Zahlungsausfällen kommen wird und eben nicht deshalb, da die wirtschaftliche Stärke dieser Länder so niedrige Renditen rechtfertigen würde. Und genau aus diesem Grund muss man eben auch etwaige langfristige positive Effekte der von der EZB initiierten Maßnahmen in Frage stellen. Vielmehr beteiligt sie sich an der Vergabe impliziter Garantien und andererseits reduziert sie den Anreiz zur Umsetzung von Strukturreformen.

Drachenkönige gegen schwarze Schwäne

Die Maßnahmen aller westlichen Zentralbanken als Reaktion auf die Krisen der letzten Jahre wurden mehrheitlich gerechtfertigt mit Hilfe der Argumentation, dass es sich um extraordinary Situationen handelt – im Sinne eines Taleb'schen schwarzen Schwans⁶. Nassim Taleb ist mit genau dieser Metapher zu einiger Berühmtheit gelangt, wobei er genau zum Ausbruch der Subprime-Krise die Idee veröffentlichte, dass ein „Black Swan“ ein Ereignis darstellt, das extrem unwahrscheinlich ist, hierbei völlig überraschend eintritt und sich ex post sehr plausibel erklären lässt. Hierbei folgert Taleb, dass diese Ereignisse nicht vorhersehbar sind und dass gerade die Finanzmärkte sehr verwundbar gegenüber „Schwarzen Schwänen“ sind. Das lässt sich ganz einfach dadurch erklären, dass in den gängigen Risikomodellen diese Phänomene keinen Eingang finden und deshalb vom Markt nicht eingepreist werden können. Folgt sie Talebs Argumentation, kann sich eine Zentralbank bei dem Eintritt eines solchen Ereignisses immer auf den Standpunkt stellen, dass hier außerordentliche Maßnahmen gerechtfertigt sind, da es sich ja um unvorhersehbare Ereignisse handelt. Die Zentralbank muss quasi als „Lender of last Resort“ agieren.

Genau diese Unvorhersehbarkeit von solchen Ereignissen darf man aber durchaus in Frage stellen. Verwendet man bei der Risikoanalyse historische Daten, kann letztlich jedes Ereignis rein empirisch beim ersten Auftreten als „Schwarzer Schwan“ bezeichnet werden. Genau deshalb muss man sich die Frage stellen, ob es nicht doch Ursachen gibt, die solche Ereignisse entstehen lassen oder wahrscheinlicher machen. Während Taleb von nicht beeinflussbaren Ereignissen spricht, kann man durchaus die Meinung vertreten, dass die Eintrittswahrscheinlichkeit solcher Ereignisse sehr wohl beeinflusst werden kann.

Genau diese These wird beispielsweise von Didier Sornette vertreten, dem Gründer des Financial Crisis Observatory der ETH Zürich⁷. Da sich humoristische Bezeichnungen für Krisenmodelle durchzusetzen scheinen, nennt Sornette seine Theorie „Dragon Kings“ (DKs). DKs bezeichnen ebenfalls sehr seltene Ereignisse, denen im Gegensatz zu Talebs Schwänen spezifische Mechanismen unterliegen, die sie deshalb auch prognostizierbar machen. Hierbei bestehen gewisse Abhängigkeiten zwischen Ereignissen, die dazu führen, dass ein bestimmter Verlust einen anderen Verlust nach sich zieht usw. Hier wird der Zusammenhang zu klassischen Krisenmodellen⁸ deutlich, die

⁶ Taleb, Nassim Nicholas (2007): The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable, Random House.

⁷ <http://www.er.ethz.ch/fco/index>.

⁸ Von Dornbusch (Overshooting-Modell, 1976) über Krugman (1. Generation, 1979) bis hin zu Obstfeld (2. Generation, 1986).



letztlich auch mit Hilfe von Ansteckungsmechanismen argumentieren. Sornette zeigt nun auf, dass genau diesen Mechanismen in klassischen Risikomodellen keine Rechnung getragen wird. Die DK-Theorie beschreibt einen langsamen Prozess hin zu einer Blase bzw. Instabilität, die irgendwann mal platzen muss. Er vergleicht diesen Prozess mit dem Erhitzen von Wasser, das im Siedepunkt instabil wird. Und genau hier liegt der Unterschied zu der Theorie unerwarteter exogener Schocks, denn ein DK ist ein vorhersehbarer Prozess, der eben auch gewisse beobachtbare Merkmale aufweist – allerdings nicht durch Standard-Risikomodelle erfasst wird. Es gibt hingegen viele Warnsignale, die in der DK-Theorie vorhergesagt werden können. Ein explizit genanntes Beispiel stellt sogenanntes „super-exponentielles“ Wachstum dar – also eine starke Steigerung der Wachstumsrate bspw. bezüglich einzelner Anlagesegmente innerhalb des Finanzmarktes. Dieses Wachstum kann in dieser Form nicht nachhaltig sein – es muss zu einer Umkehr kommen, was eben einem starken Wertverfall von Finanzaktiva entspricht. Ein weiteres Beispiel – und hier schließt sich der Kreis zu unserer oben ausgeführten Kritik an der EZB – stellt der Prozess eines ausgeprägten „Quantitative Easing“ dar, also einer stark expansiven Geldpolitik. Genau in solchen Phasen kommt es eben zu charakteristischen Entwicklungen, die innerhalb der DK-Theorie beschrieben werden.

Man kann nun über die Konsistenz dieser Theorie mit anderen theoretischen Erkenntnissen aus den Wirtschaftswissenschaften (z. B. rationale Erwartungen) streiten – ein entscheidender Punkt wird allerdings hier sehr explizit herausgearbeitet und genau diesen halten wir für eminent wichtig bei der Beurteilung der aktuellen Lage. Und zwar die Tatsache, dass wir durchaus Anzeichen von exzessiven Prozessen in den Kapitalmärkten sehen können und demnach die nächste Krise kein überraschendes „once in a lifetime“-Ereignis sein wird – sondern vielmehr ein durch die aktuelle Krisenpolitik verursachtes und damit auch prognostizierbares Ereignis. Die von der Politik oftmals als Indikatoren für einen Erfolg der Krisenmaßnahmen propagierten Entwicklungen (z. B. historisch niedrige Refinanzierungskosten für europäische Peripherieländer) können vielmehr als Indikatoren verstanden werden, dass die Eintrittswahrscheinlichkeit der nächsten Krise gestiegen ist – also exakt das Gegenteil dessen, wie die EZB diese Situation interpretiert.

X-Asset View

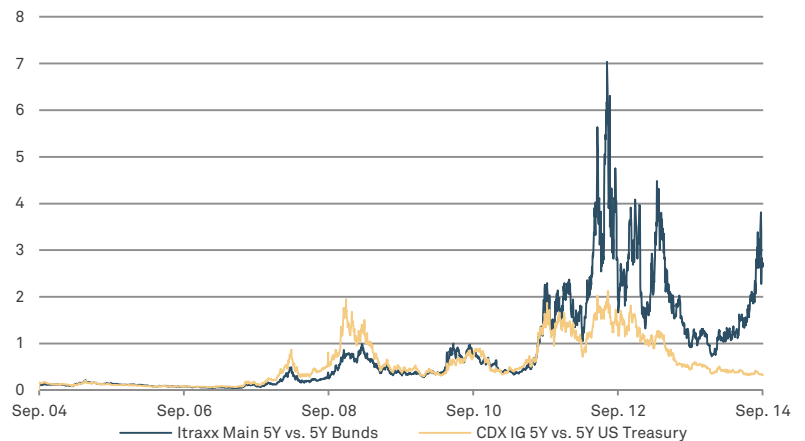
Relative Attraktivität von Kreditrisiken korreliert stark mit geldpolitischen Maßnahmen

Die oben beschriebenen Wirkungen der expansiven Maßnahmen der Zentralbanken hingegen beeinflussen vor allem die relativen Preise an den Finanzmärkten. Der nach wie vor anhaltenden „Run“ auf risikante Asset-Klassen lässt sich hierbei sehr einfach erklären – sie sind nämlich aktuell immer noch „relativ“ attraktiv. In der folgenden Abbildung haben wir das Verhältnis von Risikoaufschlägen zur Rendite von Staatsanleihen im 5-jährigen Laufzeitbereich aufgezeigt – jeweils für Europa (iTraxx Main vs. Deutsche Bundesanleihen) und die USA (CDX vs. US Treasuries). Das Spread-Yield-Ratio (Spread in bp / Yield in bp) kann dahingehend interpretiert werden, dass es aussagt, wie attraktiv Kreditrisiko relativ zu sicheren Anleihen ist – welcher prozentuale Mehrertrag bei der Übernahme von Kreditrisiko in klassischen Safe-Haven-Portfolien zu erzielen ist.



Spread-Yield-Ratio⁹ iTraxx Main 5Y vs. 5Y Bunds und CDX IG 5Y vs. 5Y US Treasuries

Quelle: Bloomberg



In Europa – wo die expansiven Maßnahmen der EZB aktuell ihren Zenit erreichen, haben die Zinssenkungen der letzten Jahre in Kombination mit der Bereitstellung von exzessiver Liquidität dazu geführt, dass alle Asset-Klassen extrem davon profitiert haben. Vergleicht man jedoch den Mehrertrag von Kreditrisiken gegenüber Bundesanleihen, befinden wir uns aktuell nach wie vor in einer Situation, in der Kreditrisiken attraktiv bewertet zu sein scheinen. Das Spread-Yield-Ratio liegt in Europa aktuell bei über 2 – d. h. der Spread-Aufschlag ist mehr als zweimal so hoch als die zugrundeliegende Rendite von Staatsanleihen. Das entspricht den Niveaus der Eurokrise (2012) und liegt weit über den Levels von 2004 bis 2010.

In den USA wurde das Renditetief bereits durchschritten und die Fed sendet seit Monaten das Signal an die Investoren, dass die Zeit des billigen Geldes bald vorbei sein wird. Hier haben sich die Kreditrisikoaufschläge zwar bereits von ihren Tiefs entfernt, allerdings sind auch die Staatsanleihenrenditen (im Gegensatz zu Europa) relativ dramatisch angestiegen. Das Spread-Yield-Ratio in den USA liegt deshalb bereits auf Vorkrisenniveau bei ca. 0,3 und weit weg von seinen Hochs bei über 2 in 2012. Credit-Investments sind folglich in den USA relativ unattraktiver als in Europa.

Die Tatsache, dass Credit Spreads vor allem in Europa nach wie vor auf extrem niedrigen Niveaus handeln, lässt sich eben durch ihre relative Attraktivität begründen – während bei vielen Emittenten eine fundamentale Rechtfertigung hierfür nur schwerlich zu finden ist. Sobald die Zentralbanken in einen Zinserhöhungszyklus einsteigen, werden die Kreditmärkte von zwei Seiten belastet: erstens durch ein sich durch die höheren Zinsen verschlechterndes makroökonomisches Umfeld, zweitens durch eine sinkende relative Attraktivität gegenüber Staatsanleihen.

Gerade die Tatsache, dass v. a. die Kreditmärkte aktuell sehr stark durch die Markttechnik (und weniger durch die realwirtschaftliche Entwicklung) gestützt werden, macht sie anfällig für exogene Schocks. Angesichts der bereits weitgehend ausgeschöpften Maßnahmen der Zentralbanken könnte diese nämlich bei einem Auftreten von Schocks nicht mehr weiter technisch unterstützt werden – die Zentralbanken haben ihr Pulver quasi weitgehend verschossen.

Technische Einflüsse auf den Kreditmarkt: Neue CDS-Definitionen

Die Spread-Volatilität auf Indexebene ist in den Kreditmärkten in den letzten Monaten spürbar zurückgegangen. Der Fokus in der ersten Jahreshälfte lag noch auf dem prall gefüllten Primärmarkt, während die Liquidität im Sekundärmarkt bereits stark rückläufig war. In den letzten Wochen hat die Märkte (neben geopolitischen Entwicklungen)

⁹ = Spread in bp / Yield in bp



allerdings ein völlig anderes Thema in seinen Bann gezogen: die Einführung eines überarbeiteten Rahmenwerks für Kreditderivate, die sogenannten 2014 ISDA Credit Derivatives Definitions¹⁰. Angesichts vieler regulatorischer Änderungen in den Märkten (v. a. den Finanzsektor betreffend) sowie einiger Situationen, in denen der Versicherungscharakter von Kreditderivaten teilweise versagt hat, hat die ISDA hier einen weiteren Schritt zur Verbesserung der Absicherungsqualität von CDS-Kontrakten getan. Hierbei kommt es zumindest teilweise durchaus zu relativ drastischen Anpassungen, die eben auch starke Auswirkungen auf die Versicherungsprämien (sprich den CDS-Spreads) selbst haben werden. Angesichts des starken Einflusses auf die Werthaltigkeit einiger bestehender Positionen werden diese von dem globalen Änderungsprotokoll ausgenommen. Hier konnte sich das ISDA-Komitee nicht rechtzeitig einigen, so dass es nun sogar zu einem Verzug des zum 22. September 2014 angesetzten Rolls kommt, der nun auf den 6. Oktober terminiert wurde. Ein sehr ungewöhnliches Vorgehen, das es bisher bei der ISDA in dieser Form noch nicht gegeben hat. Genau diese Entwicklungen haben dazu geführt, dass die Handelsaktivität im CDS-Markt stark zurückgegangen ist. Das wiederum hat zu einem starken Anstieg der Spread-Volatilität bei einigen Einzelnamen geführt (wiederum v. a. bei Financials und im Distressed-Debt-Segment). Bei den aktuellen Spread-Niveaus – die eben keine große Abweichung von einem „Alles wird gut“-Szenario“ erlauben – nimmt die Bedeutung technischer Entwicklungen zu. Das war beispielsweise auch 2005 bis 2007 der Fall, als die Nachfrage nach synthetischen Spread-Produkten (v.a. CDOs) dazu geführt hat, dass sich die Spread-Niveaus immer mehr eingengt haben, obwohl man ziemlich vergeblich nach fundamentalen Gründen dafür gesucht hat. Die Tatsache, dass gerade die Märkte für Kreditrisiken sehr stark von den aktuellen und anstehenden regulatorischen Änderungen beeinflusst werden (EMIR, Solvency II, Basel III), macht sie eben auch anfälliger für Impulse von dieser Seite. Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass sich die Spread-Volatilitäten aktuell in einem zyklischen Tief befinden und man mittelfristig mit einer Zunahme derselben rechnen sollte.

Wo ist der Hedge?

Was dem geneigten Leser sicher nicht entgangen ist: Wir präferieren die Dragon-King-Theorie ganz klar gegenüber den Schwarzen Schwänen. Es gibt aktuell einige Entwicklungen, die wir eben nicht als Symptome erfolgreicher Krisenbekämpfungsmaßnahmen verstehen, sondern vielmehr als Indiz für wachsende Ungleichgewichte. Diese bestehen auf makroökonomischer Ebene (u. a. Leistungsbilanzdefizite), zwischen der Realwirtschaft und den Finanzmärkten (bspw. sichtbar in den extrem unterschiedlichen Wachstumsraten derselben) und innerhalb der Finanzmärkte (bspw. negative Nominalrenditen in kurzfristigen Safe-Havens). Vor diesem Hintergrund liegt es nahe, sich Gedanken über mögliche Absicherungsstrategien zu machen. Wir wollen hierbei chronologisch den Themen dieses Newsletters folgen:

- › Was kauft die Zentralbank eigentlich nicht? „Never fight the Fed“ – das gilt auch bei der EZB. Natürlich kann man argumentieren, dass die Spread-Aufschläge in der europäischen Peripherie in keinster Weise das fundamentale Risiko abbilden – sie profitieren aber (notfalls) direkt von den Krisenmaßnahmen der EZB und natürlich immer noch vom europäischen Short-Selling-Ban auf Staaten-CDS. Es stellt sich also die Frage, welche Asset-Klassen mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht auf die Einkaufsliste der EZB geraten. Das sind natürlich in erster Linie Aktien und Unternehmens-

¹⁰ Wir haben hierzu eine etwas ausführlichere Beschreibung der Modifikationen und deren potenzielle Effekte auf unserer Homepage veröffentlicht: http://www.xaia.com/uploads/media/ISDA_Sept2014_02.pdf.



- anleihen. Wobei wir hier erwarten, dass die Volatilitäten in beiden Segmenten einen gewissen vorlaufenden Charakter haben werden und deshalb Long-Vola-Strategien als erstes profitieren sollten.
- › Ein Blick über den Atlantik genügt, um die enge Korrelation zwischen Staatsanleihenrenditen und risikobehafteten Assets zu sehen. Jeglicher spürbarer Renditeanstieg reduziert die relative Attraktivität riskanter Asset-Klassen (v. a. bei einem Anstieg der Volatilitäten). Kreditportfolien können beispielsweise durch zusätzliche Zins-Hedges nicht nur direkt gegen das Zinsdelta abgesichert werden, sondern diese Strategie kann auch gegen die negativen Effekte von Spread-Ausweitungen eingesetzt werden.
 - › Allseits beliebt bleiben Absicherungsstrategien bspw. durch die Umsetzung von CDS-Flatener – d. h. der gleichzeitiger Kauf von kurzlaufender und den Verkauf länger laufender CDS-Versicherung. Diese Strategie kann sogar kostenneutral aufgesetzt werden und – die Erwartung muss zugrunde liegen – generiert genau dann Profit falls sich die CDS-Kurven verflachen. Genau das ist in systemischen Krisen immer wieder zu beobachten.

Fazit: Von Plänen und Zufällen

Der Plan der EZB ist bisher nur auf den Finanzmärkten aufgegangen – falls die Realwirtschaft nicht bald nachzieht, wird die aktuelle Bewertung riskanter Asset-Klassen nur schwerlich Bestand haben können. Hängt man der Idee an, dass eine Krise zwar durch exogene Schocks ausgelöst werden kann, aber die wahre Ursache in langjährigen Fehlentwicklungen zu finden ist und dass diese Fehlentwicklungen beobachtbar sind – dann mag es durchaus Sinn machen, die aktuellen Bewertungsniveaus als Chance zum Kauf „günstiger“ Absicherung zu verstehen. Schriftsteller haben ja oftmals recht, v. a. die guten. Deshalb schließen wir mit folgendem Zitat: „Je planmäßiger die Menschen vorgehen, desto wirksamer vermag sie der Zufall treffen“ (Friedrich Dürrenmatt).

Forecast-Tabelle

	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	--	--	--	--

- ++ = "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)

* Abstürzende Brieftauben (1987). Für musisch versierte Leser folgender Hinweis: Live im Feuerwerk München am 8.10.2014 – zusammen mit den Mimmis und begleitet von der Blockflöte des Todes.



Disclaimer

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die XAIA Investment GmbH, München, deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird deshalb vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung über Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die Verkaufsunterlagen werden bei den Vertriebspartnern zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten. Die Verkaufsunterlagen sind zudem erhältlich im Internet unter: www.universal-investment.lu.

Alle in der Darstellung geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der XAIA Investment GmbH zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die XAIA Investment GmbH behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die XAIA Investment GmbH kann andere Publikationen veröffentlichen haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können zudem für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen.

Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode, Simulationen erfolgen in der Regel auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind unter Umständen in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken.

Diese Darstellung ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche sie gerichtet ist. Sie darf weder von anderen Personen verwendet werden, noch in Form von Veröffentlichung oder Weitergabe anderen Personen zugänglich gemacht werden.

Etwaige steuerliche Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen.

Der Inhalt dieser Darstellung ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der XAIA Investment GmbH weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.

© XAIA Investment GmbH 2014