X-ASSET NEWSLETTER

27 OKT 2014

#16

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

The Dichotomy*

*>>Hey did you find the pieces your mentor left behind?
And did you care, did you trade his genius for your dispair?<<*

THE DICHOTOMY*

Die in diesem Newsletter persistent vertretene These, dass sich die Märkte in einer fragilen Situation befinden, darf seit den Kursbewegungen im Oktober als bestätigt gelten. Das heißt allerdings nicht, dass wir erwarten, dass die Aktien- und Kreditmärkte nach unten durchrauschen – aber es scheint mehr als wahrscheinlich, dass die Spread-Lows des durch die Zentralbanken initiierten Spread-Einengungszyklus zumindest bei niedrigen Qualitäten bereits hinter uns liegen. Wir denken vielmehr, dass dies den Anfang einer Dichotomie im Sinne einer Zweiteilung des Marktes darstellt. Einerseits sehen wir noch keinen starken Druck auf alle Arten von subventionierten „Safe-Havens" (inkl. Corporate Investment-Grade) – andererseits kommen gerade die Marktsegmente unter die Räder, die am stärksten von der exzessiven Liquiditätsversorgung der Zentralbanken (v. a. High Yield) profitiert haben. Derweil erwägt die EZB, ein Ankaufprogramm für Unternehmensanleihen am Sekundärmarkt zu starten. Wir halten das für keine besonders gute Idee[1]. Und wir interpretieren die Ergebnisse des Stresstests auch nicht dahingehend, dass die ursächlichen Probleme des Bankensektors gelöst sind. Denn ohne die durch die EZB ausgelöste Asset-Price-Blase hätte es weitaus mehr Durchfaller gegeben.

Kill Bill III[2] und eine verunglückte Rolle am CDS-Markt

Wir fühlen uns angesichts der aktuellen Situation an den Sommer 2007 erinnert. Damals mussten zwei Bear Stearns Credit Hedge Fonds abgewickelt werden, die hoch geleveraged in strukturierte Kreditprodukte investiert waren. Das ist anfänglich nur einer kleinen Schar von Interessierten aufgefallen, während die breiten Märkte (u. a. die Aktienmärkte) noch keinerlei Notiz davon genommen haben. Erst im Nachhinein wurden von vielen Krisenanalysten diese Vorkommnisse als der Beginn der 2008er Finanzkrise verstanden. Es ist immer schwierig zu prognostizieren, welche exogenen Schocks stärkere Marktbewegungen auslösen – einfacher ist es, die Fragilität des Marktes und damit die Anfälligkeit für exogene Schocks zu erkennen. Und genau das ist in den letzten Jahren geschehen. Während die Zentralbanken mit indirekten und direkten Eingriffen die Märkte stabilisiert haben, ist andererseits angesichts zunehmender regulatorischer Maßnahmen die Risikoaversion vieler Marktteilnehmer gestiegen und simultan die Möglichkeit derselben, Risikopositionen zu nehmen, gesunken (bspw. durch schärfere Eigenkapital- und Risikokapitalauflagen bei Banken).
Diese schleichende Instabilität des Marktes wurde lange Zeit verschleiert durch die Maßnahmen der Zentralbanken und die Tatsache, dass es keinerlei exogene Schocks größeren Ausmaßes gab. Und genau das hat sich im Oktober geändert. Neben den bereits seit Monaten schwelenden geopolitischen Risiken, der gestiegenen Wahrnehmung bezüglich der Endlichkeit der makroökonomischen Stimulanz geldpolitischer Maßnahmen und den wieder offensichtlicher

[1] Da die Amtszeit von Mario Draghi noch bis 21.10.2019 dauern wird, darf man noch einige innovative Ideen zur Geldpolitik erwarten. „Wir alle sind zuversichtlich, dass Herr Draghi die EZB mit starker Hand und unabhängig führen [...] wird" (H.V. Rompuy zum Amtsantritt Mario Draghis). Man darf allerdings mehr und mehr in Frage stellen, wie unabhängig die EZB agiert.

[2] Das stellt keinerlei Gewaltverherrlichung, sondern vielmehr eine Reminiszenz an Q. Tarantino dar.

werdenden Risiken im europäischen Bankensektor (Banco Espirito Santo, Abschreibungsbedarf bei italienischen Banken), waren es zwei technische Ereignisse, wodurch v. a. den Kreditmärkten in starkem Maße Liquidität entzogen wurde – was eben auch den sehr starken Spread-Ausschlag in einigen Marktsegmenten erklärt: Neben den Problemen bei der Einführung der neuen 2014er Credit Derivatives Definitions hat der ominöse „Bill-Gross-Effekt" einige spezielle HY-Namen extrem unter Druck gesetzt.

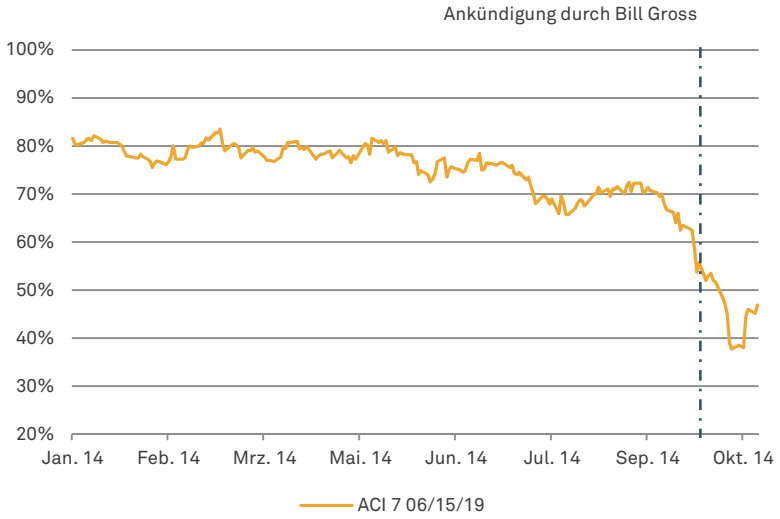
Die Einführung der 2014er CDS Definitionen

In der Woche vor der geplanten Einführung der 2014er Definitionen (am 22. September 2014; wir berichteten auf unserer Homepage) hatte bereits eine Mehrheit der Teilnehmer am CDS-Markt das dafür notwendige Protokoll unterschrieben. Dieses Protokoll wird über alle ausstehenden CDS „gestülpt" und macht aus 2003er 2014er CDS-Kontrakte. Hierbei gab es natürlich Ausnahmen (z. B. Financials- und Staaten-CDS), da die Auswirkungen der neuen Definitionen teilweise starke Effekte auf die CDS-Spreads haben. Nachdem die ISDA sich kurz vor der Deadline hat hinreißen lassen, diese Ausnahmenliste um einige Namen zu erweitern, musste allen, die bereits unterschrieben hatten, eine neue Frist zur Bestätigung des nun geänderten Protokolls eingeräumt werden. Dadurch wurde der Index-Roll auf den 6. Oktober 2014 verschoben. Während dieser Zeit ist angesichts der vorherrschenden Unsicherheit die Liquidität am CDS-Markt spürbar gesunken und damit auch diejenige am Corporate Bonds-Markt. In solchen Situationen sind die Märkte extrem anfällig für etwaige exogene Einflüsse wie bspw. dem Folgenden.

Der „Bill-Gross-Effekt"

Man kann hier durchaus den Anschein gewinnen, dass Verschwörungstheorien auch vor den Finanzmärkten nicht Halt machen. Allerdings konnten hier durchaus reale Effekte festgestellt werden. Nachdem bekannt wurde, dass Bill Gross PIMCO verlässt, haben einige Marktteilnehmer Mittelabflüsse aus den von ihm ehemals gemanagten Fonds erwartet, was zwangsläufig eine Reduktion der darin befindlichen Positionen nach sich ziehen würde. In Antizipation dieser Entwicklung haben Investoren genau die HY-Anleihen verkauft, die sehr dominant von PIMCO-Fonds gehalten wurden. Im Folgenden kam es bei einigen Anleihen zu einem ökonomisch nicht erklärbaren, temporären Verlust.

Arch Coal, Inc. – Kill Bill III
Quelle: Bloomberg



Keiner der oben genannten Risikofaktoren kann als alleinige Ursache der doch recht ausgeprägten Reaktion an den Aktien- und HY-Märkten gedeutet werden – aber die Kombination dieser Faktoren vor dem Hintergrund der gegebenen Fragilität des Marktes in Ermangelung einer ausreichenden Anzahl von „Risiko-Nehmern" führt zwangsläufig zu zunehmender Volatilität.

Vor allem der Einbruch der HY-Märkte hat sofortige Reaktionen hervorgerufen und die ersten Stimmen werden laut, die das aktuelle Spread-Niveau als schreiende Kaufgelegenheit propagieren. In der Regel handelt es sich bei diesen Leuten um Manager von HY-Fonds. Wir sind diametraler Meinung: Die Verwerfung hat nicht im Oktober stattgefunden – sondern die ganzen Jahre davor. Im Oktober hat eine erste teilweise Annäherung der Finanzmärkte an die Realwirtschaft stattgefunden, wobei hier die Betonung klar auf „erste" liegt. Wir werden im Abschluss dieses Newsletters noch genauer auf unsere Erwartungen eingehen – aber so viel sei vorweg verraten: Eine positivistische Weltsicht mag uns auch dieses Mal nicht gelingen. Wir sehen vielmehr gewisse Entwicklungen, die zu einer sehr divergenten Entwicklung in bestimmten Marktsegmenten führen können – die im Folgenden beschriebene Dichotomie der Märkte.

Dr. Jeckill and Mr. Hyde – Die Dichotomie des Marktes

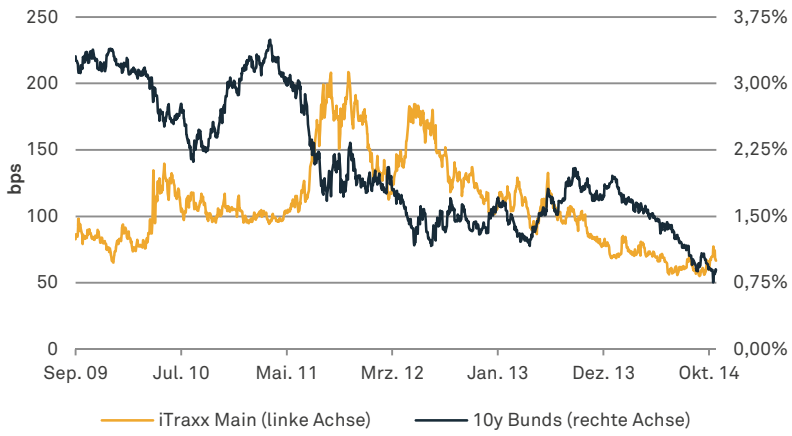
Während Anfang des Jahres noch die Meinung vorherrschte, dass die Maßnahmen der Zentralbanken trotz der damit verbundenen Marktverwerfungen letztlich in der Bekämpfung der Krisenherde (Europa, Bankensektor) von Erfolg gekrönt sein werden, hat sich die Stimmung inzwischen gewandelt. In den letzten Monaten sind auch angesichts der immer hilfloser erscheinenden Maßnahmen v. a. der EZB (TLTROs, ABS-Ankaufprogramm usw.) immer mehr Stimmen laut geworden, dass letztlich nur die Symptome, jedoch in keinster Weise die Ursachen der Krisen der letzten Jahre bekämpft wurden. In Kombination mit den immer offensichtlicher werdenden makroökonomischen Risiken, der wachsenden Deflationsgefahr und der politisch immer populärer werdenden Abkehr der vor drei Jahren implementierten Sparpolitik in Europa, ist die Risikoaversion im Oktober drastisch gestiegen.

Hierbei handelt es sich nicht nur um die altbekannten Krisenpropheten und die wachsende Schar neuer Anhänger der Österreichischen Schule, sondern bemerkenswerter Weise auch um den obersten Volkswirt der BIZ, Claudio Borio. Im Quarterly Review der BIZ (September 2014) beschreibt Borio das „financial instability paradox" wie folgt: „[...] unusually low interest rates, low volatility and the search for yield go hand in hand. And a common mistake is to take unusually low volatility and risk spreads as a sign of low risk when, in fact, they are a sign of high risk-taking."[3] Er zieht des Weiteren gewisse Parallelen zwischen der aktuellen Situation und den extrem niedrigen Risikoprämien in 2004-2006. Auf den ersten Blick mag man dem zustimmen – allerdings existieren doch deutliche Unterschiede. Die Wirkungskette in 2007/08 begann mit dem Einbruch des US-Häusermarktes und setzte sich über darauf referenzierende, strukturierte Kreditprodukte direkt auf die Kredit- und Aktienmärkte fort. In sogenannten Zweitrundeneffekten wuchsen in den Bilanzen der Banken horrende Verluste und der darauffolgende Wachstumseinbruch war die logische Konsequenz. Dieses Mal sind die Voraussetzungen andere. Die Zentralbank hat quasi schon mal prophylaktisch vorgesorgt und die üblichen Verdächtigen mit ausreichend Liquidität versorgt: Der europäische Bankensektor ist in weiten Teilen unprofitabel und hat mit einer stark steigenden Zahl von Non-Performing Loans zu kämpfen, kann sich aber angesichts der generösen Haltung der EZB günstig refinanzieren. Die Peripherieländer Europas werden wiederum von der EZB subventioniert und von den europäischen Unterstützungsfonds protegiert und dürfen sich ebenfalls über historisch günstige – wenn auch fundamental völlig absurde – Refinanzierungsbedingungen freuen. Dabei bleibt der Leitzins der EZB nahe null und dasselbe machen natürlich auch die Bund-Renditen. Es wird also

[3] http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1409_ontherecord.htm

in Europa auch weiterhin stark subventionierte Asset-Klassen geben, die von höchster Stelle verteidigt werden. Zusätzlich haben natürlich hochqualitative europäische (exportorientierte) Unternehmen direkt und indirekt von den Maßnahmen zur Bekämpfung der Eurokrise profitiert: Auch sie können sich aktuell extrem günstig Kapital beschaffen und der Außenwert des Euros ist auf einem sehr attraktiven Niveau. Das ist der eine Teil des Marktes, der sich in extrem niedrigen Renditen und ebenso niedrigen Credit-Spreads für gute Qualitäten manifestiert.

Die relativ Guten: iTraxx Main und 10y Bunds
Quelle: Bloomberg



Diesen subventionierten Asset-Klassen stehen nun diejenigen gegenüber, die von den günstigen monetären Rahmenbedingungen profitiert haben, ohne sich fundamental dafür zu qualifizieren. Die Rede ist vor allem von den Aktien- und HY-Märkten, die vor allem von dem exzessiven Liquiditätsüberhang in Kombination mit der Suche nach Zusatzrendite vor dem Hintergrund historisch niedriger Staatsanleihenrenditen getragen wurden. Während die klassischen HY-Indices bisher nur eine moderate Spread-Ausweitung suggerieren, sind vor allem diejenigen Emissionen der letzten beiden Jahre unter Druck, die einerseits die günstigen Refinanzierungsbedingungen ausgenutzt und andererseits die rückläufige Kreditvergabe der europäischen Banken substituiert haben und teilweise als „first-time-Emittenten" den Primärmarkt angezapft haben. Gerade die europäischen HY-Märkte hatten ein Rekordemissionsvolumen während der letzten zwei Jahre zu verzeichnen und das bedeutet eben auch, dass aktuell relativ viele potenzielle Ausfall-Kandidaten am Markt vorhanden sind. Folgende Problembereiche (die relativ Schlechten) sind hier zu finden:

Emissionsflut von schlechten Qualitäten

- Die letzten beiden Jahre waren geprägt durch a) eine Flut von HY-Emittenten niedriger Qualität und b) einer Flut von stark nachrangigen Instrumenten (wie bspw. PIK- und Toggle-Notes). Betrachtet man das nach dem letzten Roll erweiterte X-Over Universum, kann man durchaus einen gewissen Trend zum „New-Economy-Hype II" feststellen. Neben Telefonanbietern gibt es nun auch einige Online-Shops, die ähnlich wie vor 15 Jahren mehr durch erwartete als durch realisierte Erträge charakterisiert sind. Der erste prominente Emittent, der sich nach nur drei Jahren am Markt bereits wieder verabschiedet, ist Phone4U (siehe nächste Abbildung).

Argentinien und die üblichen Verdächtigen

- Emerging Markets im erweiterten Sinne sind seit Monaten unter Druck – wobei dies noch stark idiosynkratisch geprägt ist. Nach dem erneuten Default Argentiniens steht nun Venezuela in vorderster Front. Der 1-jährige CDS-Spread auf Venezuela hat sich seit Anfang Juli von unter 800 bp auf zwischenzeitlich mehr als 3.500 bp ausgeweitet, was einer Ausfallwahrscheinlichkeit (Annahme 25 % Verwertungsquote) von über 40 % innerhalb der nächsten 12 Monate entspricht. Es ist aber ziemlich offensichtlich, dass die durch die Zentralbanken beeinflussten Wechselkur-

se natürlich zu außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten führen, die wiederum Auswirkungen auf die Kapitalflüsse und die Güterströme haben. EM-Länder kommen dann besonders unter Druck, wenn sie ein Leistungsbilanzdefizit aufweisen und es zu stärkeren Kapitalabflüssen kommt.

(Nachrang)^2

› Neben den oben bereits angesprochenen PIK-Notes (Kupon-Zahlung kann in Aktien gewandelt werden) sehen wir besondere Risiken im Segment für Contingent Convertibles (CoCos). Das hat einerseits damit zu tun, dass wir die größten Risiken nach wie vor im europäischen Bankensektor sehen (Volumen notleidender Kredite steigt kontinuierlich an) und dass trotz des augenscheinlich hohen Kupons das Risiko, nachrangig zu Aktien zu sein (bei sogenannten „whipe-out CoCos"), schlecht bezahlt wird. Der enorme Hype bei CoCo-Neuemissionen war v. a. der Suche nach Zusatzrendite in einem künstlichen Niedrigspread-Umfeld und weniger fundamentalen Gründen geschuldet.

Distressed-Namen in Händen Weniger

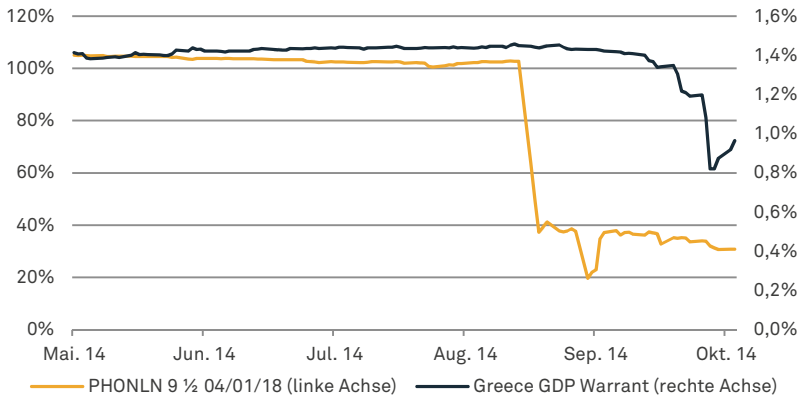
› Das US Distressed-Debt-Segment weitet sich aus. Neben den üblichen Verdächtigen (RadioShack, Caesars, Toys R Us), steigt die Zahl der Distressed-Namen stetig an. Es handelt sich hierbei keinesfalls um „kleine" Emitteten, sondern oftmals auch um solche Namen, die in HY-Indices vertreten sind. Das heißt eben auch, dass nicht nur spezialisierte HY-Manager von einem potenziellen Ausfall betroffen sind, sondern eben auch viele an Indices gelinkte Produkte, wie bspw. ETFs. Gerade ETFs haben angesichts der immensen Mittelzuflüsse der letzten Jahre eine Schlüsselrolle im HY-Markt eingenommen. Etwaige Abflüsse führen zwangsläufig zu größeren Verkäufen am Markt, die aufgrund der sehr dünnen Liquidität eben auch stärkere Preisbewegungen in den entsprechenden Indices als logische Konsequenz haben.

Europa ist sicher? Nicht immer!

› Wir erwarten keine dramatische Ausweitung der europäischen Peripherie-Spreads – der EZB sei „Dank". Aber die zwischenzeitliche Euphorie, dass die Eurokrise als beendet erklärt werden kann, war nur von kurzer Dauer. Noch trifft es nur spezielle Produkte, aber der Trend ist eindeutig negativ. Als Beispiel kann hier der griechische GDP-Warrant herangezogen werden (eine an das griechische GDP gelinkte optionale Anleihe), die in den letzten Wochen dramatisch an Wert eingebüßt hat (siehe folgende Abbildung). Dieser GDP-Warrant ist übrigens jenen Investoren bekannt, die im März 2012 am Private Sector Involvement (PSI) teilgenommen haben – er war nämlich ein Teil der Kompensation für den Zwangsumtausch alter griechischer Staatsanleihen.

Griechischer GDP-Warrant & Phones4U

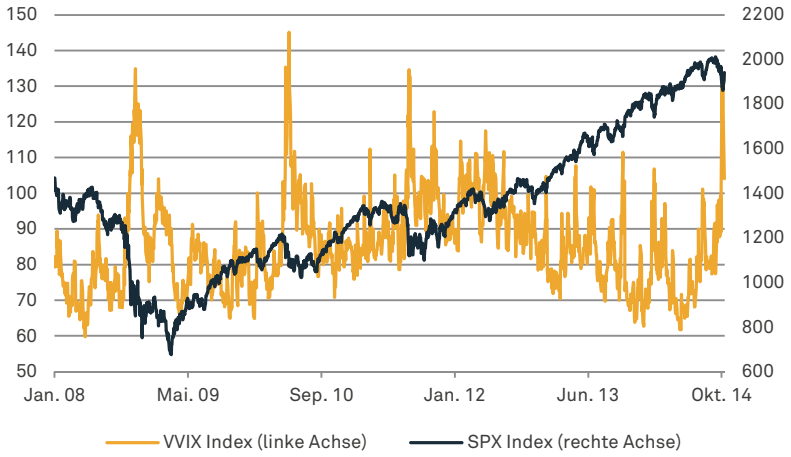
Quelle: Bloomberg



Jetzt kann man der obigen Auflistung entgegenhalten, dass es sich hier um spezielle Segmente oder Einzelfälle handelt und der breite Markt davon unbeeinflusst bleiben sollte. Wir sehen das anders. Es gibt bereits Risiko-Indikatoren, rein systematischen Charakters, die durchaus Parallelen zu den Krisen des letzten Jahrzehnts vermuten

lassen. Während sich der amerikanische Aktienmarkt seit Anfang 2009 von ca. 700 auf 2.000 Indexpunkte (S&P) fast verdreifacht hat und damit weit entfernt von seinen Krisenlevels handelt, handelte der VVIX (implizite Volatilität von Optionen referenzierend auf den Volatilitätsindex VIX) im Oktober bereits komplett im Krisenmodus und auf den Niveaus von 2008, 2010 und 2011.

The Bad and the Ugly: S&P und VVIX
Quelle: Bloomberg



Diese Diskrepanz kann man als eine zunehmende Skepsis interpretieren, ob die Entwicklung der Aktienmärkte wirklich fundamental gerechtfertigt ist oder doch nur ein Symptom der exzessiven Geldpolitik der letzten Jahre darstellt. Die Nachfrage nach Absicherungsstrategien gegen „Tail-Events“ ist auf enorm hohen Niveaus – auch wenn die Märkte auf den ersten Blick von positiven Erwartungen getragen werden. Hier schließt sich der Kreis und wir kommen zurück zu Claudio Borios Aussage, dass die aktuelle Situation an den Märkten fälschlicherweise Sicherheit vorgaukelt, während sie vielmehr ein Ausdruck wachsender Gefahr ist („financial instability paradoxon“).

Der zentrale Grund für eine mittelfristig anhaltende Dichotomie des Marktes liegt in letzter Konsequenz in der Rolle der Zentralbanken begründet. Diese beeinflussen durch ihre Politik direkt die Preisentwicklung von Vermögensgegenständen und dadurch die relativen Bewertungen zwischen Marktsegmenten. Es ist natürlich theoretisch vorstellbar, dass die EZB ein Aufkaufprogramm von HY-Anleihen oder – noch besser – den direkten Kauf von Aktienpaketen (das Argument hierfür liegt in der Öffnung des Aktienmarktes für unterkapitalisierte Unternehmen) auflegt. Solange sie dies nicht tut, wird sich die Grenze zwischen „guten“ und „schlechten“ Assets einfach dadurch bilden, dass es subventionierte und freie Marktsegmente gibt. In den Segmenten, in denen der Marktmechanismus nicht beeinflusst wird, werden sich die notwendigen Anpassungen (um die Entkopplung zwischen den Finanzmärkten und der Realwirtschaft zumindest teilweise zu reduzieren) schneller einstellen als bei denen, die in Händen der Zentralbank sind. Diese Dichotomie kann solange andauern, solange die Zentralbank in den Augen der Anleger glaubwürdig bleibt. Je mehr Programme sie allerdings auflegt und je offensichtlicher deren geringe positive Effekte werden, desto schneller wird diese Glaubwürdigkeit bröckeln.

Um die obige These glaubhaft zu unterstützen, könnte man an dieser Stelle nochmal auf die ursächlichen Probleme hinweisen (bspw. die Existenz impliziter Garantien, die aktuelle Bailout-Politik oder die Effekte übertriebener Regulierungsmaßnahmen, die zwangsläufig zu Staatsversagen führen müssen). Zur Vermeidung von Redundanzen mit früheren Ausgaben dieses Newsletters, präferieren wir den eleganten (und arbeitsreduzierenden) Weg des Zitats – und subsumie-

ren die relevanten Erkenntnisse in einer kurzen Hommage an den diesjährigen Gewinner des Wirtschaftsnobelpreises Jean Tirole.

Exkurs: Eine Hommage an Jean Tirole

Den meisten Studenten vor allem bekannt durch sein mikroökonomisches Lehrbuch zur Industrieökonomik, hat Jean Tirole den Wirtschaftsnobelpreis des Jahres 2014 für seine Analysen zu Marktmacht und Regulierung verliehen bekommen. Hierbei zeichnet er sich durch ein extrem breites Feld an Forschungsgebieten aus und hat auch einige Paper zu den Mechanismen an den Finanzmärkten veröffentlicht, die wir im Folgenden zitieren wollen. Ich muss mich in solchen Situationen immer an meinen ersten Professor erinnern, der mir folgendes Bonmot mit auf den Weg gegeben hat: „Nicht alles, was für Sie neu ist, ist auch für die Wissenschaft neu." In diesem Sinne hätte man sich gewünscht, dass die regulatorischen Instanzen sich die Zeit genommen hätten, einige von Tiroles Veröffentlichungen zu studieren. Da der Umfang dieser Publikation relativ zu den intellektuellen Erkenntnissen von Jean Tirole sehr begrenzt ist, sei es uns verziehen, dass wir im Folgenden einige unserer Erkenntnis nach (die wiederum begrenzt ist) relevante Schlussfolgerungen herausstellen, ohne diese in einen breiteren theoretischen Kontext einzuordnen.

Spekulation und Markteffizienz

Schon 1982 ist Tirole auf die Frage eingegangen, ob es in Märkten mit rationalen Erwartungen zu Spekulation kommen kann.[4] Die Grundidee basiert darauf, dass Spekulation einzig durch unterschiedliche Erwartungen („Pläne") erklärt werden kann, was sich offensichtlich nicht mit der Annahme rationaler Erwartungen vereinbaren lässt. Diese aktuell einfach anmutende These hat aber durchaus eine sehr zentrale Bedeutung – nämlich hinsichtlich der Rolle der Zentralbanken. Unter rationalen Erwartungen kann die Entstehung von Preisblasen nicht durch das Verhalten der Spekulanten erklärt werden. Sehr wohl setzen die Zentralbanken jedoch auf rationales Verhalten der Marktteilnehmer bei der Umsetzung ihrer gelpolitischen Maßnahmen. Dies kann vielleicht als ein Hinweis verstanden werden, dass für die Effizienz geldpolitischer Maßnahmen ein tiefes Verständnis der Mechanismen am Kapitalmarkt ebenso wichtig ist wie dasjenige bezüglich makroökonomischer Zusammenhänge. In diesem Zusammenhang hat sich Tirole auch Gedanken über die Frage gemacht, wie die Entstehung von Preisblasen in die ökonomischen Modelle, welche die langfristigen Entwicklungen in Volkswirtschaften beschreiben („Overlapping-Generations-Modell"), eingeordnet werden kann.[5] Er sieht hier unter gewissen Voraussetzungen keine Inkonsistenz zwischen der Entstehung spekulativer Blasen, individueller Nutzenmaximierung und einem allgemeinen Gleichgewicht. Kurz gesagt: Blasen sind eine im Wirtschaftszyklus völlig erklärbare Entwicklung.

„Too-big-to-fail" und andere Ineffizienzen

Auch über die Frage des „too-big-to-fail" (TBTF) hat Tirole nachgedacht.[6] Eine interessante, wenn auch wenig überraschende Erkenntnis ist die, dass TBTF „in the absence of returns to scope between commercial and interbanking activities" niemals auftritt. Einfach formuliert bedeutet das, dass die „Größe" einer Bank offensichtlich zunimmt, wenn aus ihrer Sicht Arbitragemöglichkeiten zwischen Refinanzierungskosten und Zinserträgen bestehen. Genau in diesem Fall sind allerdings die „Links" zwischen Banken so stark, dass es zu Dominoeffekten kommt, falls ein Institut in Schwierigkeiten geraten sollte. Tirole kommt auch zu dem Schluss, dass angesichts der hohen Kosten des Monitorings (also der Schwierigkeiten, dieses effizient umzusetzen) der Bailout im Fall einer Schieflage einer Bank die einfa-

[4] Tirole, J. (1982): „On the Possibility of Speculation under Rational Expectations", *Econometrica*, Vol. 50, Nr. 5, S. 1163-1182.

[5] Tirole, J. (1985): „Asset Bubbles and Overlapping Generations", *Econometrica*, Vol. 53, Nr. 6, S. 1499-1528.

[6] Rochet, J.-C. und Tirole, J. (1996): „Interbank Lending and Systemic Risk", *Journal of Money*, Credit and Banking, Vol. 28, Nr. 4, S. 733-762.

chere Lösung darstellt. Manchmal sind wissenschaftliche Erkenntnisse eben auch ernüchternd. Vor diesem Hintergrund beleuchtet Tirole auch die Frage, welche ökonomischen Wirkungen die traditionelle Rettungspolitik der Zentralbanken über drastische Zinssenkungen auslöst.[7] Das Argument ist wie folgt: „Keine zielgerichtete Geldpolitik" – in unserem Fall also Maßnahmen, um dem Bankensektor mit Liquidität zu versorgen und die damit verbundenen Zinssenkungen – führt eben zu Kosten für alle Wirtschaftssubjekte. Diese Kosten hängen stark davon ab, wie „verletzlich" diese gegenüber Zinssenkungen sind. Man denke nur an die aktuelle Diskussion über die Effekte realer Negativzinsen auf die Altersvorsoge. Eines wird deutlich: Zentralbanken müssen bei Rettungsmaßnamen viel mehr die ökonomischen Gesamtwirkungen berücksichtigen – die damit verbundenen Kosten haben eben wiederum eine Auswirkung auf die Frage, ob diese Rettungsmaßnahmen auch wirklich effizient sind.

Optimale Rettungspakete

In einem weiteren Paper hat Tirole versucht die Frage zu beantworten, wie das optimale Design von Rettungspaketen auszusehen hat.[8] Bailouts beinhalten in der Regel ja mehrere Komponenten, bspw. Garantien, Ankaufprogramme und eine Rekapitalisierung des Bankensystems. Deshalb muss man die Frage stellen, ob ein monetärer Stimulus überhaupt Teil eines Rettungspakets sein sollte, da es ja zu den oben genannten negativen Spillover-Effekten aufgrund der Zinssensitivität vieler Marktteilnehmer kommt. Die Schlussfolgerungen Tiroles sind relativ einleuchtend: Wenn Finanzinstitutionen einen Liquiditätsengpass haben, wirkt monetäre Stimulanz positiv – sie muss aber im Kontext des gesamten Bailout-Pakets verstanden werden (inkl. fiskalischer Maßnahmen), da es natürlich zu Interdependenzen zwischen einzelnen Maßnahmen kommt.

Liquidität und Finanzkrisen

Angesichts der jüngsten Entwicklungen in Europa und der Reaktion der Zentralbanken darauf sowie des offensichtlichen Zyklus in den Regulierungsbestrebungen, sieht Tirole einen ökonomischen Zusammenhang zwischen der Entstehung von Blasen an den Finanzmärkten und den obigen Reaktionen.[9] Diese Erkenntnis kann in vielerlei Hinsicht Implikationen auf die optimale Wirtschaftspolitik haben, widerspricht aber auch der aktuell strapazierten Aussage, dass Blasen einzig und allein implizit aus dem Finanzmarkt heraus entstehen. Offensichtlich ist jedenfalls, dass die Reaktionen der Zentralbanken auf Krisen – die Bereitstellung von Überschussliquidität – die Gefahr weiterer Krisen erhöht.

Die Rolle der Liquidität im CAPM

Tirole hat auch einen Beitrag zur Portfoliotheorie geleistet, indem er das CAPM um den Faktor der Liquidität erweitert hat.[10] Wir haben bereits mehrmals berichtet, dass wir keine allzu großen Freunde des traditionellen CAPMs sind – vor allem angesichts der Tatsache, dass die Annahme der Allokationseffizienz in Frage gestellt werden muss.[11] Durch die Berücksichtigung von Liquidität im CAPM ist es möglich, den Wunsch der Liquiditätshaltung von Banken und Unternehmen bei der Portfoliooptimierung zu berücksichtigen. Offensichtlich ein Wunsch, der in diesen Zeiten stark ausgeprägt ist und der dann eben zu einer abweichenden Portfoliooptimierung führen kann als es uns das klassische CAPM zu suggerieren versucht.

---

[7] Fahri, E. und Tirole, J. (2009): „Leverage and the Central Banker's Put", *American Economic Review*, Vol. 99, Nr. 2, Papers and Proceedings, S. 589-593.

[8] Tirole, J. (2011): „Illiquidity and All Its Friends", *Journal of Economic Literature*, Vol. 49, Nr. 2, June 2011, S. 287-325.

[9] Fahri, E. and Tirole, J. (2011): „Bubbly Liquidity", *The Review of Economic Studies*, Vol. 79, Nr. 2, 2012, S. 678-706.

[10] Holmström, B. und Tirole, J. (2001): „LAPM: A Liquidity-Based Asset Pricing Model", *The Journal of Finance*, Vol. 56, Nr. 5, S. 1837-1867.

[11] Diese Annahme impliziert, dass alle Investoren sich ökonomisch rational verhalten und dieselben risikoadjustierten Renditen anstreben. Genau diese kann jedoch in Märkten, in denen Zentralbanken als dominante Investoren direkt in den Markt eingreifen, nicht aufrechterhalten werden. Zentralbanken streben nicht nach einer risikooptimierten Rendite – sie haben eine von der Rendite einer Investition abweichende Motivation, an diesem Markt aktiv zu werden.

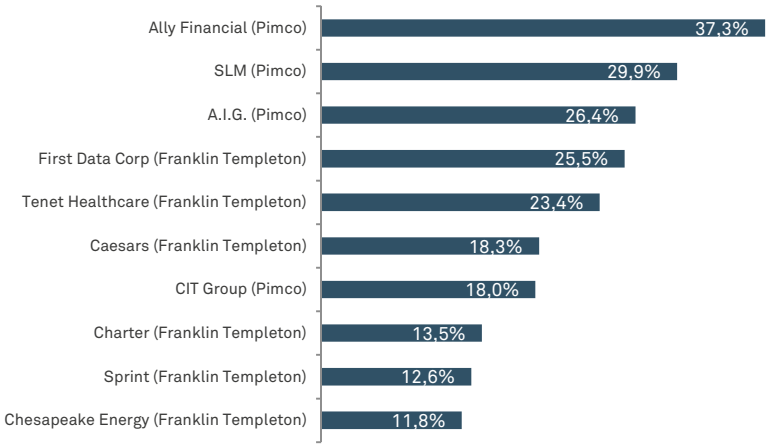
Als Conclusio lässt sich festhalten, dass wir in vielen Punkten mit Tiroles Erkenntnissen übereinstimmen. Die zentrale Aussage muss wohl darin gesehen werden, dass es sehr unwahrscheinlich ist, dass die Maßnahmen der Zentralbanken die Eintrittswahrscheinlichkeit einer weiteren Krise reduziert haben. Das Gegenteil ist der Fall.

X-Asset View

Wo wir stehen

Während die Eurokrise der Auslöser der Diskussion über den global zu hohen Verschuldungsgrad von Staaten, Unternehmen und privaten Haushalten war, teilte sich die Welt der Ökonomen in solche, die eine rigorose Sparpolitik empfahlen und solche, die genau das Gegenteil – also v. a. staatliche Ausgabenpolitik zur fiskalischen Stimulanz der Ökonomien – propagiert haben. Fakt ist, dass sich Letztere wohl durchgesetzt haben. Lag das globale Schuldenniveau Ende 2007 bei ca. 107 Billionen USD (ca. 2x globales Sozialprodukt), hat es sich auf ca. 150 Billionen USD Ende 2013 (ca. 2,5x globales Sozialprodukt) erhöht.
Die ökonomische Entwicklung wird nach wie vor hauptsächlich von der monetären Stimulanz der Zentralbanken getragen. Das kritisieren nicht nur wir, sondern auch der IMF in seinem aktuellen Global Financial Stability Report.[12] In selbigem werden eben auch die Effekte der Niedrigzinspolitik vor allem auf Banken diskutiert. Das Ergebnis ist wohl im Tirole'schen Sinne (s. o.) zu verstehen. Die Niedrigzinspolitik kann offensichtlich zu exzessivem Risk-Taking bei Banken führen – im Sinne der Ausnutzung des Zinsdifferentials zwischen Refinanzierungszins und Zinsertrag auf der Geschäftsseite.
Im Gegensatz dazu wird die Fähigkeit von Banken, als Risikonehmer im Kreditmarkt aufzutreten, angesichts der regulativen Maßnahmen der letzten Jahre zunehmend geringer. Die dominanten Spieler bleiben große aktive Asset-Manager und ETFs. In der folgenden Abbildung sind die Anteile großer institutioneller Investoren bei ausgewählten HY-Unternehmen aufgezeigt.

Dominante Halter in HY-Unternehmen
Quelle: The New York Times (Dealbook)
Darstellung: HY-Name (Halter)



Solange diese Kapitalsammelstellen keine Abflüsse zu beklagen haben, stellt deren Dominanz kein großes Problem dar. Sollten allerdings durch Abflüsse induzierte Verkäufe dieser Anleihen auftreten, darf man die Frage stellen, wer diese Holdings auffangen kann. Wir kennen niemanden. Erschwerend hinzu kommt die Tatsache, dass

[12] http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm

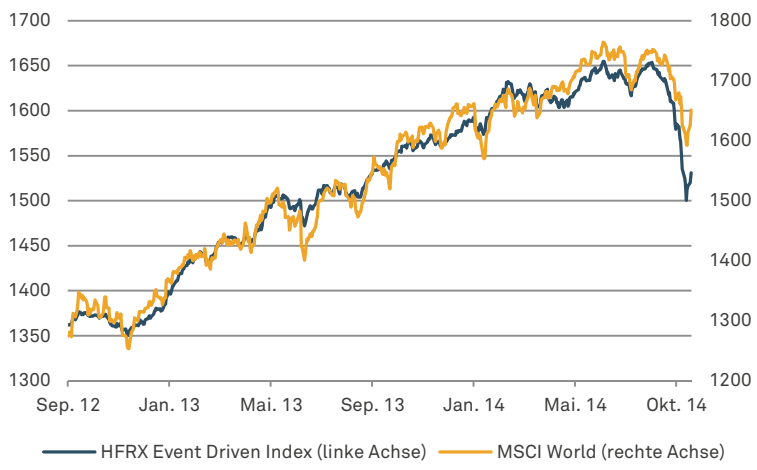
die gesamte Liquidität des Sekundärmarktes in den letzten Monaten stark zurückgegangen ist.
Der zentrale Risikofaktor für den Finanzmarkt in Europa bleiben die Banken. Der inzwischen allgemein bekannte dramatische Anstieg von Non-Performing Loans gerade auf den Bilanzen der Peripheriebanken dominiert die Diskussion. Dabei tritt völlig in den Hintergrund, dass eine zentrale Ursache für die Eurokrise in keinster Weise behoben werden konnte: die Abhängigkeit der Banken von den Nationalstaaten und vice versa. Die Positionen in Staatsanleihen, die Banken halten, hat sich Ende 2013 im Vergleich zu Ende 2007 mehr als verdoppelt. Die aktuellen Untersuchungen hierzu kommen zu dem Schluss, dass das Volumen von Staatsanleihenpositionen auf Bankbilanzen negativ korreliert ist mit der Höhe der Kreditvergabe an Unternehmen.[13] Das ist umso bedrohlicher, da Staaten natürlich die Möglichkeit haben, Banken zum Halten von Staatsanleihen „Anreize" zu setzen – in Europa bspw. umgesetzt durch die Einführung der Liquidity Coverage Ratio. Ein Effekt dieser Politik ist eben auch, dass Collateral-Swaps in den letzten Quartalen immens an Bedeutung gewonnen haben. Mit Collateral-Swaps leihen sich Banken Staatsanleihen, um regulatorische Vorgaben zu erfüllen, während sie dagegen Assets niedrigerer Qualität verleihen. Das Risiko der in diesem Swap-Geschäft verliehenen „schlechten" Assets bleibt allerdings bei der Bank.
Final bleibt zu sagen, dass wir uns aktuell in einer Situation befinden, in der subventionierte Preise eine fundamental nicht gerechtfertigte Bewertung von Vermögenswerten bedingen. In der langen Frist wird sich diese Preisanomalie auflösen und hierzu gibt es zwei Möglichkeiten. Einer muss sich anpassen: die Preise für Vermögenswerte oder die fundamentale Situation. In der Regel tun dies Erstere.

Wohin wir gehen

Es ist kein Zeichen großer Weisheit, dass die nächste stärkere Bewegung in den Kreditmärkten eine Spread-Ausweitung sein wird. Das liegt in der Natur der Sache, da es einen natürlichen Floor für Spreads gibt – und zwar bei null. Short-Positionen sind so günstig wie seit langem nicht mehr – allerdings gibt es einen sehr mächtigen Gegenspieler: Mario Draghi. Sollte die EZB wirklich in voller Konsequenz ein Ankaufprogramm (als Substitut für das ABS-Programm, das auf viel zu wenig Angebot trifft) für Corporate- und Financial-Bonds umsetzen, sind die Niveaus von 2007 (das historische Tief in Credit-Spreads) nicht mehr weit entfernt. Das gilt vor allem im Anleihenmarkt, während wir den CDS-Markt weiterhin für die realistischere Variante der Bewertung von Kreditrisiko halten.
Ein Grundproblem der aktuellen Situation ist darin zu sehen, dass durch viele Eingriffe in den Markt sowie die extrem niedrigen Rendite- und Spread-Niveaus viele Investoren in die „Long-only-Ecke" getrieben wurden. Dies ist deutlich zu erkennen, wenn man die Entwicklung der Performance von Hedge Fonds betrachtet (siehe folgende Abbildung). Offensichtlich besteht hier eine extrem hohe Korrelation zur Marktdirektion, da reine Relative Value- und Arbitrage-Opportunitäten in den letzten Jahren rar gestreut waren.

[13] Becker, B. und Ivanishina, V. (2014): „Financial Repression in the European Sovereign Debt Crisis", draft version, 16. Oktober 2014. http://www.novasbe.unl.pt/images/novasbe/files/Research_Papers/bo%20becker.pdf

Mitläufer!
Hedge Fonds vs. MSCI World
Quelle: Bloomberg



Zwei Wahrheiten

Es lassen sich bisher keine Anzeichen erkennen, dass sich die Dichotomie der Märkte nicht weiter ausbilden wird. Ein Ende dieser Entwicklung ist erst dann erreicht, wenn die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken in Frage gestellt wird. Gerade die EZB tut gerade alles, um diesem Zustand näher zu kommen. Solange möchten wir auf ein Zitat von Galileo Galilei verweisen: „Zwei Wahrheiten können sich nie widersprechen." Eben auch die nicht, dass zwei Marktsegmente (die subventionierten „Guten" und die nicht-subventionierten „Bösen" völlig diametrale – und fundamental nicht gerechtfertigte – Entwicklungen nehmen.

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	o/-	-	-	-
iTraxx SovX WE	-/o	-/o	-/o	-/o
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)

* Bad Religion: The Dichotomy (1983). Super Band – den älteren Semestern durchaus bekannt. Kein bekanntes Lied und die am wenigsten erfolgreiche Platte – und ein etwas hoffnungsloser Text. Wir sind gar nicht hoffnungslos, vielmehr in freudiger Erwartung des lange überfälligen Anpassungsprozesses an den Finanzmärkten. Wer der „mentor" aus der ersten Textzeile im übertragenen Sinne sein könnte, wird sich regelmäßigen Lesern sicherlich erschließen.

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 veröffentlicht 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