

27 NOV 2014

#17

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

2015: Mad World*

>>I find it hard to tell you
'Cause I find it hard to take
When people run in circles it's a very, very
Mad world.<<

2015: MAD WORLD*

Man gewöhnt sich ja an vieles, aber es lässt sich nur schwerlich von der Hand weisen, dass wir in einer verrückten Welt leben, in der sich die Staaten und Zentralbanken bei der Bekämpfung der chronischen Krisengefahr an den Finanzmärkten im Kreis drehen. Einerseits tut gerade die EZB alles, um den Banken ihre Rolle im Transmissionsmechanismus schmackhaft zu machen – andererseits hindern die zunehmenden regulatorischen Anforderungen die Banken daran, genau diese Rolle auszufüllen. Wir wollen hier keinesfalls puren Marktfetischismus predigen, sehen jedoch in den immer stärkeren Einschränkungen des Marktmechanismus ein zentrales Problem: nicht nur für die Finanzmärkte, sondern auch für die Realwirtschaft. Vor diesem Hintergrund sind aus unserer Sicht die dominierenden Risikofaktoren in 2015 weniger geopolitische oder makroökonomische Entwicklungen, sondern vielmehr die schleichende Substitution des Marktes durch staatliche Preisregulierung. Dies kann auch bei wohlwollender Einschätzung nur zu einem Resultat führen: eine ziemlich gravierende Abwärtsbewegung von nicht durch die Zentralbanken subventionierten Marktsegmenten.

PKAM – „Previously known as Market“

Ein Jahresausblick enthält ja in der Regel Prognosen zu den wichtigsten Märkten. Dem können wir uns auch nicht verschließen, obwohl wir das zentrale Thema viel mehr in dem Anpassungsmechanismus auf exogene Entwicklungen sehen als in den Entwicklungen selbst. Natürlich muss man davon ausgehen, dass geopolitische Risiken auch in 2015 eine Rolle spielen werden, ebenso wie die sich vor allem in Europa weiter abschwächenden konjunkturellen Aussichten. Wir denken allerdings nicht, dass wir hier großartig neue und vom Mainstream abweichende Prognosen beisteuern können. Wir wollen uns vielmehr darauf fokussieren, wie diese Entwicklungen aktuell auf die Finanzmärkte wirken vor dem Hintergrund, dass die Marktmechanismen von den Zentralbanken und den regulatorischen Instanzen immer weiter eingeschränkt werden. Im Folgenden die unserer Meinung nach zentralen Disfunktionalitäten, welche die Märkte in 2015 prägen werden.

*Rückläufige Marktliquidität
>> steigende realisierte Volatilitäten*

Es ist so einfach wie es sich anhört: Auf Märkten werden Risiken transferiert – je weniger Risikokapazität einzelne Marktteilnehmer haben, desto weniger Risiken können transferiert werden. In den letzten Monaten wurde die in den vergangenen Jahren sukzessive gesunkene Risikoabsorptionskraft vor allem des Bankensektors deutlich. Der temporäre Ausverkauf im Oktober hat Spuren hinterlassen. Während sich die Aktienmärkte (hohe Liquidität) relativ schnell erholen konnten, hinken vor allem HY/Distressed-Anleihen (geringe Liquidität) hinterher. Die durch die missglückte Implementierung der 2014er Credit Derivatives Definitions im September ausgelöste und nach wie vor anhaltende geringe Aktivität im CDS-Markt spiegelt sich eben auch im Sekundärmarkt für Corporate Bonds wider. Und hier v. a. in den niedrigen Qualitäten. Dies halten wir für ein weitgehend temporäres Phänomen – viel mehr Sorge bereitet uns die rückläufige Aktivität im Aktienderivatemarkt. Gerade Tail-Event-Absicherung (sprich Puts mit tiefen Ausübungspreisen) ist teuer, d. h. die impliziten Volatilitäten sind extrem hoch. Gerade im Oktober war die Aktivi-



tät in diesem Bereich sehr niedrig. Genau dann, wenn Investoren Absicherung benötigen, wird dem Markt die Liquidität entzogen. Das bedingt zwangsläufig steigende realisierte Volatilitäten in den Märkten.

*Strengere Regulierung
>> zunehmende Marktsegmentation*

Es ist völlig nachvollziehbar, dass die regulatorischen Instanzen in ihren Bestrebungen, den Markt in „geregelt Bahnen“ zu lenken, genau bei den Marktteilnehmern ansetzen, die als ursächlich für die Krisen der letzten Jahre gesehen werden: in erster Linie Banken. Es gibt also immer mehr Finanzinstrumente, die nicht aus rein ökonomischen Gründen gekauft werden, sondern aus regulatorischen. Also ist deren Preis eben auch immer weniger fundamental gerechtfertigt – Preise lassen sich in immer stärkerem Ausmaß durch die regulatorisch erzwungenen Verhaltensweisen einiger weniger Marktteilnehmer erklären. Die Beispiele hierfür sind vielfältig und reichen von geförderten Staatsanleihenkäufen (>> Niedrigrenditeumfeld) sowie dadurch erhöhten Überrenditeanforderungen (>> Inflationierung der HY-Märkte) bis hin zu willkürlich subventionierten Märkten (>> Inflationierung von ABS). Auf der anderen Seite stellt auch die EZB sehr viel Liquidität (oder besser gesagt: subventioniertes Kapital) zur Verfügung, die in einem Niedrigzinsumfeld investiert werden muss. Der schrumpfenden Gruppe der Marktteilnehmer, die weiterhin ökonomisch rational investieren darf, gehen die Investitionsmöglichkeiten aus. Die Gruppe, die nur reguliert investieren darf, muss hingegen renditefreies Risiko in Kauf nehmen.

*Dominanz der weniger Regulierten
>> zunehmende Marktkonzentration*

Dieses Argument hängt stark mit dem vorherigen der Marktsegmentation zusammen. In gewissen Marktsegmenten dominieren inzwischen wenige Marktteilnehmer. Im letzten Newsletter haben wir ausführlich über die Dominanz großer Fondsgesellschaften im HY-Markt berichtet. ETFs, Multi-Asset-Fonds usw., die sich alle über starke Mittelzuflüsse in den letzten Jahren freuen durften, haben inzwischen keinen natürlichen Kontrahenten mehr. Falls diese Investoren, die eine sehr ähnliche Portfoliostruktur aufweisen und ähnlich agieren, angesichts exogener Einflüsse ihre Positionen abbauen müssen, kennen wir aktuell nur wenige, die in der Lage wären, dieses Risiko zu absorbieren. Die damit verbundenen Marktbewegungen liegen also in Händen einer immer kleiner werdenden Gruppe – die Marktmacht einzelner Investoren steigt folglich. Ein funktionierender Markt setzt aber genau das Gegenteil davon voraus!

*Zweiteilung des Finanzmarktes:
Fehlallokation von Kapital*

Im letzten Newsletter haben wir bereits unsere Erwartung geäußert, dass es zu einer Dichotomie der Märkte kommen wird. Vor allem Mario Draghis jüngste Aussagen (Ankündigung einer Ausweitung des Asset-Purchase-Programms) bestätigen diesen Verdacht. Der von der EZB subventionierte Markt wird letztlich inflationiert, während nicht subventionierte Segmente der Gefahr von „Asset-Price-Deflation“ ausgesetzt sind. In Ersterem wird es allerdings kaum mehr möglich sein, attraktive Renditen zu erzielen, weshalb immer mehr Investoren auf die nicht subventionierten Segmente ausweichen. Die EZB zwingt hierdurch letztlich Investoren dazu, riskante Marktsegmente aufzusuchen – was letztlich eine Fehlallokation von Finanzkapital nach sich zieht. Die kurzfristigen Effekte dieser Politik kann man ja durchaus als positiv erachten (Aktienmärkte auf oder nahe historischer Höchststände), allerdings entsteht langfristig die Gefahr, dass sich die geldpolitischen Maßnahmen eben als nicht wachstumsfördernd erweisen, womit eine Entkopplung zwischen den Entwicklungen an den Finanzmärkten und der Realwirtschaft eintritt. Diese Diskrepanz kann nur auf zwei Wegen aufgelöst werden: stark positive Wachstumsraten oder eben ein Preisverfall für „Financial Assets“. Dies muss nicht in 2015 geschehen – aber die Wahrscheinlichkeit dafür steigt mit zunehmender Verwerfung sukzessive an.



Mangelnde Abstimmung zwischen geldpolitischen und regulatorischen Maßnahmen

Wir sind an dieser Stelle schon mehrmals auf regulatorische Änderungen eingegangen – von Basel III über EMIR, vom Short-Selling Ban bis hin zur regulatorischen Gleichstellung großer Asset Manager zu Banken und Versicherungen (Vorschlag der European Banking Authority). Folgendes Beispiel zeigt explizit auf, wie regulatorische Eingriffe die Handelbarkeit ganzer Marktsegmente beeinflussen und diametrale Effekte zu den ausdrücklichen Intentionen der EZB bedingen. In der 2013 eingeführten europäischen Richtlinie für Alternative Investmentfonds¹ wird u. a. auch der Erwerb strukturierter Kreditprodukte (ABS, CLOs etc.) für Investmentfonds geregelt. Die Anforderungen hier führen dazu, dass nur mehr bestimmte ABS von Fonds (ausnahmslos, gilt also auch für Hedge Fonds) erworben werden können – bspw. können keine auf dynamisch gemanagte Asset-Pools referenzierende Strukturen gekauft werden. Aus eigener Erfahrung können wir behaupten, dass der Erwerb von ABS in Fonds extrem erschwert wird – was man ja durchaus als gewünschten Effekt bezeichnen kann. In den Krisenjahren 2007–2009 wurde deutlich, dass viele Investoren das Risiko und die Funktionsweise von bestimmten strukturierten Kreditprodukten nur unzulänglich verstanden haben, was letztlich eben auch dazu geführt hat, dass der Staat einspringen musste (v. a. bei den Landesbanken). Der daraus logischerweise folgende starke Rückgang von ABS-Transaktionen wurde allerdings von der EZB kürzlich als zentraler Faktor der rückläufigen Kreditvergabe des europäischen Bankensystems erkannt. Folglich wird die Belebung des ABS-Marktes von der EZB forciert, wobei eben der Kauf von Kreditstrukturen Teil des Programms darstellt. Angesichts der Etablierung der AIFMD kann die Wiederbelebung des ABS-Marktes nicht über den freien Kapitalmarkt erreicht werden – also bleibt die EZB der einzige Marktteilnehmer, der aktuell für eine Belebung des Marktes sorgen kann. Es stellt sich nur die Frage, wie das in Zukunft geregelt werden soll: Die hohen regulatorischen Hürden stehen hier diametral den Ideen der EZB entgegen. Also lässt sich nicht erkennen, wie die außerordentlichen Maßnahmen der EZB das Kreditangebot der Banken nachhaltig erhöhen sollen, was eben auch keinerlei positive Wachstumsimpulse aus dem Bankensektor heraus als Konsequenz hat.

EZB = Europäische Zentrale für Bondkäufe

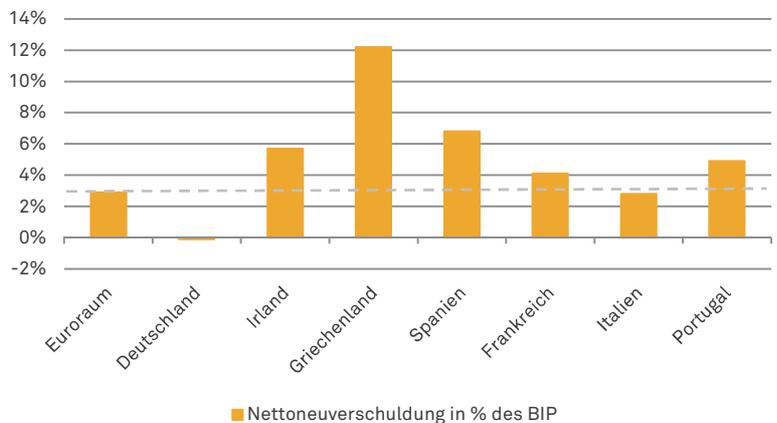
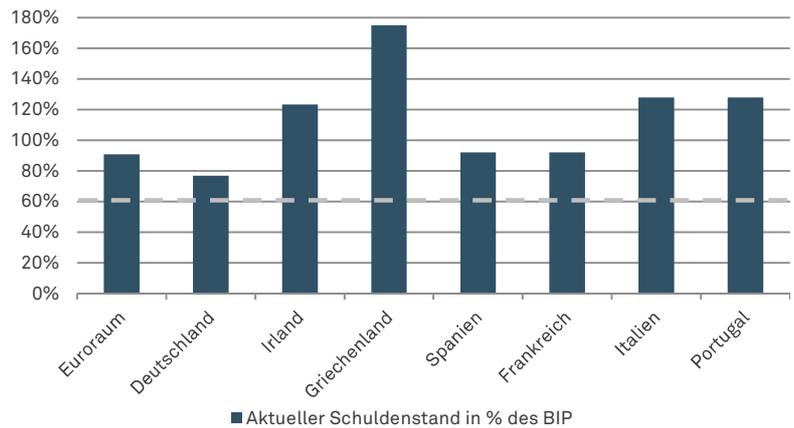
Neben den oben beschriebenen diametralen Effekten zwischen geldpolitischen und regulatorischen Maßnahmen bergen die Maßnahmen der EZB eine immer offensichtlicher werdende Gefahr: der nachhaltig abnehmende Druck bezüglich notwendiger Strukturreformen in Europa. Im Anschluss an die Lehman-Pleite wurden auch von normalerweise kritischer Seite direkte Eingriffe der EZB in den Markt insofern für gutgeheißen, dass ein Zusammenbruch des Finanzsystems weit aus schlimmere Effekte nach sich gezogen hätte als die Verwerfungen, die offensichtlich durch die exzessive Geldversorgung durch die EZB hervorgerufen werden. Gerade in Europa wurde die Rolle der EZB so verstanden, dass sie mit außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen die Umsetzung notwendiger Reformen flankiert, also deren negative Effekte temporär kaschiert. Das ist nun gründlich schief gegangen, da gerade von politischer Seite vielmehr davon ausgegangen wird, dass die EZB weiterhin stützend wirken wird. Deshalb (wir ignorieren mal den Fakt, dass es sich hierbei um Wahlgeschenke handelt) finden immer mehr keynesianische Gedanken Eingang in die europäische Politik – staatliche Investitionen werden als appropriates Mittel propagiert, die aktuelle Wachstumsschwäche zu bekämpfen. In einem einfachen makroökonomischen Modell würde man dieser Aussage sogar zustimmen, vor allem hinsichtlich der Tatsache, dass wir aktuell mit dem Phänomen der Liquiditätsfalle (>> Geldpolitik führt zu keinerlei Wachstumseffekten) konfrontiert sind. Falls man sich aber die Mühe macht, etwas detaillierter über das europäi-

¹ Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)



sche Problem nachzudenken, muss man zwangsläufig zu einem anderen Schluss kommen. Offensichtlich ist der Ursprung der europäischen Schuldenkrise – wie es sich für den gewieften Leser bereits aus dem Namen erschließen könnte – in der Höhe der Staatsverschuldung zu suchen. Es darf nicht verwundern, dass die Finanzmärkte ihr Vertrauen in die europäische Staatengemeinschaft verlieren, wenn sich diese als konsequent vertragsbrüchig darstellt. Es gibt einen Grund, warum der Maastrichter Vertrag eine Schuldenbegrenzung vorgesehen hat. Es hat sich aber trotzdem niemand daran gehalten.

**Aktueller Schuldenstand und
Nettoneuverschuldung der europäischen Staaten
(Grenze Maastricht-Regeln: 60 % bzw. 3 %)**
Quelle: Eurostat, Stand 2013



Wir haben relativ wenig Hoffnung, dass sich an der Verschuldungssituation in Europa nachhaltig etwas ändert. Gerade in Italien und Frankreich bleibt zu befürchten, dass politische Eigeninteressen über die Stabilität der Eurozone gestellt werden. Deshalb bleiben die ursächlichen strukturellen Probleme in Europa auch in 2015 bestehen und es ist nicht absehbar, wie diese ohne positive Wachstumseffekte in Kombination mit inflationären Tendenzen gelöst werden sollen. Beides halten wir wiederum für höchst unwahrscheinlich. Für den aus unserer Sicht wahrscheinlicheren Fall einer persistenten Inflationierung der Finanzmärkte in einem deflationären Umfeld mit niedrigen Wachstumsraten bleibt die Gefahr eines erneuten Aufflackerns der Eurokrise immanent.

Wir haben es folglich mit einer Kombination aus altbekannten Risikofaktoren zu tun, die auf einen stark regulatorisch beeinflussten Marktmechanismus treffen. Die Frage ist demnach, welche Gleichgewichtssituation in einem regulierten Markt zu erwarten ist, falls exogene oder immanente Schocks auftreten. Der zentrale Punkt hierbei ist die Beeinflussung von Marktstrukturen und Verhaltens-



weisen von Marktteilnehmern durch regulatorische Maßnahmen. Im folgenden Nachruf wollen wir hier am Beispiel des CDS-Marktes darauf eingehen.

Ein Nachruf: „Servus, mach’s guad“ – Die Deutsche Bank zieht sich teilweise aus dem CDS-Markt zurück

Die Bekanntgabe der Deutschen Bank, sich weitgehend aus dem CDS-Markt für Einzelnamen zurückzuziehen, ist vor allem regulatorisch bedingt. Die Deutsche Bank war jahrelang einer der größten Market-Maker in diesem Segment und diese Entscheidung kommt für viele Investoren und Kontrahenten durchaus überraschend. Um diese Entwicklung nachvollziehen zu können, machen wir einen kurzen Ausflug in die Geschichte des CDS-Marktes.

Der Markt für Kreditversicherungen ist Ende der 1990er Jahre in den USA als Spätfolge der Savings-and-Loan-Krise der 90er Jahre entstanden. Bei Banken ist die Nachfrage nach Produkten aufgekommen, mit denen sie Kreditrisiken absichern können, um damit letztlich das Kreditgeschäft (also die Kreditvergabe) von der Übernahme des Kreditrisikos abzukoppeln. Das heißt also, dass mit Hilfe von CDS Banken ihr klassisches Kreditgeschäft und daraus resultierende Geschäfte (Währungs- und Zinsgeschäfte usw.) weiter verfolgen konnten, ohne das gesamte Kreditrisiko dieses Geschäfts zu tragen – genau dieses konnte durch CDS auf mehrere Schultern verteilt werden – v. a. auch an solche Marktteilnehmer, die selbst kein originäres Kreditgeschäft haben (also z. B. Versicherungen), dieses jedoch als Diversifikation ihrer eigenen Risiken (bei Versicherungen hauptsächlich Zinsrisiken) nachfragen. Die grundsätzliche Idee eines CDS-Kontraktes ist also durchaus löblich. Es wird wenig ernsthafte Ökonomen geben, die in Frage stellen würden, dass die Existenz von Derivaten zum Risikotransfer keine positiven Nutzeneffekte nach sich zieht.

Nachdem CDS eine immer breitere Anhängerschaft gefunden haben, wurde in den Jahren 2004-2007 deren Charakter als „Basisinstrument“ erkannt. Angesichts der damals sehr engen Spread-Niveaus in Kombination mit einer enormen Nachfrage nach Kreditrisikoinstrumenten wurden CDS vermehrt in strukturierten Kreditprodukten (CDOs et al.) eingesetzt. Das hat direkt zu einer weiteren Einengung der Credit-Spreads geführt, da die Banken sehr hohe Volumina an synthetischen CDOs an Kunden verkauft haben – sich das zugrundeliegende Kreditrisiko hierfür aber wiederum am CDS-Markt einkaufen mussten. Das war der berühmte „Technical Bid“, der dazu geführt hat, dass Anfang 2007 der iTraxx Main bei unter 20 bp gehandelt hat.

Angesichts der Lehman-Pleite und der Probleme bei AIG kamen CDS das erste Mal unter die besondere Aufsicht des Regulators. Lehman hat als Kontrahent eine wichtige Rolle im CDS-Markt gespielt, AIG war der weltweit größte Versicherer für CDS-Strukturen. Nachdem der amerikanische Staat AIG retten musste, kam es zu weitreichenden Eingriffen in den CDS-Markt. Hierbei spielte die Installation eines Clearing-Hauses die größte Rolle, was sich letztlich nun in der Umsetzung von EMIR widerspiegelt. Man könnte einwenden, dass es nie das Instrument ist, welches ein Problem verursacht – sondern immer nur die dahinterliegende Strategie. Wenn man sich nicht die Mühe macht, die Strategie zu verstehen, bleibt das Verbot die einfachste Lösung. Nachdem also diese Vorgaben umgesetzt wurden, hat die Eurokrise die nächste Frage aufgeworfen. Und zwar die, ob mit CDS gegen Staaten spekuliert werden kann. Obwohl sich hier wiederum die große Mehrheit des ökonomischen Gewissens gegen diesen Verdacht ausgesprochen hat, wurde unter politischem Druck eine Short-Selling-Restriktion auf europäische Staaten-CDS umgesetzt. Erneut gilt: Wo Unwissenheit herrscht, kommt es zu Verboten. Basel III tut nun sein Übriges. Die gestiegenen Eigenkapitalanforderungen an Banken machen es nun teurer, CDS auf den Handelsbüchern zu halten.

Die Deutsche Bank ist hierbei nur der prominenteste Vertreter einer Reihe von Banken, die das CDS-Segment als Asset-Klasse bereits



aufgegeben haben. Es bleibt allerdings fraglich, ob der damit gewünschte Effekt einer höheren Finanzmarktstabilität erreicht werden kann. Oder möglicherweise genau das Gegenteil eintritt.

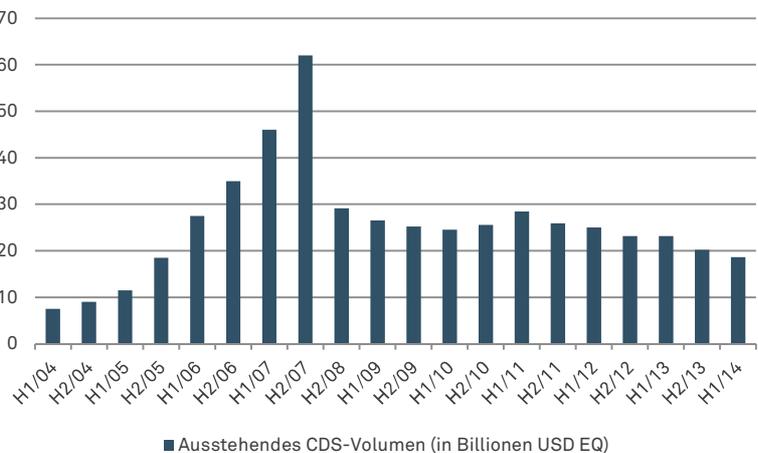
Vom „großen“ Oligopol zum „kleinen“ Oligopol

Der CDS-Markt steht hierbei exemplarisch für eine Entwicklung vom „großen“ zum „kleinen“ Oligopol. Rein ökonomisch sollte es bzgl. der Findung eines Marktgleichgewichts keine Unterschiede geben.² Die Welt ist sehr viel mehr von Oligopolen dominiert als vom vollkommenen Wettbewerb, man denke nur an die Marktstruktur im Rohstoffmarkt (OPEC et al.), im Energiesektor oder im IT-Bereich. Auch der globale Kapitalmarkt ist in weiten Teilen durch eine begrenzte Zahl von Anbietern gekennzeichnet, vor allem wenn es sich um Randsegmente handelt. Während der globale Währungsmarkt noch am ehesten einem vollkommenen Wettbewerb gleicht, trifft das beispielsweise für bestimmte Teile des Aktienderivatemarktes nicht mehr zu. Es trifft ganz sicherlich auf weite Teile des Kreditmarktes zu (v. a. HY) und auch auf bestimmte Segmente des CDS-Marktes. Dieser Erkenntnis wird in nachfolgender Argumentation noch eine zentrale Rolle zukommen.

Zurück zu unserem Beispiel des CDS-Marktes ist der ganz offensichtliche Effekt zunehmender Regulierung natürlich in erster Linie ein Rückgang des Marktvolumens. In folgender Abbildung ist der Rückgang der ausstehenden Volumina im CDS-Markt aufgezeigt – von der Spitze Ende 2007 (62.000 Mrd. USD) hat sich das Volumen bis heute um ca. zwei Drittel verringert.

Ausstehendes Volumen im CDS-Markt

Quelle: DTCC



Während es hier auch spezielle technische Gründe für diesen Rückgang gibt, bleibt jedoch die Frage, welche Effekte dadurch entstehen und ob diese nicht letztlich auf viele Marktsegmente zutreffen. Es geht darum, dass regulatorische Eingriffe in Märkte immer mithilfe eines Marktversagens³ gerechtfertigt werden. Neben der Tatsache, dass regulatorische Eingriffe das Risiko des Staatsversagens⁴ beinhalten, besteht eine zweite Gefahr: Und zwar die, dass ein nicht gewünschtes Marktergebnis (z. B. zu hohe Risikoaufschläge in den Peripherieländern) fälschlicherweise als Marktversagen bezeichnet wird – und ein deshalb als erforderlich erachteter Eingriff erst dazu führt, dass der Markt kein optimales Ergebnis generieren kann. Des-

² Oligopole sind hierbei ein zentrales Gebiet der Spieltheorie, wobei im sogenannten Stackelberg-Modell (und darauf basierende Ansätze) ein dominanter Anbieter seine Mengensetzung nicht allein aufgrund der damit verbundenen direkten Preiswirkung vornimmt, sondern eben auch die Reaktionsfunktionen der anderen nachfolgenden Anbieter mitberücksichtigt.

³ Marktversagen führt zu einer nicht optimalen Allokation aus gesamtwirtschaftlicher Sicht, wobei die Wohlfahrt eines Landes als zentrale Maßeinheit herangezogen wird.

⁴ Staatsversagen kann als Gegenstück zum Marktversagen definiert werden und kann eben auch zu ineffizienten Allokationen, Produktionsineffizienzen, Arbeitslosigkeit usw. führen.



halb erscheint es uns unausweichlich, die Effekte regulatorischer Eingriffe aufzulisten und in kurz- und langfristige Wirkungen einzuteilen. Hierbei beziehen wir uns abermals auf den CDS-Markt, wobei die Ergebnisse erneut allgemeingültigen Charakter haben.

Kurzfristige Effekte regulatorischer Eingriffe am Beispiel des CDS-Marktes

- > Sinkt die Zahl der Marktteilnehmer, muss mit einer rückläufigen Liquidität im Sinne einer geringeren Markttiefe und -breite gerechnet werden. Daraus ergibt sich zwangsläufig eine höhere realisierte Volatilität, was sich auch in einer höheren impliziten Volatilität widerspiegeln sollte. Hierdurch steigen u. a. auch die Absicherungskosten.
- > Die Gefahr von selbsterfüllenden Prozessen nimmt zu, wenn die Zahl der Marktteilnehmer geringer wird. Fallen Banken als Risikonehmer weg, halten vor allem Fonds Kreditrisiken. Da diese eine ähnliche Sicht der Märkte haben, besteht das Risiko, dass große Volumina simultan ge- oder verkauft werden. Somit steigt das Risiko relativ scharfer Preisreaktionen. Hierbei spielt vor allem die Ausweitung regulatorischer Maßnahmen auf den Nicht-Banken- und Nicht-Versicherungssektor eine Rolle.⁵ Je mehr Marktteilnehmer denselben regulatorischen Regeln ausgesetzt sind, desto schwieriger wird das Erreichen von Marktgleichgewichten (s. o.).
- > Während das Volumen an Absicherungsmöglichkeiten abnimmt, werden gleichzeitig immer mehr Schulden gemacht – der Hedging-Bedarf steigt also. Vor allem „niedrige“ Qualitäten nutzen die aktuelle Niedrigzins- und Niedrig-Spread-Phase, um sich am Kreditmarkt zu refinanzieren. Das spiegelt sich in den hohen Neuemissionsvolumina wider, aber auch in einer sinkenden Neuemissionsqualität (z. B. das Revival von PIK- und Toggle-Notes). Kommen diese Unternehmen unter Druck (was wir für keine Frage des „ob“, sondern nur des „wann“ halten) und sinkt das Angebot an Absicherungsinstrumenten am CDS-Markt, bleibt nur ein Verkauf dieser Anleihen, um Risiken abzubauen. Die Preiswirkungen sind dann sehr viel fataler als das unter der Annahme der Existenz liquider Absicherungsinstrumente der Fall wäre.

Langfristige Effekte regulatorischer Eingriffe am Beispiel des CDS-Marktes

- > Final wird der Marktmechanismus außer Kraft gesetzt. Der Eingriff des Staates blockiert eben nicht nur unerwünschte Marktgleichgewichte, sondern verhindert grundsätzlich die Bildung jeglicher Gleichgewichtssituationen. Ineffizienzen nehmen zu, wobei die Definition von Ineffizienzen als zentral verstanden werden muss: Eine Marktineffizienz besteht dann, wenn Finanzinstrumente mit demselben Auszahlungsprofil am Markt zu unterschiedlichen Preisen gehandelt werden. Das macht ökonomisch keinen Sinn, tritt aber genau dann ein, wenn der Markt in seiner Funktionsweise eingeschränkt wird.
- > Staatlich festgelegte Preisrelationen können nicht langfristig gehalten werden – das sollte spätestens seit den ökonomischen Problemen letztlich aller sozialistischen Systeme kein Geheimnis mehr darstellen. Der Fall der portugiesischen Banco Espírito Santo hat dies erst kürzlich deutlich gemacht. Zentralbanken können kurzfristige Liquiditätsprobleme lösen, aber niemals langfristige Solvenzschwierigkeiten. Wenn es der Zentralbank nicht gelingt, realwirtschaftliche Ausfallwahrscheinlichkeiten zu senken, kauft sie sich mit Ankaufsprogrammen einzig und allein Ausfallrisiken ein. Der „Last Lender of Resort“ kann den Kollaps des Finanzsystems temporär abwenden – aber niemals realwirtschaftlich ge-

⁵ Der Vorschlag der European Banking Authority, regulatorische Maßnahmen auf den Nicht-Banken-/Nicht-Versicherungssektor auszuweiten. Vgl. <http://www.eba.europa.eu/>.



rechtfertigte Insolvenzen. Solange geldpolitische Maßnahmen also realwirtschaftlich ohne Relevanz bleiben, müssen diese auch temporären Charakter aufweisen. Zentralbanken können letztlich nur zwischenfinanzieren, niemals langfristige Überlebenswahrscheinlichkeiten beeinflussen. Würde sie das tun, würden sie unweigerlich unprofitable Geschäftsmodelle subventionieren. Ein offensichtlich sinnloses Unterfangen, welches zwangsläufig Wohlfahrtsverluste nach sich zieht. Man kann einer Zentralbank verzeihen, wenn sie genau dies bei der Rettung von Banken tut – aber die Vorstellung, dass eine Zentralbank direkt Nicht-Finanzinstitute durch geldpolitische Maßnahmen rettet, schmerzt das ökonomische Gewissen.

- › Die EZB wird in Zukunft nicht nur der „Lender of Last Resort“ sein, sondern der „Buyer of Last Resort“. Das mag auf den ersten Blick vertrauensvoll wirken, ist es letztlich aber nicht. Eine Zentralbank hat solange Handlungsspielraum, solange ihr die Marktteilnehmer vertrauen. Sollte das Vertrauen verloren gehen, gewinnen diejenigen die Oberhand, die das aktuelle Geldsystem kritisieren. Und genau dann wird nicht nur der Euro in Frage gestellt, sondern die Eurozone als Ganzes. Langfristig bedingt die EZB mit ihren Maßnahmen möglicherweise genau das, was sie eigentlich verhindern wollte: ein Scheitern der europäischen Idee.
- › In der aktuellen Situation existiert keine einfache Lösung. Es wird unweigerlich zu einer nächsten Krise kommen – einzig deren Schärfe bleibt fraglich. Je länger die EZB mit ihren Maßnahmen dazu beiträgt, dass sich die Märkte von realwirtschaftlich gerechtfertigten Bewertungen entfernen, desto schärfer wird der Anpassungsprozess ausfallen. Die Grundprobleme der Eurozone sind keineswegs behoben – sie wurden vielmehr institutionalisiert. Möchte man die Abhängigkeiten zwischen Staaten und dem Bankensystem verringern, hat die EZB exakt zum Gegenteil beigetragen. Banken und Staaten waren noch nie so eng vernetzt wie das aktuell der Fall ist. Die Idee, dies durch ein europäisches Abwicklungsgesetz dahingehend zu gestalten, dass in Zukunft die Steuerzahler außen vor gelassen werden, ist politisch nachvollziehbar – die Umsetzung desselben ökonomisch äußerst problematisch. Die Glaubwürdigkeit der EZB steht mehr denn je zur Debatte, falls eine systemrelevante europäische Bank in Schwierigkeiten gerät – was angesichts der makroökonomischen Situation (u. a. Rekordvolumen an ausfallgefährdeten Krediten in den Peripherieländern) wahrscheinlicher wird.

2015 – X-Asset Ausblick

Eines muss man der europäischen Politik ja zugutehalten: Es gehen ihr nie die Ideen aus. Kürzlich hatte Kommissionspräsident Juncker den Einfall einer Verlusthaftung, um private Investitionen in Europa anzukurbeln. Mit Verlusthaftung meint Juncker, dass erste auflaufende Verluste bei Investitionen in Europa von der Staatengemeinschaft getragen werden. Juncker schlussfolgert daraus, dass dann aus jedem Land in Europa eines mit hervorragendem Kreditrating werden wird. Das ist eine durchaus befremdliche These und es erinnert uns an die Zeit der Subprime-CDOs: Man packt einfach viel schlechtes Risiko zusammen und schon wird ein AAA daraus. So funktioniert das leider in der Realität nicht. Wie im Falle der Einführung von Eurobonds besteht vielmehr die Gefahr, dass alle Staaten in Europa mit Herabstufungen rechnen müssten. Der zentrale Punkt, der hierbei nicht verstanden wird, ist der, dass niedrige Risikoaufschläge in der Peripherie Europas solange keinen Sinn machen, solange sie fundamental nicht gerechtfertigt sind. Die Spread-Konvergenz innerhalb Europas während der Nuller-Jahre in Kombination mit einer realwirtschaftlich divergenten Entwicklung waren die Ursache für die Eurokrise – definitiv nicht die Lösung.



Die Motivation hinter Junckers Idee scheint vielmehr zu sein, keynesianisch geprägte Ausgabenprogramme hinter innovativen Lösungen verstecken zu wollen. Genau diese Diskussion wird die europäische Politik auch in 2015 prägen – der Kampf zwischen den Sparwilligen und den Ausgabenbefürwortern hält also an.

Wir sind der Meinung, dass die Tatsache, dass viele Asset-Klassen subventioniert sind und deshalb von ihren intrinsisch gerechtfertigten Bewertungen abweichen in Kombination mit einem dysfunktionalen Marktsystem die Krisenwahrscheinlichkeit kontinuierlich erhöht. Das dominierende Risiko für die globalen Kapitalmärkte sehen wir nach wie vor im europäischen Bankensektor. Wir wiederholen uns an dieser Stelle, aber kommen nicht umher, das zentrale Problem der Krisenbekämpfung nochmals zu erwähnen: Die Rettung von Banken macht einzig und allein Sinn, wenn dadurch eines gewährleistet wird: die Einheit von Handlung und Haftung. Leider führt die Krisenpolitik zum Gegenteil, nämlich einem verstärkten Moral-Hazard-Verhalten des Bankensektors.⁶

Folglich bleiben wir bezüglich der strukturellen und ökonomischen Entwicklungen in der Eurozone weiterhin skeptisch. Die Frage ist, wie sich verschiedene Asset-Klassen in diesem Umfeld entwickeln und welche Anlagemöglichkeiten attraktiv erscheinen.

Fixed Income

Wir denken, dass die Zerteilung des Marktes bestehen bleibt. Subventionierte Märkte wie Staatsanleihen, ABS und auch IG-Credits werden weiterhin unterstützt. Das Risiko einer Spread-Ausweitung besteht natürlich, aber in einem Szenario, in dem die EZB weiterhin alle Möglichkeiten ausschöpfen wird, ist eine drastische Ausweitung unwahrscheinlich. Eine weitere Einengung von den aktuellen Niveaus aber auch, womit das Performance-Potenzial relativ gering bleiben wird. Auf der CDS-Seite sehen wir mehr Druck auf diese Märkte. Trotz des Short-Selling-Verbots in Europa denken wir, dass in potenziellen Ausweitungsszenarien CDS vorlaufend reagieren werden. Financials stehen weiterhin unter besonderer Beobachtung. Genau in diesem Segment ist die Diskrepanz zwischen der aktuellen Bewertung und der ökonomischen Realität besonders groß. Das weiß allerdings auch die EZB. Sie wird alles tun, um den Bankensektor weiterhin zu stützen und dieser wird alles tun, die implizite Garantie der Staaten auszunutzen. Das Risiko besteht darin, dass bei einer weiteren Wachstumseintrübung und dem damit verbundenen, steigenden Volumen von ausfallgefährdeten Krediten, sich die Wahrheit nicht mehr länger verheimlichen lassen wird. Wir bleiben deshalb Nachranganleihen gegenüber weiterhin sehr kritisch eingestellt. HY-Anleihen sind unserer Ansicht nach das erste Segment, welches verstärkt unter Druck geraten wird. Zumindest solange die EZB nicht auf die grandiose Idee kommt, aus welchen abstrusen Gründen auch immer, HY-Anleihen zu kaufen. Das Problem im HY-Segment ist die unterdurchschnittliche Qualität der Neuemissionen der letzten Jahre – ganz im Sinne „last in – first out“.

Aktienmärkte

Aktienmärkte haben extrem von der Zentralbankpolitik der letzten Jahre profitiert. Und von der Furcht, dass unser Geldsystem zusammenbricht. Letzteres halten wir mittelfristig für sehr unwahrscheinlich. Wir denken auch nicht, dass die traditionellen Argumente (hohe Dividendenrendite usw.) der Aktienfetischisten in 2015 zum Tragen

⁶ Wir können es selbst nicht besser formulieren, weshalb wir hier einfach auf den Abstract des folgenden Papers verweisen: Acharya, V.V. und Steffen, S. (2013): „The ‚Greatest‘ Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks“, *Journal of Financial Economics*, http://events.isb.edu/financeconference2013/File/Carry-Tades_AcharyaSteffen.pdf: „We show that Eurozone bank risks during 2007-2012 can be understood as a “carry trade” behavior. Bank equity returns load positively on peripheral (Greece, Ireland, Portugal, Spain and Italy, or GIPSI) bond returns and negatively on German government bond returns, a position that generated “carry” until the deteriorating GIPSI bond returns inflicted losses on banks. The positive GIPSI loadings correlate with banks’ holdings of GIPSI bonds; and, the negative German loading with banks’ short-term debt exposures. Consistent with moral hazard in the form of risk-taking by large, under-capitalized banks to exploit government guarantees, arbitrage regulatory risk weights, and access central-bank funding, we find that this carry-trade behavior is stronger for large banks, and banks with low Tier 1 ratios and high risk-weighted assets, in both GIPSI and non-GIPSI countries’ banks, but not so for similar banks in other Western economies or for non-bank firms.“



kommen. Die Tatsache, dass Staatsanleihen auf wenig rentablen Niveaus handeln, ändert nichts daran, dass implizite Volatilitäten im Aktienmarkt ein sehr positivistisches Weltbild diskontieren. Wir wiederholen uns zum wiederholten Male ... aber auch hier sehen wir das größte Risiko auf der Bankenseite. Schaut man sich die Bilanzen einiger Banken an und adjustiert deren Kapitalbilanz hinsichtlich potenzieller Verluste aus notleidenden Krediten, lässt sich bei einigen Kandidaten durchaus ein negatives Eigenkapital ableiten. Entgegen der Mehrheit der Aktienanalysten denken wir auch, dass die impliziten Volatilitäten zu niedrig sind. Wir halten im aktuellen Umfeld Long-Volatilitätsstrategien für eine günstige Absicherung gegenüber potenziellen exogenen Schocks.

Währungsmärkte

Angesichts des globalen Abwertungswettlaufs erschwert sich die Frage, welche Währung unter- oder überbewertet ist. Es basiert weitestgehend auf unserer Abneigung gegenüber Mainstream-Meinungen, dass wir entgegen der Mehrheit nicht glauben, dass Long USD / Short EUR noch eine sichere Wette darstellt. Es mag sein, dass die aktuellen Probleme in Europa größer sind als in den USA, das heißt aber nicht, dass Letztere keine haben. Der Druck auf die Fed wird zunehmen, ihren eingeschlagenen Pfad einer sukzessiven Zinserhöhung zu verlassen – genau in dem Ausmaß, in dem ihre asiatischen und ihr europäisches Pendant ihre „Beggar my Neighbor“-Politik ausweiten.

Wir sind der Überzeugung, dass durch die Unterdrückung des Marktmechanismus Ineffizienzen in den Kapitalmärkten zunehmen werden. Arbitragestrategien erscheinen uns hierauf die richtige Antwort zu sein – man muss nur die Chance bekommen, diese zu nutzen. Und das sind angesichts der regulatorischen Anforderungen immer weniger Investoren.

Um die Eingangszeilen nochmals aufzugreifen, verweisen wir bei der Frage, warum sich die europäischen Institutionen „im Kreise drehen“, zugegebenermaßen etwas despektierlich auf Ernst Ferstl: „Die Dummheit ist rund. Niemand weiß, wo sie anfängt und wo sie aufhört.“

In diesem Sinne wünschen wir allen Leserinnen und Lesern einen guten Rutsch und verabschieden uns in der Absicht, im Januar den nächsten Newsletter zu veröffentlichen.

Forecast-Tabelle

	3M	6M	9M	12M
Credit				
IG Cash	o	o	o	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" (Ramonas)
- = "This party sucks" (The Slickee Boys)
- = "Straight to Hell" (The Clash)

*Tears for Fears (1982). Ein sehr trauriges Lied. Aber wir denken ja auch nicht, dass 2015 für Investoren besonders lustig wird.



Disclaimer

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

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

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

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