

19 MAR 2015

#19

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

Bis zum bitteren Ende*

>>Und die Jahre ziehen ins Land
und wir trinken immer noch ohne Verstand,
denn eins, das wissen wir ganz genau,
ohne Alk da wäre der Alltag so grau.<<

BIS ZUM BITTEREN ENDE*

Die obigen Zeilen sind als Metapher auf den Liquiditätsausschank der Zentralbanken zu verstehen. Seit dem 9. März wird nun also das Kaufprogramm der EZB umgesetzt und die ersten Erfolge sind durchaus sichtbar. Renditen deutscher Staatsanleihen sind bis 7 Jahre im negativen Bereich und die Aktienmärkte (allen voran der DAX) pulverisieren kontinuierlich ihre alten Höchststände. Man stelle sich vor, die EZB erreiche ihr Ziel und die Inflationsrate in Europa stiege auf 2 %! In diesem Fall hat man es mit fast ebenso hohen absoluten Realrenditen zu tun – allerdings im negativen Bereich. Vor diesem Hintergrund erscheinen die Verhandlungen zwischen Griechenland und der Eurozone als eine Farce, da jegliche Rettungsstrategien immer mehr auf eine rein monetäre Lösung abzielen und die nötigen realwirtschaftlichen Anpassungen zumindest verzögert werden. Aber wir werden in diesem Newsletter endlich mal eine positive Sichtweise auf Griechenland vorstellen: die Rolle Griechenlands als Geheimwaffe Europas im globalen Abwertungswettlauf! Ohne die Liquidität der EZB wäre der europäische Alltag wirklich grau und punkophile Leser werden sich erinnern wie der obige Song endet: „Und wenn einmal der Abschied naht, sagen alle: Das hab ich schon immer geahnt.“

Und die Jahre ziehen ins Land ...

Was als Antwort auf die in 2007 beginnende Krise des europäischen Bankensystems begann, ist inzwischen zum Credo der europäischen Geldpolitik geworden. Indem bewusst der Weg eingeschlagen wurde, das europäische Bankensystem in seiner ganzen Pracht zu erhalten, befindet sich die EZB aktuell folglich auch in der Rolle eines Stabilisators des Finanzsystems (und der Eurozone), während die monetären Impulse in die Realwirtschaft hierbei weitgehend verpuffen.

Seit dem 9. März wird nun auch das Kaufprogramm¹ der EZB mit einem angestrebten monatlichen Volumen in Höhe von 60 Mrd. Euro (voraussichtlich für eineinhalb Jahre) umgesetzt. Das führt natürlich zu gewissen Abstrusitäten, die sich fernab ökonomischer Realitäten bewegen. Portugiesische 10-jährige Staatsanleihen rentieren auf Rekordtiefs bei ca. 1,7 % und damit ungefähr 50 bp unter ihren Pendants aus den USA. Es gibt wohl nur wenige Investoren, die angesichts dieser Konstellation portugiesische Staatsanleihen gegenüber amerikanischen bevorzugen würden – wenn es die EZB nicht gäbe. Noch abstruser wird diese relative Bewertung übrigens, wenn man die CDS beider Länder mitberücksichtigt: 5Y USA CDS handeln bei 18 bp – etwa 120 bp unter den portugiesischen!

¹ Eine detaillierte Beschreibung desselben findet sich im letzten Newsletter.



10-jährige Renditen: Deutschland, Portugal und USA

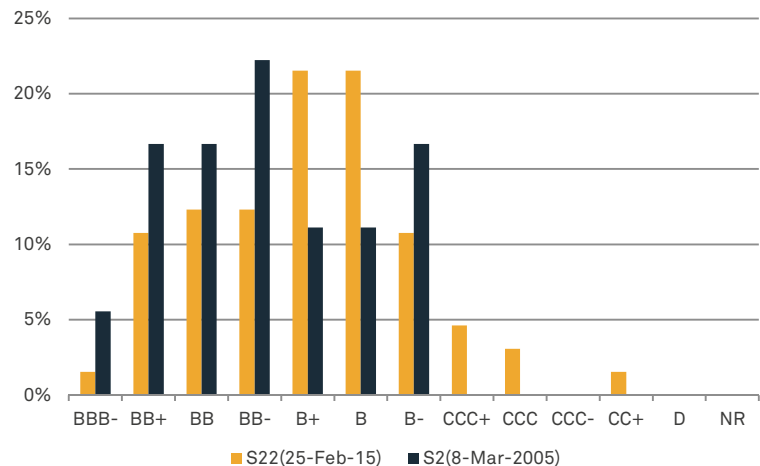
Quelle: Bloomberg



Die Tiefststände der europäischen Aktienmärkte während der Finanzkrise 2009 feiern diesen März bereits ihren sechsten Geburtstag und der Wechselkurs des Euro gegenüber dem USD ist bereits auf das Niveau von 2003 gefallen. Es wird also historisch. Das gilt teilweise auch für die Kreditmärkte. Betrachtet man ausschließlich das absolute Spread-Niveau, handelt der wichtigste Index für den europäischen HY-Markt – der iTraxx X-Over – mit ca. 260 bp rund 100 bp über seinem historischen Tief von Ende 2005. Seitdem haben wir nicht nur zwei Finanzkrisen (Subprime- und Eurokrise) erlebt, sondern eben auch eine dramatische Verschlechterung der Kreditqualitäten, v. a. auf der Neuemissionsseite. In folgender Abbildung ist diese Entwicklung aufgezeigt.

Europäische HY-Märkte: qualitätsgewichtete Spreads nahe historischer Tiefs

Quelle: Credit Suisse, The BLOOMBERG PROFESSIONAL Service



Relativ bewertet handeln also einige Marktsegmente auf extrem teuren Niveaus trotz der Tatsache, dass die realwirtschaftlichen Risiken in den letzten Jahren zugenommen haben. An erster Stelle sind hier zunehmende außenwirtschaftliche Ungleichgewichte zu nennen – allen voran die Leistungsbilanzsalden einiger Länder. Es wird also immer offensichtlicher, dass die Kritiker einer exzessiven Liquiditätsversorgung mit ihrer Befürchtung zunehmender Blasenbildung Recht behalten haben. Allerdings aktuell ohne jegliche Konsequenz, da ja gerade riskante Asset-Klassen noch inflationiert werden.



... und wir trinken immer noch ohne Verstand, ...

Es ist müßig darüber zu diskutieren, welche Alternativen zur exzessiven Liquiditätsversorgung die Zentralbanken in den letzten Jahren gehabt und welche Wirkungen diese nach sich gezogen hätten. Fakt ist, dass allein in 2015 einundzwanzig (21!) Zentralbanken weltweit Zinssenkungen (zumindest in einem ihrer Zinssätze) umgesetzt haben.² Es ist also nach wie vor kein Ende der expansiven geldpolitischen Maßnahmen in Sicht, sondern eine Beschleunigung des Zinssenkungswettlaufs. Darin liegt natürlich auch der springende Punkt: Die Kombination aus hoher Kapitalmobilität und weitgehend freiem Güterverkehr zwingt Zentralbanken in ihrer Reaktionsfunktion, die Maßnahmen anderer Zentralbanken zu berücksichtigen – die Zinssenkung einer Zentralbank erhöht folglich die Wahrscheinlichkeit der Zinssenkung einer anderen. Die hervorstechende Ausnahme bildet hierbei die Fed, die in ihrer letzten Sitzung den Weg frei gemacht hat für eine sukzessive Zinserhöhung, deren Beginn bereits im Juni erwartet wird. Allerdings stellt sich hier wiederum die Frage, wie nachhaltig diese Zinserhöhungen sein werden unter der Annahme, dass andere Zentralbanken weiterhin bei ihrer expansiven Politik verweilen.

Während sich einige Zentralbanken hierbei durchaus die Hoffnung machen dürfen, dass Zinssenkungen einen positiven realwirtschaftlichen Effekt nach sich ziehen, ist die Situation in Europa eine andere. Die EZB kann durch Zinssenkungen keinerlei positive Wachstums- oder inflationäre Effekte auslösen. Ihre Hoffnungen beruhen nun auf den Anleihenkäufen. Die Dimensionen dieser Maßnahme erfüllen auch zweifelsohne das Attribut des „Klotzens“ und nicht des „Kleckerns“. Allein die Bank of Italy (die Käufe werden über die nationalen Notenbanken umgesetzt) wird nach Abschluss des Programms im September 2016 ihre Bilanz um ca. 30 % verlängert haben. Wir haben noch vor zwei Jahren moniert, dass ein beachtlicher Teil der italienischen Staatsanleihen ihr Dasein auf den Bilanzen italienischer Privatbanken fristet – nun ist es halt die Bank of Italy direkt. Offensichtlich gibt es also viel zu viele italienische Staatsanleihen, die in einem libertären Marktsystem zu den aktuellen Bewertungen keine Abnehmer finden würden – also muss man jemanden regulatorisch zum Kauf bewegen. In letzter Konsequenz ist es hierbei völlig irrelevant, ob das staatlich subventionierte Privatbanken sind oder eben die nationale Notenbank ist – die Risiken aus diesen Investitionen verbleiben beim italienischen Staat bzw. den Steuerzahlern. Was diese subventionierten Käufe nicht leisten können, ist eine Reduktion der italienischen Staatsverschuldung und wir glauben uns zu erinnern, dass dies ein auslösendes Moment für die Staatsschuldenkrise in Europa war.

... denn eins, das wissen wir ganz genau, ...

Die oben beschriebenen Effekte sind offensichtlich und somit natürlich auch der EZB bekannt. Man stellt sich nun die Frage, warum sie diese Risiken in Kauf nimmt (v. a. Vermögenswertinflation). Pessimisten würden denken, die EZB steht mit dem Rücken zur Wand, Optimisten glauben, die Effekte der Anleihenkäufe seien nur temporärer Natur und die Realisten sehen, dass die EZB sich auch deshalb wohl fühle, da sie ja viele prominente Vorbilder beim Kauf von Finanzaktiva habe: die Fed, die SNB und die BoJ beispielsweise. Der Umfang und die Ausrichtung des Kaufprogramms der EZB besitzt vor allem deshalb eine gewisse Einmaligkeit, da es sich eben nicht um die Zentralbank eines Landes, sondern um die Zentralbank einer Währungsunion handelt und somit Moral-Hazard-Probleme unumgänglich sind. Angesichts der Tatsache, dass der monetäre Transmissionsmecha-

² Der illustre Kreis umfasst: Usbekistan, Rumänien, die Schweiz, Ägypten, Peru, Türkei, Kanada, EZB, Pakistan, Singapur, Albanien, Russland, Australien, China, Schweden, Dänemark, Indonesien, Botswana, Israel, Indien und Polen.



nismus dysfunktional ist und die EZB-Maßnahmen keinen direkten Effekt auf die Realwirtschaft haben, erklärt sich die immer wiederkehrende Forderung nach Helikoptergeld verschiedenster Ausprägung.³ Die Idee hinter diesen Vorschlägen ist die, dass der Kauf von Finanzprodukten nur indirekt einen Effekt auf die Inflationsentwicklung hat. Verteilt man indes Geld an private Haushalte und regt damit deren Konsum an, könnte ein direkter Effekt auf die Preissteigerungsraten erzielt werden. Die EZB könnte theoretisch auch direkt am Gütermarkt als Käufer auftreten und würde somit denselben Effekt bedingen. Unter der Annahme, dass die europäische Schuldenkrise vielmehr den Charakter einer Verteilungskrise aufweist, könnte man hierdurch sogar einen gewissen Umverteilungseffekt erzielen, falls man allen Bürgern denselben Geldbetrag zur Verfügung stellen würde.

So charmant diese Vorschläge auf den ersten Blick auch klingen mögen – sie haben alle den Charakter der Symptombekämpfung und ändern nichts an den Ursachen der aktuellen Situation. Die Gründe der deflationären Tendenzen in Europa muss man als direkte Effekte der europäischen Krise der Jahre 2010-2012 verstehen:

- › In Europa herrscht ein Zustand der „Bilanzrezession“, d. h. die privaten Haushalte und Unternehmen entschulden sich als direkte Reaktion auf die hohe Staatsverschuldung in Europa. Das führt einerseits dazu, dass die EZB das Kreditvergabevolumen nicht dadurch ankurbeln kann, dass sie das Kreditangebot über niedrige Zinsen versucht zu erhöhen, da es sich um einen Nachfrage- und keinen Angebotsrückgang handelt. Zusätzlich bedingt eine Entschuldung einen Konsumverzicht, was tendenziell die Preissteigerungsraten reduziert.
- › Die EZB verstärkt diesen Effekt dadurch, dass sie durch die Inflationierung der Vermögenswerte Sparen (im aktuellen Sinne also der Kauf riskanter Assets; klassisches Sparen wird natürlich vollkommen unattraktiv) attraktiver macht und somit den Anreiz zum Konsum weiter reduziert.

Jegliche direkte Eingriffe der EZB in den Gütermarkt bzw. die Verteilung von Helikoptergeld hätten also bestenfalls einen temporären Effekt, der kurzfristig den Konsum erhöht. Diese Maßnahmen würden aber nichts an dem ursächlichen Problem ändern. Es steht indes unserer Ansicht nach auch nicht zu befürchten, dass die EZB diesen Schritt wagen würde – viel wahrscheinlicher ist eine Ausweitung des Kaufprogramms (im Falle, dass das aktuelle nicht zur gewünschten Inflationierung der Gütermärkte führt) auf andere Asset-Klassen, wie bspw. Aktien.

... ohne Alk da wäre der Alltag so grau.

Auch wenn es müßig erscheint darüber nachzudenken, so mag man sich doch die Frage stellen, was wäre wenn die Zentralbanken den Märkten die Liquidität entziehen würden. Am realistischsten erscheint diese Überlegung für den Fall zu sein, in dem die EZB ihr Ziel erreicht: Die Inflationsrate in der Eurozone steigt auf 2 %. In dieser Situation rentieren deutsche Staatsanleihen aufgrund der fortschreitenden Käufe der EZB im negativen Bereich und offerieren Investoren somit eine äußerst „attraktive“ reale Rendite von ca. minus 2 %. Wenn dieses Ziel erreicht ist, beendet die EZB ihr Anleihenkaufprogramm, der Markt impliziert eine sukzessive Verringerung der Liquiditätsversorgung bei einer negativen Realrendite, was unweigerlich zu dem von vielen Kommentatoren lange erwarteten Platzen der Rentenblase führt.

³ Z. B. hier: <http://www.flassbeck-economics.de/tag/helikoptergeld/>



Die EZB geht übrigens genau von diesem Szenario aus, wie sich der Äußerung von Ewald Nowotny, dem Gouverneur der Österreichischen Nationalbank, Mitte März entnehmen lässt: „If we enter a more normal phase of inflation expectations, that will also be reflected in yields. I don't think one can assume that we will have a very long phase of negative yields if this program is successful.”

Die EZB scheint sich also darüber im Klaren zu sein, dass das aktuelle Kaufprogramm zwangsläufig in einem Platzen der Rentenblase münden muss und die damit verbundenen Wirkungen scheinen auch bekannt zu sein. Gerade die Institutionen, die regulatorisch zum Halten von Staatsanleihen „gezwungen“ werden (Versicherungen, Pensionskassen et al.), werden also Wertverluste auf ihre Staatsanleihenpositionen hinnehmen müssen. Die EZB sollte sich vielleicht jetzt schon einen Notfallplan zurechtlegen. Wir raten zum Auflegen eines neuen Kaufprogramms. Diese zynische Bemerkung sei verziehen, sie dient einzig der Verdeutlichung des Teufelskreises, in den sich die EZB selbst gebracht hat.

Griechenland: Ein spieltheoretisches Experiment

Es hat sich ja inzwischen rumgesprochen, dass Yanis Varoufakis sich während seiner wissenschaftlichen Laufbahn intensiv mit Spieltheorie beschäftigt hat.⁴ Irgendwie wird man das Gefühl nicht los, dass die griechische Verhandlungsstrategie mit Europa spieltheoretischen Konzepten folgt. Sie mag möglicherweise sehr viel ausgetüftelter sein, aber uns fällt auf Anhieb eine Ähnlichkeit zu einem der einfachsten Spiele ein: The Game of Chicken!

Das Chicken-Game beschreibt ursprünglich eine Situation, in der zwei Autos aufeinander zufahren, wobei derjenige Fahrer, der als erster ausweicht, verliert. Weicht keiner der beiden aus, zahlen sie dafür mit dem Leben und weichen beide aus, gibt es keinen Gewinner, aber dafür auch zwei Überlebende. Überträgt man diesen Gedanken auf die Verhandlungen Griechenlands mit Europa, zeigen sich gewisse Parallelen. Die Ausgangslage ist die folgende: Griechenland steht vor der Entscheidung, Reformen umzusetzen oder es eben nicht zu tun. Europa hingegen steht vor der Entscheidung, weitere Hilfspakete bereitzustellen oder die Hilfszahlungen auslaufen zu lassen. Im Falle, dass Griechenland nicht reformiert und Europa nicht bezahlt, liegt die Auszahlung für beide bei null (Grexit). Griechenland wird die Europäische Union mit allen damit verbundenen Kosten verlassen. Europa steht vor dem Problem, dass ein Präzedenzfall eingetreten ist, der die Risikoaufschläge in den Peripherieländern stark ansteigen lassen wird. Einigen sich beide auf Reformen und Hilfsmaßnahmen, kann diese Situation vermieden werden – es entstehen allerdings Kosten auf beiden Seiten, da das Beibehalten der Reformen politisch schwer umzusetzen sein wird und die EU natürlich weitere Hilfszahlungen leisten muss. In diesem Fall ergibt sich ein Auszahlungsprofil von 2/2. Reformiert Griechenland hingegen, ohne dass die EU weitere Hilfszahlungen leisten muss (was zugegebenermaßen schwer vorstellbar ist), ergibt sich eine Auszahlung in Höhe von 3 für Europa und in Höhe von 1 für Griechenland. Dieses Auszahlungsprofil kehrt sich um für den Fall, dass Griechenland weitere Hilfgelder bekommt, ohne Reformen umzusetzen. In folgender Abbildung sind die Auszahlungsprofile für alle möglichen Ergebnisse dargestellt.

⁴ Y. Varoufakis (ed.) (2000). Game Theory: Critical Concepts Vol. 1-5, London: Routledge.

Literaturüberblick: http://www.econ.uoa.gr/fileadmin/econ.uoa.gr/en/uploads/CV_Varoufakis_2014_eng.pdf



Das griechische „Chicken-Game“

		Griechenland	
		Reformen umsetzen	Keine Reformen umsetzen
Europa	Hilfszahlungen leisten	2/2	1/3
	Hilfszahlungen nicht leisten	3/1	0/0

Es entstehen somit drei Nash-Gleichgewichte⁵ (reformieren/nicht zahlen, nicht reformieren/zahlen und reformieren/zahlen), wobei sich eine Wahrscheinlichkeit von 50 % für zahlen/nicht zahlen bzw. reformieren/nicht reformieren ableiten lässt.

Nun ergeben sich für beide Parteien zusätzliche Handlungsmöglichkeiten, mit denen sie den Ausgang des Spiels (also die Reaktionsfunktion des anderen Spielers) beeinflussen können. Beispielsweise durch die Ankündigung, dass man gar keine Möglichkeit hat nachzugeben und weiterfahren muss. Im Falle Griechenlands also die Aussage der griechischen Regierung, dass sie zu Wahlversprechen stehen muss, da es ansonsten zu Neuwahlen kommt und diese möglicherweise durch die monatelange Verzögerung einen „unfreiwilligen“ Grexit auslösen. Europa würde argumentieren, dass sie die Zustimmung der nationalen Parlamente (und letztlich der Wähler) für weitere Hilfszahlungen nur bekommt, wenn Reformen umgesetzt werden und deshalb gar keine Möglichkeit hat zu zahlen, ohne dass Reformen umgesetzt werden.

Es gibt aber noch eine andere Möglichkeit – die wir für sehr viel wahrscheinlicher halten – für beide Spieler, das Spiel zu beeinflussen: die sogenannte „Madman“-Strategie. Die Spieler suggerieren ihrem Gegenspieler jeweils vollkommen irrationales Verhalten, was diesen wiederum dazu verleiten kann, dass er sich nicht auf die Reaktionsfunktion des Spielers verlässt. Betrachtet man die Diskussion zwischen Europa und Griechenland in den letzten Wochen, kann man dieses Verhalten der griechischen Seite unterstellen. Die Ankündigungen, die Anzahl der Flüchtlinge in anderen EU-Ländern erhöhen zu können, Reparationszahlungen einzufordern und die Gewinne der EZB aus den Anleihenkäufen vereinnahmen zu wollen, mögen für sich betrachtet alle gerechtfertigt sein. Sie verfolgen jedoch auch das Ziel, geringe Kooperationsbereitschaft zu signalisieren, zu drohen („tit for tat“) und von dem Kern der Verhandlungen abzulenken. Europa steht dem in nichts nach, indem es das Damokles-Schwert des „Grexit“ (also des versehentlichen Ausscheidens Griechenlands aus der Eurozone) bemüht. Auch nach langjähriger Beschäftigung mit Kreditmärkten ist uns bisher noch kein Ausfall aus Versehen untergekommen. Es scheint viel eher so zu sein, dass einige Politiker hier versuchen, ein Drohszenario aufzubauen – was allerdings wenig glaubwürdig erscheint.

Mag irrationales öffentliches Verhalten ein strategisch kluger Schachzug in den Verhandlungen sein, so setzt das voraus, dass die Gegenseite auf den Bluff hereinfällt. Zumindest der Markt scheint das allerdings recht gelassen zu sehen. Die CDS-Märkte sehen die Ausfallwahrscheinlichkeit für Griechenland innerhalb eines Jahres bei 61 % (Upfront @ 36 %, Recovery @ 40 %) und damit ziemlich nahe an den aus dem Nash-Gleichgewicht abgeleiteten Wahrscheinlichkeiten. Warum es überhaupt erst zu diesen unsäglichen Verhandlungen gekommen ist, versuchen wir im folgenden Exkurs zu klären.

⁵ Ein Nash-Gleichgewicht ist dadurch definiert, dass jeder Spieler eine Strategie wählt, von der aus es für keinen Spieler sinnvoll ist abzuweichen.



Exkurs:
„Rent-Seeking“ oder
„Die späte Rache lückenhafter Verträge“

Der politische Druck auf das Vertragswerk zur Gestaltung der Eurozone Anfang der 1990er Jahre war extrem hoch und natürlich mussten die Vertragsparteien einige Zugeständnisse machen, weshalb das Vertragswerk eben auch gewisse Schlupflöcher bietet. Allein die kontinuierliche Verletzung der zentralen Kriterien zur Schuldenbegrenzung (60 % absolute Staatsverschuldung und 3 % Nettoneuverschuldung im Verhältnis zum BIP) vor dem Hintergrund des Schlupflochs außergewöhnlicher Ereignisse kann nachträglich als eine mögliche Ursache für die hohe Staatsverschuldung in den europäischen Peripherieländern gesehen werden.

Die Problematik geht aber noch viel weiter, wie die aktuelle Diskussion bzgl. der Griechenlandhilfen beweist. Mal abgesehen davon, dass die Unabhängigkeit der EZB durchaus in Frage gestellt werden darf, scheint das Aufsetzen von Hilfsprogrammen bisher eher provisorischer Natur zu sein. Und die aktuellen Verhandlungen mit Griechenland verdeutlichen, wie sehr ein formalisierter Prozess fehlt, der zumindest einen gewissen Rahmen absteckt und somit den Verhandlungen den Charakter eines türkischen Bazars nimmt. Außerdem scheinen die bisherigen Verhandlungsergebnisse wenig bindend zu sein – jedes Mal, wenn eine Hilfstranche ausläuft, gehen die Verhandlungen wieder von vorne los. Woran liegt das eigentlich?

Auf den ersten Blick fällt einem hierzu ein ökonomischer Ansatz ein, der hier kurz erläutert werden soll: das Phänomen des Rent-Seekings. Mit Rente bezeichnet man in der Ökonomie Erträge, die den Anbietern oder Nachfragern von Gütern für die Menge entstehen, die bei „normalen“ Angebots- und Nachfragekurven unter der marktbereinigten angebotenen bzw. nachgefragten Menge liegen. Renten sind also ein völlig normales Phänomen in marktwirtschaftlichen Systemen. Allerdings kann sogenanntes Rent-Seeking dazu führen, dass einzelne Akteure Knappheitssituationen in einem Gut dazu ausnutzen, ihren individuellen Nutzen zu maximieren und einen Produktionsfaktor nicht mehr seiner produktiven Verwendung zuzuführen. Bspw. kann durch Lobbyismus und Korruption Rent-Seeking betrieben werden, aber auch direkte Eingriffe des Staates durch Protektionismus oder staatliche Interventionen können zu Rent-Seeking führen.

Nun bezieht Griechenland einen signifikanten Teil seiner Einnahmen offensichtlich als eine externe Rente – nämlich durch die Hilfszahlungen externer Geldgeber (IMF, Europa). Das ist der Preis für das Gut „Stabiles Europa“, auf den Griechenland aktuell den Status eines Monopolisten innehat. Wir zitieren im Folgenden aus Wikipedia und stellen eine hohe Übereinstimmung mit der aktuellen Situation Griechenlands fest:

„Die hohen Einnahmen aus externen Renten führen häufig zu Fehlallokationen [...] und somit auch unterdurchschnittliche[m] Wirtschaftswachstum. [...] Mangelhafte institutionelle Rahmenbedingungen werden nicht verbessert und weder Rechtssicherheit noch Transparenz noch politischer Wettbewerb oder Ausgabenkontrolle angestrebt. [...] Der Rentierstaat kann Transferleistungen gezielt einsetzen, um gesellschaftliche Gruppen zu politisch opportunem Verhalten zu bewegen. So wird politische Loyalität belohnt, indem etwa Subventionen gewährt oder Jobs in der staatlichen Bürokratie geschaffen werden. [...] Insbesondere die enge Verzahnung von politischem Amt und ökonomischen Möglichkeiten könnte für die herrschenden Eliten beim Zulassen politischer Alternativen auch den finanziellen Abstieg nach sich ziehen. Ausufernde Staatsausgaben treffen daher meist auf wenig Gegenwehr bzw. werden mittels repressiver und autoritärer Politik (Autokratie) durchgesetzt. Die effizientem Wirtschaften entgegenstehende Rentiermentalität wird gefördert und das Rent-Seeking-Verhalten führt schließlich auch zu Korruption und weitverbreiteten Patronagebeziehungen.“



Wir lassen diese Aussage unkommentiert und konstatieren, dass wir nichts hinzuzufügen haben. Es ist auch vollkommen offensichtlich, wie man die mit Rent-Seeking verbundenen Probleme lösen kann: Bekämpfung von Klientelismus, strukturelle Reformen, Rechtssicherheit erhöhen ... Also hier unterscheiden sich die aktuell von Europa verlangten Reformen nicht von denen, die in der Theorie als effizienzsteigernd erachtet werden.

X-Asset View

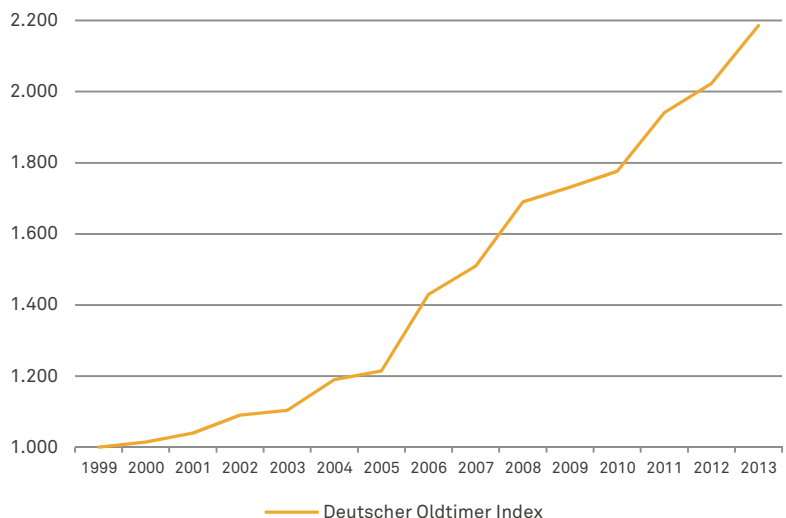
Tech-Bubble Teil II oder warum Menschen Schuhe im Internet kaufen

Wir haben an dieser Stelle bereits mehrmals die niedrige Neuemissionsqualität v. a. im europäischen HY-Segment moniert. Erklären lässt sich das sehr einfach durch die aktuell extrem günstigen Refinanzierungskosten aus Sicht der Emittenten (die wiederum dem Niedrigzinsumfeld geschuldet sind) und dem seit 2009 anhaltenden Wunsch der Emittenten, ihre Abhängigkeit vom Bankensektor zu verringern. Das spiegelt sich natürlich nicht nur an den Anleihemärkten, sondern auch an den darauf referenzierenden CDS-Indices wider. Allein in die aktuelle Serie des iTraxx X-Over wurden beim letzten Roll drei neue Namen aus dem Online-Handel (Hema, Matalan, Newlook) aufgenommen. Ohne diese Geschäftsideen in letzter Konsequenz zu verstehen, sind diese Firmen durch folgende Attribute charakterisiert: sie wachsen, sie verdienen wenig Geld dabei und sie werden qualitativ von den Rating-Agenturen in den niedrigen Junk-Bereich eingestuft.

Man muss jetzt nicht unbedingt Parallelen zu den Jahren der Jahrtausendwende ziehen, man kann es aber. Die spektakulärsten Börsengänge der letzten Jahre in den USA, aber auch in Europa, sind der New Economy zuzuordnen. Das kann man als völlig normalen Effekt des strukturellen Wandels sehen, man muss aber auch konstatieren, dass sehr ähnliche Phänomene wie damals zu beobachten sind. Die Marktkapitalisierung einiger New Economy II Firmen lässt sich mit traditionellen Bewertungsmodellen nur unter Qualen rechtfertigen und die aktuelle Marktbewertung basiert stark auf dem Diskontieren eines signifikant zunehmenden zukünftigen Ertragspotenzials. Auch diese Entwicklung ist teilweise der EZB geschuldet – Liquidität sucht sich ihren Pfad und der ist halt manchmal verschlungen. Und er endet in „Real Assets“, wie bspw. Hermès-Handtaschen, Rolex-Uhren, Wein und natürlich Oldtimer. Anbei exemplarisch deren Preisentwicklung der letzten Jahre.

Je oller, desto doller – Preisentwicklung Oldtimer

Quelle: Verband der Automobilindustrie





Nun liegt in der Ankurbelung des privaten Konsums ein zentraler Mechanismus zur ökonomischen Stabilisierung in Europa. Höhere Inflationsraten bedingen genau das. Kaufen sich private Haushalte allerdings „gebrauchte Assets“, ist die ökonomische Wirkung äußerst gering. Wenn man einen teuren Oldtimer kauft und diesen nicht häufiger repariert als der Vorgänger, können positive realwirtschaftliche Effekte nur dann erzielt werden, wenn der Verkäufer mit dem eingekauften Kaufpreis „neue“ Produkte konsumiert. Ansonsten wandert das Geld von einer Tasche in die andere, ohne irgendwelche Transmissionseffekte auszulösen.

Die New Economy II und „Real Old Assets“ haben also eine offensichtliche Gemeinsamkeit – sie profitieren beide im aktuellen Umfeld und von der Ermangelung „traditioneller“ Anlagealternativen. Auch hier sei gewarnt, dass in der Situation, in der die EZB mit ihrer Politik des billigen Geldes Erfolg haben sollte und damit höhere Inflationsraten und eine Normalisierung der Zinsstrukturkurve auslöst, New Economy-Firmen angesichts steigender Refinanzierungskosten sowie „Real Old Assets“ angesichts steigender Opportunitätskosten an Attraktivität verlieren werden.

Bitteres Ende: Griechenland ist die beste Waffe im globalen Abwertungswettlauf

Die aktuellen Diskussionen um Griechenland werden nicht die letzten gewesen sein. Letztlich ist das Problem so einfach wie es hier schon mehrmals beschrieben wurde. Verbleibt Griechenland in der Eurozone, wird es auch langfristig von monetären Transfers abhängig sein, solange es keine dramatische Anpassung der Produktivität an die Lohnkosten (oder vice versa) geben wird. Das ist in dieser Dekade nicht mehr zu erwarten. Folglich muss Europa zwei Szenarien gegeneinander abwägen.

1. Der Ausstieg Griechenlands aus der Eurozone
Die direkten Effekte eines Austritts sind vollkommen überschaubar und belaufen sich auf die Verluste, die aus der Nicht-Bedienung der Rettungspakete (etwas über 300 Mrd. Euro) entstehen. Das Problem der Target-Salden sehen wir wie an dieser Stelle mehrmals diskutiert, nicht. Problematisch sind indes die Zweitrundeneffekte (wir berichteten ausführlich im letzten Newsletter), bspw. die Auswirkungen auf die Risikoaufschläge in Spanien, Portugal und Italien. Letztlich besteht die Gefahr, dass die Kapitalmärkte ein Auseinanderbrechen der Eurozone erwarten und so der Druck auf die Peripherieländer stark anwächst. Es gibt aber auch Stimmen, die argumentieren, dass ein Austritt Griechenlands sogar positive Zweitrundeneffekte hätte. Unklar bleibt v. a. die Wirkung auf den Außenwert des Euros, der letztlich das europäische Exportvolumen beeinflusst. Tendenziell sollte der Euro stärker werden, was für abnehmende Exporte spricht.
2. Der Verbleib Griechenlands in der Eurozone
Auch wenn Griechenland das Gegenteil behauptet, glaubt die Mehrzahl der Ökonomen nicht an einen nachhaltigen Primärüberschuss. Aber auch falls dieser bestünde, kann Griechenland seine Schulden nicht nachhaltig bedienen, da die griechische Regierung ja Ausgabensteigerungen angekündigt hat. Hier entstünden dieselben Kosten wie im obigen Szenario, die Summe aller Rettungspakete muss abgeschrieben werden. Allerdings ist davon auszugehen, dass bei einem Verbleib Griechenlands in der Eurozone die Diskussionen bezüglich Sparpaketen etc. anhalten werden. In diesem Umfeld ist davon auszugehen, dass der Euro unter Druck bleibt, was gerade der europäischen Exportwirtschaft entgegenkommt und hier auch einen nicht zu vernachlässigenden Effekt auf die Peripherieländer hat.



Neben allen politischen und moralischen Überlegungen ist die Bedeutung Griechenlands in Europa rein ökonomisch betrachtet darauf reduziert worden, eine sehr effiziente Waffe im globalen Abwertungswettlauf zu sein. In einem Niedrigzinsumfeld, in dem die EZB weitestgehend seine Mittel zur Abwertung des Euros eingesetzt hat (zumindest nach dem Ablauf des Kaufprogramms), kommt Griechenland also eine wichtige – wenn auch so von Griechenland sicherlich nicht gewollte – Rolle zu. Der Wert der Exporte der Eurozone in Länder außerhalb der Eurozone belief sich im Jahr 2013 auf knapp 1,9 Billionen Euro.⁶ Antizipiert man ein jährliches Hilfspaket für Griechenland in Höhe von 30 Mrd. Euro, beläuft sich dieses also auf ca. 1,5 % der obigen Exporte. Ohne die Elastizität der Exporte gegenüber Änderungen des Außenwertes des Euro zu kennen, kann man davon ausgehen, dass ein Anstieg des Euros um 10 % (Annahme: Griechenland verhält sich deutsch) einen Rückgang der Exporte auslöst, der über den Kosten des Rettungspakets liegt. Hierbei ist klar, dass diese Berechnung keinem wissenschaftlichen Maßstab gerecht wird, aber es zeigt annäherungsweise die Dimensionen dessen auf, was gegeneinander abgewogen werden muss.

Paul Krugman hat dies in seiner NYT-Kolumne kürzlich so formuliert: „Actually, the strong dollar is bad for America. In an immediate sense, it will weaken our long-delayed economic recovery by widening the trade deficit.”⁷ Die Gefahr hierzu ist natürlich durch die Ankündigung von Frau Yellen in der letzten Fed-Sitzung gestiegen. Es wurde jedoch bereits explizit darauf hingewiesen, dass die außenwirtschaftlichen Entwicklungen von der Fed genau beobachtet werden und eine weitere Stärkung des USD mögliche weitere Zinserhöhungsschritte verzögert und geringer ausfallen lässt.

Strategisch in den Sommer

Das Ergebnis des Fed-Meetings am 18.3. war weitestgehend erwartet worden und bestätigt diejenigen, die eine Zunahme globaler Ungleichgewichte befürchten. Während die Bewertung riskanter Assets in Europa primär durch die expansive Geldpolitik der EZB determiniert wird, kehrt die USA zu realwirtschaftlich realistischeren Niveaus zurück.

Seit Jahresanfang sind indes Investoren in den meisten Asset-Klassen mit extrem attraktiven Entwicklungen verwöhnt worden. Europäische Staatsanleihen haben auf allen Ebenen (Peripherie aber auch in den Kernländern) extrem positiv auf das Ankaufprogramm der EZB reagiert – deutsche 3-jährige Anleihen seit Jahresanfang bis Mitte März mit ca. 15 %! Diese Performance konnte allerdings noch von den europäischen Aktienmärkten (allen voran der DAX) getoppt werden, während die globalen Kreditmärkte mit etwas Abstand sich allesamt positiv entwickelt haben. Diese „pace“ für den Rest des Jahres aufrecht zu erhalten, wird indes schwer sein!

Trotz des Vorsprungs der USA im Konjunkturzyklus gegenüber Europa fand in den ersten Monaten des Jahres eine Umschichtung aus den amerikanischen in die europäischen Finanzmärkte statt. Dies zeigt sich vor allem in der Outperformance europäischer Aktien und in einem geringeren Ausmaß in der Spread-Entkopplung zwischen beiden Kreditmärkten. Letzteres ist auch dadurch bedingt, dass wir in den USA bereits einige Insolvenzverfahren sehen (allen voran RadioShack und Caesars – auch da ist die USA Europa zeitlich voraus), während die Ausfallraten in Europa nahe historischer Tiefs verweilen. Der anhaltende Druck auf den Energiesektor aufgrund des dramatischen Rückgangs der Energiepreise trifft v. a. die amerikanischen

⁶ Quelle: Eurostat; <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tet00070&language=de>

⁷ http://www.nytimes.com/2015/03/13/opinion/paul-krugman-strength-is-weakness.html?ref=collection/column/paul-krugman&_r=1

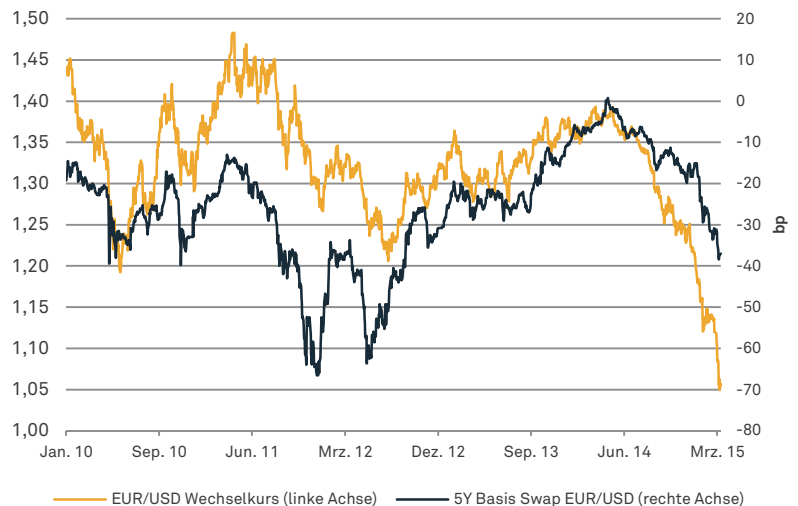


Kreditmärkte, da hier traditionell der Anteil von Energieunternehmen relativ hoch ist. Die Entkopplung der Zinspolitik zwischen der Fed und der EZB wird diesen Trend eher verstärken, da für US Unternehmen die Refinanzierungskosten insgesamt angesichts höherer Renditen und höherer Spread-Aufschläge weit über denen ihrer europäischen Pendanten liegen.

Die divergierende Zinspolitik in den USA und Europa wird auch in den nächsten Monaten der Haupttreiber sein für die relative Entwicklung von Marktsegmenten in den USA und in Europa. In der folgenden Abbildung wird dieser Zusammenhang deutlich gemacht.

Euro-USD & 5Y USD/EUR Basis Swap

Quelle: Bloomberg



Die offensichtlichen Auswirkungen divergierender Geldpolitik lassen sich an den Wechselkursen und an steigenden Renditedifferenzen zwischen den USA und Europa ablesen. Aber diese Effekte sind sehr viel weitreichender, was sich an der Entwicklung des USD/EUR Basis erkennen lässt.⁸ Das hat nicht nur eine Auswirkung auf Investoren, die in dem jeweils anderen Währungsraum investieren möchten, sondern eben auch auf die Emissionsstruktur internationaler Unternehmen. Die negative Entwicklung des Basis-Swaps macht für amerikanische Unternehmen Emissionen in Euro „teurer“ (und zwar um die absolute Höhe des Basis-Swaps), wenn sie ihre Euro-Verbindlichkeiten in USD-Verbindlichkeiten tauschen möchten. Der Basis-Swap kann durchaus als Indikator für globale Ungleichgewichte verstanden werden, da er letztlich große Geldströme reflektiert. Nur während dem Höhepunkt der Subprime-Krise Ende 2008 und der europäischen Finanzkrise in 2011 war der Basis-Swap in noch negativerem Terrain (< -60 bp).

Während also Herr Weidmann zähneknirschend deutsche Staatsanleihen mit negativen Renditen kaufen muss, führt die Politik der EZB zu weitreichenden globalen Effekten. Sie bedingt mit ihrer Politik nicht nur eine Inflationierung riskanter und „real“ Assets, sondern geht bewusst das Risiko eines Platzens der Rentenblase ein und unterstützt den globalen Abwertungswettlauf. Wahrscheinlich kennt die EZB Konrad Adenauers Worte ganz genau: „Wenn die anderen glauben, man ist am Ende, so muss man erst richtig anfangen.“ Wo hin wir denken, dass das führt, kann man der folgenden Tabelle entnehmen.

⁸ In einem USD/EUR Cross-Currency Swap werden beispielsweise fixe Zahlungen in USD in flexible Zahlungen in Euro „getauscht“. Hierbei entstehen „Kosten“, welche die unterschiedlichen Renditen widerspiegeln. Ein negativer USD/EUR Basis-Swap bedeutet, dass ein europäischer Investor in amerikanische Anleihen, deren fixe Kuponzahlungen in variable Euro-Zahlungen zur Vermeidung von Währungsrisiken getauscht werden, einen in Höhe des absoluten Basiswaps geringeren Ertrag hat.



Forecast-Tabelle⁹

- ? = „No Brain No Pain“ (The Brains)
- ++ = „It must be love“ (Madness)
- + = „Ace of Spades“ (Motörhead)
- o = „I Don't Care“ (Ramones)
- = „This party sucks“ (The Slickee Boys)
- = „Straight to Hell“ (The Clash)

	3M	6M	9M	12M
Credit				
IG Cash	0	o	o	o
IG CDS	-	-	-	-
HY Cash	--	--	--	--
HY CDS	--	--	--	--
Fin Cash	-	-	-	--
Fin CDS	--	--	--	--
Staatsanleihen				
AAA/AA	+	+	+	+
Peripherie	+	+	+	+
iTraxx SovX WE	+	-	-	-
Volatilität (long)	+	++	++	++
Euro-Aktien	-	--	--	--

* Die Toten Hosen (1983). Lange bevor der Kommerz obsiegt hat – Teil des grandiosen Debütalbums „Opel-Gang“.

⁹ Angesichts der extrem divergenten, fundamentalen und technischen Impulse müssen wir erstmals eine neue Kategorie einführen: „No Brain No Pain“ – und damit eingestehen, dass uns eine kurzfristige Prognose in dieser Situation wenig glaubwürdig erscheint.



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 2015