

30 APR 2015

#20

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

Government Flu*

>>We got a drug
We're gonna try it out on you
Won't make you die
It'll getcha just a little bit sick.<<

GOVERNMENT FLU*

Unterstellt man der EZB, dass sie das ganze Brimborium niedriger Zinsen und unendlicher Liquidität deshalb veranstaltet hat, damit die Refinanzierungskosten der europäischen Mitgliedsländer langfristig unter den Wachstumsraten liegen, kann man dies ja mit der Hoffnung auf eine langsame Entschuldung rechtfertigen. Diese Art der „Financial Repression“ funktioniert aber nur dann, wenn a) der Markt bereit ist, extrem niedrige Staatsanleihen-Renditen zu akzeptieren und wenn b) es gelingt, ein positives Wachstumsmoment auszulösen. Dies wird vor allem in den Ländern der Fall sein, die von der Euroschwäche am meisten profitieren, was eben mehr auf die Kernländer als auf die Peripherie zutrifft. Diese Politik wird also auch dazu führen, dass die ökonomische Divergenz innerhalb der Eurozone zunimmt. In Bezug auf obigen Songtext wird die Droge der EZB nicht zum sofortigen Tod führen, aber ein bisschen krank kann man davon schon werden. Und wenn sich alle ein bisschen krank fühlen, fühlt sich der einzelne gleich wieder etwas besser. In diesem Sinne eilen die Märkte von einem Hoch zum nächsten – solange, bis die Symptome nicht mehr ignoriert werden können. Und diese mehren sich spürbar.

„Woran es liegt, dass der Einzelne sich nicht wohl fühlt, obwohl es uns allen so gut geht?“¹

Laut einer Anfrage der Grünen an das Bundesfinanzministerium hat sich der Bund von 2008-2015 knapp 100 Mrd. Euro an Zinskosten gespart, wobei diese Einsparung als Differenz zwischen der ursprünglichen Planung und den realisierten Kosten definiert wird.² Hierfür darf man sich direkt bei der EZB bedanken und indirekt natürlich bei Griechenland, das maßgeblich zu diesen Einsparungen beigetragen hat. Auch wenn man die Rolle Griechenlands als Geheimwaffe im globalen Abwertungswettlauf ignoriert (auch hier ist Deutschland der Hauptprofiteur aufgrund seiner Exportstärke), sind somit die von Deutschland an Griechenland bereits geleisteten Hilfszahlungen im Zuge der bisherigen Rettungspakete bereits kompensiert.

Betrachtet man die Zinsaufwendungen der europäischen Peripherieländer, müssen indes zwei gegenläufige Effekte berücksichtigt werden. Auch sie profitieren von den günstigen Refinanzierungskosten, haben aber im Gegenzug auch ihre Schuldenstände weiter erhöht, so dass der Nettoeffekt geringer ausfällt.

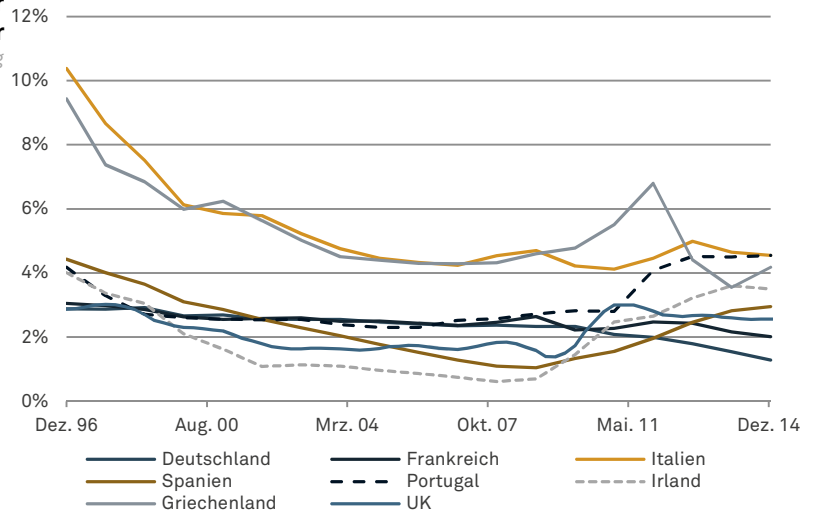
¹ Ein wiederkehrendes Motiv aus der weniger bekannten, aber nicht weniger grandiosen TV-Serie „Der ganz normale Wahnsinn“ (Helmut Dietl, †2015).

² <http://www.welt.de/wirtschaft/article139938768/Bund-spart-fast-100-Milliarden-Euro-Zinsen.html>



Zinszahlungen als Anteil des BIP ausgewählter Euroländer

Quelle: Karsten Kjeldsen (Nordea Life & Pension), Bloomberg



Letztlich zeigt diese Entwicklung, dass die direkten Haushaltseffekte der europäischen Schuldenkrise weitaus weniger dramatisch sind als man das angesichts der letzten Jahre vermuten könnte. Die alles entscheidende Frage wird nun sein, ob die aktuelle Wirtschaftspolitik auch positive Wachstumseffekte generiert. Und bei dieser Frage kommt man zu den elementaren Grundlagen der Volkswirtschaftslehre zurück.

Das Hauptproblem aus ökonomischer Sicht liegt darin, dass die Arbeitslosigkeit in Europa partiell nach wie vor extrem hoch ist. Während die Jugendarbeitslosigkeit in der Eurozone durchschnittlich bei über 20 % liegt, liegt diese in einigen Ländern noch weitaus höher – allen voran Spanien und Griechenland mit jeweils ca. 50 %! Trotzdem ist der Wachstumseinbruch vor diesem Hintergrund fast schon als moderat zu bezeichnen. Das liegt daran, dass der Produktionsfaktor Arbeit durch den Faktor Kapital substituiert wird.³ Kapital ersetzt also Arbeit, wobei hier nicht der Schluss gezogen werden muss, dass die EZB allein für die hohe Arbeitslosigkeit in Europa verantwortlich ist. Aber natürlich darf festgehalten werden, dass die Bereitstellung von Kapital zu einem extrem niedrigen Preis den Produktionsfaktor Arbeit im Vergleich zu Kapital teurer macht.

In der langen Frist ist offensichtlich, dass dieses Dilemma nur auf drei Wegen zu lösen sein wird: Das Wachstum muss insgesamt steigen, der Produktionsfaktor Arbeit billiger werden (Lohnsenkungen) oder der Faktor Kapital teurer werden (Zinserhöhungen). Drittens führt höheres Wirtschaftswachstum bei niedrigen Refinanzierungskosten zu einer sukzessiven Reduktion der Schuldenlast aller europäischen Mitgliedsstaaten.

In diesem Szenario gibt es keine Verlierer und deshalb nehmen wir hier die eingangs gestellte Frage auf: „Woran es liegt, dass der Einzelne sich nicht wohl fühlt, obwohl es uns allen so gut geht?“ Die Vermögen der Privathaushalte in Europa befinden sich (mit wenigen Ausnahmen) nahe oder auf Rekordniveau. Die Inflationierung der Finanzmärkte (Aktienmärkten auf Rekordniveaus und Renditen nahe Null) hat zusätzlichen Wohlstand generiert. Die europäischen Unternehmen können sich extrem günstig refinanzieren und profitieren von der anhaltenden Euroschwäche. Die Staaten refinanzieren sich ebenso günstig und haben einen Käufer mit extrem tiefen Taschen im

³ Der schwedische Ökonom Knut Wicksell (1851-1926) war der erste, der die Substitutionselastizität als Produktionsfunktion formuliert hat, während die Amerikaner Charles W. Cobb (1875-1949) und Paul H. Douglas (1892-1976) die berühmte Cobb-Douglas-Produktionsfunktion formulierten, anhand derer die Substitutionselastizität von Produktionsfaktoren abgeleitet werden konnte. Hierbei wird der Begriff der Substitutionselastizität verwendet, der beschreibt, in welchem Maße man bei einer gegebenen Produktionsfunktion und fixem Output einen Produktionsfaktor ersetzen kann.



Hintergrund, der jegliche Spread-Ausweitung unterbinden kann. Fast scheint es, als ob man der Politik der EZB vollen Erfolg unterstellen müsste.

Der entscheidende Wohlfühlfaktor fehlt aber und das ist einfach zu erklären. Die Nutzenfunktionen der obigen Akteure beziehen sich weniger auf die aktuelle Situation, sondern vielmehr gehen dort die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte ein.⁴ Es macht beispielsweise durchaus einen Unterschied, ob man vermöglicher wird, weil die Wirtschaft nachhaltig wächst oder eben nur deshalb, weil die EZB die Asset-Märkte inflationiert. Es ist allen Akteuren klar, dass die Impulse der expansiven Geldpolitik der EZB (auch wenn diese beibehalten werden sollte) schwächer werden. Das gilt für die Refinanzierungskosten genauso wie für den Außenwert des Euro. Über internationale Anpassungsmechanismen werden die Effekte niedriger Zinsen und einer schwachen Währung geringer – auch hier gilt: Nicht der absolute Wert beider Größen ist entscheidend, sondern die Veränderung derselben. Und hier sind vor allem den Renditeniveaus, aber auch dem Euro, natürliche Grenzen gesetzt.

Langfristig wird die Politik der EZB nur zu rechtfertigen sein, wenn sie es schafft, nachhaltige Wachstumsimpulse auszulösen. In diesem Fall können diese die offensichtlichen negativen Nebeneffekte dieser Politik des billigen Geldes zumindest teilweise kompensieren. Diese negativen Effekte umfassen u. a.:

- > die langfristige Veränderung des relativen Wertes von Produktionsfaktoren
- > die damit verbundene Fehlallokation von Kapital
- > die Verschleppung notwendiger struktureller Anpassungsprozesse
- > die unumgängliche Konsolidierung des Bankensektors
- > die Anpassung außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte

Und zu guter Letzt wollen wir natürlich einen Akteur nicht außen vor lassen, der durchaus berechtigte Zweifel an den langfristigen Wirkungen der Draghi'schen Geldpolitik hat: die deutsche Versicherungsbranche.⁵ Angesichts des deutschen Erfolgsprodukts der Lebensversicherung (in anderen Ländern ist dies bei Weitem nicht so ausgeprägt) stehen diese vor dem Problem in einem Niedrig-Zins/-Spread-Umfeld, genug Rendite zu erwirtschaften, um ihre Versicherungsverträge bedienen zu können. Die EZB ist sich durchaus bewusst, dass dies ein Problem darstellt – allerdings ein rein deutsches, weshalb man auf europäischer Ebene diesem weniger Raum einräumt als bspw. der Rettung von Peripheriebanken. Aber zumindest hätten wir somit die Frage beantwortet, „Woran es liegt, dass deutsche Versicherungen sich nicht wohl fühlen, obwohl es allen anderen so gut geht?“

⁴ Das spiegelt sich bspw. in der Von-Neumann-Morgenstern-Nutzenfunktion wider. In Situationen, in denen Entscheidungen unter Unsicherheit getroffen werden, bestimmt der erwartete Nutzen den Nutzenwert verschiedener Entscheidungsalternativen.

⁵ Erst kürzlich wieder hat Nikolaus von Bomhard vor den Folgen der EZB-Politik gewarnt:

<http://www.handelsblatt.com/my/unternehmen/banken-versicherungen/munich-re-chef-von-bomhard-die-medizin-der-ezb-macht-abhaengig/11641428.html>



Die Effekte der Geldpolitik auf die Zyklen der Märkte und der Realwirtschaft

Ob die Politik der EZB langfristig erfolgreich sein wird, hängt folglich davon ab, wie sie damit den realwirtschaftlichen Zyklus beeinflussen kann. Es liegt nun mal in der Natur geldpolitischer Maßnahmen, dass die Wirkung derselben über die Finanzmärkte läuft. Der direkte Effekt ist natürlich Vermögenswertinflation, die nun bereits die zweite Reihe der Asset-Märkte (von Immobilien über Venture-Capital-Transaktionen bis hin zu Oldtimern und Wäldern oder Rennrädern aus den 1980ern) voll erreicht hat. Allerdings sind die damit verbundenen Wachstumseffekte moderat und wirken unserer Ansicht nach v. a. nur sehr indirekt auf den Arbeitsmarkt.

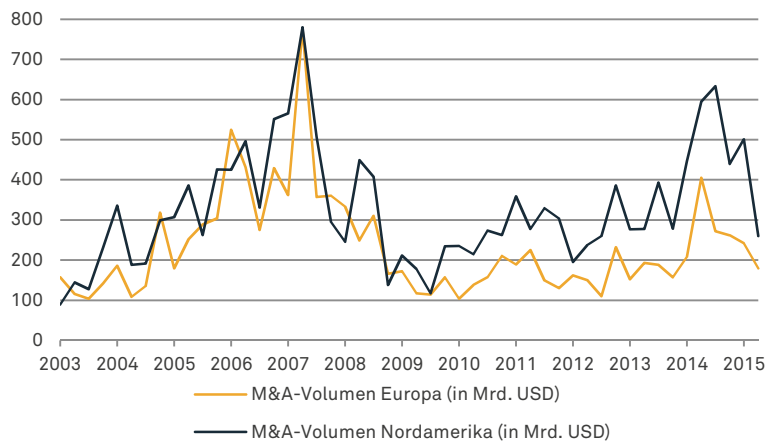
Es besteht also die auch von der EZB gesehene Gefahr, dass der Finanzzyklus, nicht aber der reale Wirtschaftszyklus beeinflusst wird, es also zu einer Zyklusdivergenz kommt. Finanzmärkte diskontieren einen wirtschaftlichen Aufschwung, der realwirtschaftlich gar nicht existent ist. Deshalb stellt sich die Frage, wo wir im Zyklus stehen:⁶

1. M&A-Volumen steigt an

Während die Staaten mit hohen Schuldenständen zu kämpfen haben, profitieren v. a. multinationale Unternehmen von der aktuellen Krisenpolitik der Zentralbanken. In Kombination mit vernünftigen Geschäftsmodellen führt das zu teilweise abstrusen Liquiditätsbeständen auf Unternehmensseite. Mit einem der Rettung Griechenlands angemessenen Liquiditätskonto in Höhe von fast 194 Mrd. USD schwimmt Apple im Geld. Das erleichtert die Entscheidung hinsichtlich des zukünftigen Wachstumspfad, der dann gerne zu Gunsten von Zukäufen und gegen Investitionen in organisches Wachstum beschritten wird. Natürlich ist Apple eine extreme Ausnahme, aber in der Tendenz beflügelt eine laxe Geldpolitik M&A-Transaktionen (jüngstes Beispiel hierfür ist der Kauf Alcatels durch Nokia). In der folgenden Abbildung lässt sich nach Jahren der Zurückhaltung wieder eine steigende Aktivität verzeichnen.

Wohin mit dem ganzen Geld? Globale M&A-Aktivität

Quelle: Bloomberg



Wir befinden uns aktuell im M&A-Zyklus auf dem Niveau der Jahre 2005-2006, in denen es teilweise zu extremen Bewertungen gekommen ist – v. a. im LBO-Bereich, wo teilweise Multiples in Höhe von 10 gezahlt wurden.

2. Ungebrochener Run auf die Aktienmärkte

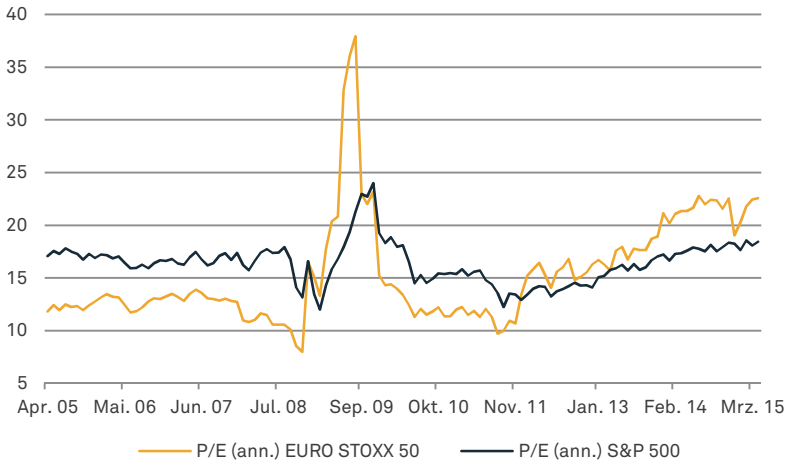
Hieran lässt sich sofort die Frage knüpfen, wo im Zyklus sich die Bewertung der Aktienmärkte befindet. KGVs sind immer mit etwas Zurückhaltung zu bewerten, allerdings zeigt sich deutlich die Rückkehr in prosperierendes Terrain und die höchsten Bewertungslevels innerhalb der letzten zwölf Jahre.

⁶ In diesem Zusammenhang weisen wir auf den 7. Mai in den deutschen Kinos anlaufenden Dokumentation „The Forecaster“ hin. Der Protagonist Martin Armstrong gilt als einer der erfolgreichsten Krisenpropheten und obwohl uns das Intellekt fehlt, die Bedeutung der Zahl Pi für Finanzzyklen nachvollziehen zu können, stimmen wir in einem Punkt überein: die immense Bedeutung von Zyklen. Anders als Armstrong denken wir aber durchaus, dass nicht der Zyklus an sich, aber die Länge desselben von den monetären Autoritäten beeinflusst werden kann.



Historische P/E Ratio in Europa und in den USA

Quelle: Bloomberg



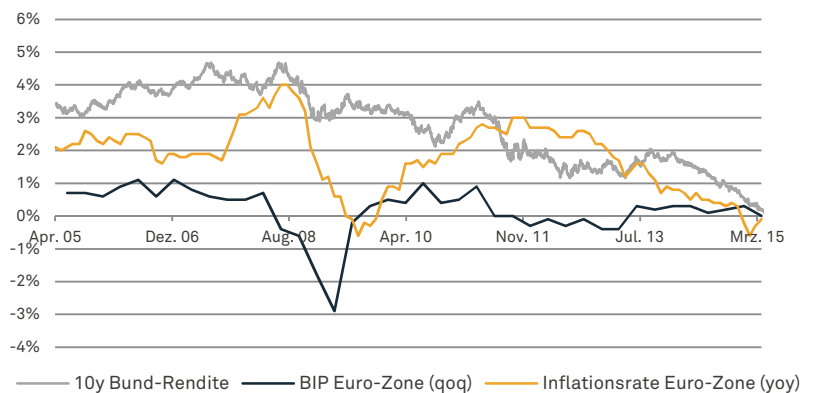
In Bezug auf die aktuellen Dividendenrenditen (EuroStoxx 50 @ 3,22 %, S&P 500 @ 1,97 %) argumentieren Aktienstrategen, dass zumindest europäische Aktien gegenüber Staatsanleihen nach wie vor attraktiv aussehen, obwohl sich diese Aussage bei impliziten Volatilitäten um 20 % natürlich relativiert. Aktien werden als „real Assets“ verstanden und mit elementaren Basiskenntnissen in den Grundrechenarten von einigen Analysten bereits DAX-Niveaus jenseits der 20.000 Punkte prognostiziert. Es ist schwer, aus den aktuellen Niveaus und den durch die EZB-Politik entstandenen Verwerfungen den aktuellen Stand der Aktienmärkte im Zyklus abzuleiten. Allerdings sind die Bewertungen am oberen Ende der jüngeren Vergangenheit und eine Wiederholung der Entwicklung von 2009 bis heute (DAX hat sich knapp verdreifachtfacht) scheint uns eher optimistisch zu sein: Wir befinden uns aus dieser Perspektive am Aktienmarkt eher nahe eines zyklischen Hochs.

3. Und jetzt zur Bund-Kurve und zur Realwirtschaft: Inflation, Wachstum etc.

Betrachtet man indes Renditen von Staatsanleihen, die Inflation und das Wachstum in Europa, reflektieren diese alles andere als zyklische Hochs. Auch ohne das Kaufprogramm der EZB signalisieren die Renditen in den europäischen Kernländern rezessive Tendenzen und dasselbe lässt sich bezüglich der aktuellen Preissteigerungsraten sagen. Das Wachstum in den Euroländern bleibt schwach bis moderat.

Wachstum, Inflation und 10-jährige Bund-Renditen in Europa

Quelle: Bloomberg



Egal, welcher Schule man angehört – der aktuelle Business-Cycle lässt sich nur schwerlich mit den Zyklen am Kapitalmarkt in Einklang bringen. Wir glauben, dass sich mittelfristig eine Konvergenz zwischen diesen Zyklen einstellen wird. Irgendeine Seite muss sich letztlich anpassen, da gewisse Entwicklungen sonst nicht zu rechtfertigen sind. Aktienmarkthochs ohne Wachstum sind in der langen Frist ebenso widersinnig wie negative Realrenditen. Aber es ist natür-



lich kurzfristig leicht zu erklären, warum negative Realrenditen das M&A-Volumen befeuern und warum deshalb trotz niedriger Wachstumsraten Aktienmärkte auf Rekordniveaus handeln. Folgende Erkenntnis, die auf rein subjektiver Beobachtung und keinerlei wissenschaftlich zu verifizierenden Erkenntnissen basiert, ist folgende: Kurzfristig folgt die Realwirtschaft den Finanzmärkten – langfristig ist es genau andersrum.

Finanzmarktdiktatur und die Bürde der Systemrelevanz

Ein weiteres zyklisch bedingtes Phänomen stellt die aktuelle hohe Regulierungsaktivität dar. Neben direkten Eingriffen in die Funktionsweise der Märkte (von Kapitalkontrollen in Zypern bis zum Leerverkaufsverbot europäischer Staatenrisiken) wurden vor allem Rahmenbedingungen modifiziert, die „destabilisierendes“ Verhalten von Marktteilnehmern einschränken sollen. Hierzu gehören einerseits die Einführung von Marktstandards (EMIR) und andererseits „Verhaltensregeln“ für bestimmte Akteure (Basel III für Banken und Solvency II für Versicherungen). Es wird auf europäischer Ebene seit längerer Zeit diskutiert, ob diese Verhaltensregeln auf weitere Teilnehmer ausgedehnt werden sollen⁷ und hierzu hat nun auch der IWF in seinem aktuellen Global Financial Stability Report Stellung bezogen.⁸

Im Mittelpunkt der Überlegungen steht die Asset-Management-Industrie. Obwohl deren Beitrag zur Diversifikation und Risikoallokation nicht in Frage gestellt wird, wird deren zunehmende Marktmacht vom IWF als potenzielle Risikoquelle für die Finanzmarktstabilität gesehen. An dieser Stelle darf angemerkt werden, dass dies wenig überraschend sein sollte vor dem Hintergrund, dass neben Asset-Managern die beiden anderen relevanten Marktteilnehmer, Versicherungen und Banken, in den letzten Jahren regulatorisch in ihrer Handlungsfreiheit stark eingeschränkt wurden. Damit steigt automatisch die Marktmacht der verbleibenden, weniger stark eingeschränkten Marktakteure. Die potenzielle Notwendigkeit einer stärkeren Regulierung von Asset-Managern wird also durch die stärkere Regulierung aller anderen Teilnehmer bedingt.

Das Untersuchungsspektrum des IWF betrifft die üblichen Verdächtigen, wobei traditionell zwei Akteure im Mittelpunkt stehen: ETFs und große Multi-Asset-Fonds. Wir berichteten an dieser Stelle bereits mehrmals von der steigenden Marktmacht dieser Fonds-Typen für das HY-Segment und für die Emerging Markets. Die Statistiken des IWF bestärken diese Sichtweise, wobei die Marktkonzentration im Vergleich zur Vorkrisenzeit nachweislich zugenommen hat.

Unter anderem werden folgende Fragen vom IWF untersucht: Gibt es eine „First-Mover-Advantage“ und was sind die Folgen? Wird „Excessive Risk Taking“ belohnt? Und existiert „Herding-Verhalten“? Die Antworten sind wenig überraschend. Natürlich führt in bestimmten Fonds-Strukturen in einigen Fonds-Konzepten die Existenz einer performanceabhängigen Gebührenstruktur dazu, dass die Übernahme von Risiken übermäßig belohnt wird. Es ist weiterhin offensichtlich, dass in Märkten, die von wenigen Akteuren dominiert werden, der „First Mover“ immer einen Vorteil hat. Das gilt beim Kauf, aber auch beim Verkauf von Assets, da die Handlung des einzelnen Akteurs eine Auswirkung auf die Preise der Vermögenswerte hat. Letztlich ist in dieser Situation gleichgeschaltetes Verhalten der Akteure („Herding“) die logische Konsequenz. Diese Risiken können bestehen

⁷ Vor allem durch die von der European Banking Authority (EBA) gemachten Vorschläge zur Regulierung von systemisch relevanten Non-Bank Non-Insurances (NBNI) wie bspw. Asset-Manager.

⁸ „Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks“, April 2015. Der gesamte Report findet sich hier: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/01/index.htm>



und können negative Spillover-Effekte haben – was die systemische Relevanz der Fondsindustrie als Ergebnis nach sich zieht. Asset-Manager sind wichtiger geworden vor dem Hintergrund rückläufiger Liquidität und zunehmender Regulierung der Banken. Und außerdem motiviert die Suche nach Rendite im aktuellen Niedrig-Zins-Umfeld Fonds dazu, in weniger liquide Märkte zu investieren, was die obigen Risiken noch verstärkt.

Der IWF kommt also zu vier zentralen Schlussfolgerungen:

- > Die Aufsicht über Asset-Manager sollte ausgebaut und global standardisiert werden.
- > Regulatorische und aufsichtsrechtliche Reformen müssen in einem globalen makroökonomischen Rahmen eingebettet werden.
- > Die Regeln bzgl. Liquiditätsdefinitionen und Offenlegungspflichten sollen verbessert werden.
- > Da das systemische Risiko vom Investmentansatz- und -format abhängt, sollten regulative Eingriffe produkt- oder aktivitätsbezogen stattfinden.

Man kann natürlich alle diese Punkte nachvollziehen, allerdings darf man verwundert feststellen, dass nun auch der IWF Vorschläge macht, wie man die Symptome von systemischen Risiken begrenzen kann, während die Ursachen nicht thematisiert werden. Der IWF hat natürlich keinen Einfluss auf die Geldpolitik einzelner Länder – die damit verbundene NiedrigZins-Phase ist allerdings als ursächlich für steigende systemische Risiken zu betrachten. Herding-Verhalten und die First-Mover-Advantage sind ganz klar der Tatsache zuzuschreiben, dass angesichts starker regulatorischer Eingriffe aus vollkommenen somit oligopolartige Märkte gemacht wurden. Und die Tatsache, dass Fonds Risiken übernehmen (wer sonst, alle anderen dürfen ja nicht mehr) ist wenig besorgniserregend. Und die Auswirkungen für die Investoren in den Fonds ebenso wenig. In unserer Wahrnehmung wissen Investoren sehr wohl über die Anreizkompatibilität von Gebührenstrukturen Bescheid und außerdem handelt es sich hier um ein mehrstufiges Spiel. Falls Investoren mit der Art der Risikoübernahme des Fondsmanagements nicht zufrieden sind, dann werden sie einfach ihre Fondsanteile zurückgeben. Hier weiter regulatorisch einzugreifen geht an dem wirklichen Problem vorbei.

Das Grundproblem der aktuellen regulatorischen Doktrin liegt in einem großen Missverständnis begründet – und zwar die Annahme, dass Finanzmärkte stabil im regulatorischen Sinne sind. Die Funktion von Finanzmärkten liegt genau darin, Informationen schneller zu verarbeiten als das realwirtschaftlich geschehen kann. Deshalb sind auch die Anpassungsgeschwindigkeiten an den Finanz- und Gütermärkten unterschiedlich. Natürlich sind Finanzmärkte nicht stabil im Sinne stabiler Preise. Und natürlich sind sie nicht stabil im politischen Sinne, denn sie decken als erstes politische Missstände auf. Das ist die zentrale und wünschenswerte Rolle von Märkten und sollte als Segen und nicht als Fluch verstanden werden. Finanzmarktdiktatorisch einzugreifen bedeutet nun, Märkte um diese Eigenschaft zu berauben, was letztlich eine einfache Konsequenz haben wird: Je mehr Investorengruppen reguliert werden, desto instabiler werden die Finanzmärkte. Und dies ist durchaus ein zyklisches Phänomen.

Zum Abschluss unserer Ausführungen zum Zyklus möchten wir in einem Exkurs ein weiteres zyklusbedingtes Phänomen vorstellen: die Motivation zum Beschiss! Je mehr Stress ein Emittent ausgesetzt ist, desto eher neigt er dazu, das Recht zu beugen. Angesichts der dramatischen Verschlechterung der Rechtsmoral (aktuelles Beispiel: Österreich und die Hypo Alpe Adria), scheint es, als befänden wir uns in der tiefsten Rezession. Im Folgenden deshalb eine Fortsetzung zum bereits diskutierten Thema rechtlicher Risiken und welche Auswirkungen diese langfristig auf die Märkte haben.



*Exkurs:
Rechtliche Risiken: Entscheidungen unter
Ungewissheit!*

Nachdem das Abwicklungsprozedere einiger Banken in Europa (z. B. die irische Anglo Irish Bank und die niederländische SNS Bank) rechtliche Bedenken hervorgerufen und die Restrukturierung griechischer Staatsanleihen rechtliche Risiken verdeutlicht hat⁹, werden diese im Investitionsentscheidungsprozess stärker berücksichtigt. Beispielsweise wurden auch die „neunen“ Griechenland-Bonds, die Investoren im PSI erhalten haben, nach internationalem Recht begeben. Es lässt sich spätestens nach der Restrukturierung der Hypo Alpe Adria Bank in Österreich auch nicht ignorieren, dass es sich hierbei nicht ausschließlich um Risiken in den Peripherieländern handelt, sondern dass dies auch in Kerneuropa ein Problem darstellt. Natürlich besteht eine positive Korrelation zwischen dem individuellen Stress, dem ein Emitent ausgeliefert ist, und der Motivation einer sehr laxen Gesetzesauslegung. Das gilt nicht nur für Länder (die sich natürlich als gesetzgebende Instanz leichter tun), sondern auch für Unternehmen (der aktuelle Caesars-Fall in den USA ist hier exemplarisch zu nennen).

Dieses Risiko ist für Investoren nur äußerst schwer zu greifen, da es offensichtlich von vielen nie als solches betrachtet wurde. Außerdem ist es in klassischen Risikomodellen nur sehr schwer abbildbar und zusätzlich handelt es sich um ein „schiefes“ Risiko. Das heißt, eine Upside für den Investor besteht nicht, da er ja maximal von der Erfüllung vertraglicher Pflichten ausgehen kann (niemand wird diese übererfüllen), während die Downside enorm ist. Das beste Beispiel lieferte wiederum Griechenland: Hier wurden Investoren in Staatsanleihen nach griechischem Recht im Zuge des PSI mit ca. 23 % abgefunden, während bisher alle griechischen Anleihen nach internationalem Recht vollständig bedient und zurückgezahlt wurden.

Es stellt sich folglich die Frage, wie man rechtliche Risiken bewerten kann. Ein erster, sehr rudimentärer Ansatz kann hierbei aus der Entscheidungstheorie abgeleitet werden. Entscheidungen unter Unsicherheit können in Entscheidungen unter Risiko und unter Ungewissheit unterschieden werden – Erstere sind dadurch gekennzeichnet, dass die Eintrittswahrscheinlichkeiten einzelner Ergebnisse bekannt sind, während das bei Letzteren eben nicht der Fall ist. Und genau das ist die Situation bei der Bewertung von rechtlichen Risiken: Der Investor kennt die möglichen Umweltzustände und die damit verbundenen Effekte auf seine Investition, während die Eintrittswahrscheinlichkeiten nicht bekannt sind.

Ein sehr einfaches Beispiel verdeutlicht die Situation: Ein Investor hat drei mögliche Investmentalternativen.

- > Er behält das Geld (100 Euro) in der Sparsacke und hat nominal danach dasselbe.
- > Er investiert in eine staatsgarantierte Anleihe und bekommt bestenfalls aktuell einen negativen Ertrag. Im Falle, dass der Staat seiner Garantieverpflichtung nicht nachkommt, erhält er eine Auszahlung von 25 Euro (der Heta-Fall).
- > Er investiert in eine HY-Anleihe und hat im besten Fall einen positiven Ertrag in Höhe von 5 Euro – im negativen Fall eine Auszahlung von 75 Euro (z. B. der berühmte Norske-Skog-Fall).

Die Auszahlungsmatrix sieht also wie folgt aus:

⁹ Wir berichteten an dieser Stelle mehrmals über das laufende ICSID-Verfahren (ein internationales Schiedsgerichtsverfahren) zwischen einer zypriotischen Bank (im Auftrag einer slowakischen Bank) und Griechenland, in dem das in 2012 durchgeführte Private Sector Involvement rechtlich hinterfragt wurde. Im April 2015 wurde zugunsten Griechenlands entschieden. Siehe auch: <https://icsid.worldbank.org/apps/ICSIDWEB/about/Pages/default.aspx>



Entscheidungsmatrix im Betrugsszenario

Investition = 100	Anleihebedingungen halten	Anleihebedingungen werden geändert		Savage-Niehans
		Laplace		
Cash	100	100	100	0
Staatsanleihe	99	25	62	74
HY-Anleihe	105	75	90	30

Nun werden die interessierten Leser merken, welche Intention hinter dieser Wahl der Auszahlungsprofile steckt. Um es zu verdeutlichen, kann man verschiedene Entscheidungsregeln anwenden – wobei wir uns hier auf die zwei bekanntesten berufen (es darf aber gesagt werden, dass die Wahl einer anderen Entscheidungsregel kein anderes Ergebnis generieren würde).

Die Laplace-Regel schreibt allen möglichen Zuständen dieselbe Wahrscheinlichkeit zu, weshalb sich der Erwartungswert einfach durch den gleichgewichteten Durchschnitt der Auszahlungsbeträge ergibt. Offensichtlich schneidet hier Cash am besten ab, während sich die Staatsanleihe auf dem letzten Platz wiederfindet. Wendet man die Savage-Niehans-Regel an, kommt man exakt zu demselben Ergebnis. Bei diesem Entscheidungsprozess wird das höchste Auskommen gesucht und die Differenz des schlechtesten Ergebnisses mit diesem berechnet. Hier ist die Alternative superior, die den geringsten Wert aufweist, also wiederum die Sparsocke.

Die Erkenntnis dieser Übung ist überwiegend offensichtlich: Rechtssicherheit ist ein elementarer Bestandteil eines funktionierenden Anleihemarktes. Ohne Rechtssicherheit bricht dieser zusammen, da es nicht rational ist, zu investieren! Das zeigt sich aktuell auch im Kapitalabzug aus österreichischen Länderanleihen. Hieraus lässt sich auch die zentrale Forderungen an Finanzmarktregulierung stellen: die Etablierung von Rechtssicherheit und Eigentumsrechten!

Von Rechtsunsicherheit zu Griechenland ist es nur ein kleiner Schritt und auch dieser Newsletter kommt nicht ohne Griechenland aus. Deshalb im Folgenden eine kurze Einschätzung der aktuellen Situation des größten Pokerspiels der noch jungen Geschichte der europäischen Währungsunion.

X-Asset View

I. Die griechische Version des altbekannten „Good Cop, Bad Cop-Spiels“

Wir haben ja schon auf die ausgefuchste Strategie von Varoufakis hingewiesen und deutlich gemacht, dass er sehr viel mehr von Spieltheorie versteht und wir deshalb einfach nicht alles nachvollziehen können. Deshalb fassen wir die griechische Strategie nochmal in unseren einfachen Worten gedanklich zusammen.

Varoufakis stellt sich in den Verhandlungen stur und schulmeistert seine europäischen Finanzminister-Kollegen mit ökonomischen Grundlagenvorträgen über die Wirkung von Sparmaßnahmen in einem rezessiven Umfeld. Ohne hierbei irgendwelche Zugeständnisse zu machen. Gleichzeitig werden keinerlei ernsthafte Reformvorschläge offeriert, um auch ein deutliches Signal zu senden, dass Griechenland hier wenig beitragen wird. Dass er mit dieser Strategie wenig Freunde machen wird, war eingeplant und der nächste Schritt auch: Tsipras nimmt Varoufakis aus der Schusslinie (keine Interviews mehr in einschlägigen Gazetten) und übernimmt selbst! Ein leichtes Zugehen von Tsipras auf die Eurozone wird von den Kollegen schon als grandioser Schritt wahrgenommen und seine Verhandlungsposition dadurch sehr viel besser als die seines Finanzministers. Irgendwie



erscheint uns das als leichte Abwandlung des klassischen „Good Cop, Bad Cop-Spiels“.

Hierzu passen auch die jüngsten Äußerungen des griechischen Staatspräsidenten Prokopis Pavlopoulos, der eine Rückzahlung aller Schulden verspricht und einen Austritt Griechenlands aus der Europäischen Union ausschließt.¹⁰ Das ist eine interessante Aussage und man darf in Zweifel ziehen, dass diese ernst gemeint sein soll. Unserer Ansicht nach ist es äußerst unwahrscheinlich, dass Griechenland hierzu in der Lage ist – außer das Land schafft es a) immensen zusätzlichen Cash-Flow zu generieren (russische Pipelines oder deutsche Reparationszahlungen) oder b) die Rückzahlungsstruktur dramatisch zu ändern (was wiederum impliziert, dass sie ihre Schulden im ökonomischen Sinne nicht vollständig bedienen).

Angesichts der anhaltenden Diskussionen und dem Eindruck, dass es zu keinen wirklich großen Fortschritten kommt, drängt sich einem der Gedanke auf, dass diese Verhandlungen ein unglaubliches Maß an Ressourcenverschwendung darstellen (v. a., da es genug andere Themen gibt, mit denen man sich in der heutigen Zeit beschäftigen könnte). Es ist klar, dass ein Verbleib Griechenlands in der Eurozone weitere zukünftige monetäre Transfers notwendig macht. Es ist auch klar, dass der Austritt Griechenlands negative Effekte für das Land selbst mit sich bringt.¹¹ Es ist ebenso offensichtlich, dass dadurch mit Spillover-Effekten innerhalb Europas gerechnet werden muss, wobei deren Quantifizierung eben nicht klar ist. Man sollte aber in diesem Fall mit steigenden Peripherie-Spreads rechnen (inkl. einer steileren Zinsstruktur-Kurve).¹² Also ist die Situation ziemlich eindeutig: Beide Parteien haben keinen Anreiz, die Verhandlungen scheitern zu lassen. Aber beide Parteien müssen auch gesichtswahrend aus den Verhandlungen hervorgehen können, da sonst die Eurogegner im Rest Europas gestärkt werden und andererseits die griechische Regierung stark an Zuspruch verlieren wird. Wie so oft im Leben gibt es hierfür eine einfache Lösung: die Wahrheit sagen! Trotz aller spieltheoretischen Kompetenzen scheint dies allerdings keine Strategie zu sein, die eine der Parteien als erfolgsversprechend sieht.

II. Taktische Positionierung: „Sell in April – that’s the fable“¹³

Natürlich bleibt auch im Mai Griechenland das bestimmende Thema für die Märkte. Alles andere als eine zumindest in der kurzen Frist gesichtswahrende „Einigung“ zwischen Griechenland und der EU wäre eine große Überraschung. Griechenland spielt seine letzten Karten aus (z. B. das von Tsipras ins Spiel gebrachte Referendum zur Abstimmung zum Verbleib in der EU), die EU tut so als würde sie hart bleiben und letzten Endes werden die nächsten Tranchen des Hilfspakets aufgrund einiger Zugeständnisse und vager Versprechen Griechenlands ausgezahlt. Die Griechenland-Problematik ist in keiner Weise gelöst, aber vorerst alle Beteiligten beruhigt.

Trotzdem handelt der Griechenland CDS aktuell mit einer impliziten Ausfallwahrscheinlichkeit von 70 % bis Juni 2016! Griechenland kann nämlich auf vielfältige Weise „defaulten“, von einem scheinbar unmerklichen Ausfall bis hin zu einem Ausfall mit Pauken und Trompeten (bzw. mit Lyra und Santur). Aus einer ökonomischen Perspektive ist Griechenland dann zahlungsunfähig, wenn es versprochene Zahlungen nicht mehr leisten kann. Also in engerem Sinne eben auch

¹⁰ <http://www.spiegel.de/politik/ausland/griechenland-praesident-prokopis-pavlopoulos-schliesst-euro-austritt-aus-a-1030773.html>

¹¹ Der Spiegel berichtet über ein internes Papier des IWF, der im Falle eines Grexit schwere wirtschaftliche Verwerfungen inkl. Hyperinflation prognostiziert: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/griechenland-iwf-sagt-bei-grexit-hyperinflation-voraus-a-1030479.html>

¹² Goldman Sachs erwartet in einem Grexit-Szenario eine Spread-Ausweitung in Italien und Spanien auf 350-400 bp (5Y CDS)

¹³ Thanks to John Ryan, XAIA. It is always good to have native speakers and cunning linguists in the firm.



solche, die es seinen Bürgern versprochen hat. In diesem Sinne ist Griechenland bereits ausgefallen. Im Kontext der Finanzmärkte spricht man aber nur dann von einem Ausfall, wenn genau diese Situation gegenüber externen Geldgebern eintritt. Und hierbei gibt es mehrere Möglichkeiten:

Griechenland kann in den nächsten Monaten

1. die Rückzahlungen des ersten Hilfspakets aus dem Jahre 2010 nicht leisten,
2. die Kuponzahlungen aus dem zweiten Hilfspaket aus dem Jahre 2012 nicht mehr bedienen,
3. die IWF-Kredite nicht mehr zurückzahlen,
4. die von der EZB (und EIB) gehaltenen Anleihen nicht mehr bedienen oder
5. jede mögliche Kombination aus 1. bis 4.

Nun ist es so, dass ein „Failure To Pay“ (FTP) jeweils völlig andere Effekte entfalten würde. Bspw. würde ein FTP auf 1. und 4. kein Credit Event im CDS-Markt auslösen, ein FTP auf 2. und 3. voraussichtlich aber schon. Ein FTP auf 1. bis 3. hingegen ist nur dann eines, wenn die Gläubiger dieses hart und öffentlich einfordern – es kann hier theoretisch zu einer Streckung der Zahlungsverpflichtungen kommen, so dass die bekannten Rückzahlungstermine möglicherweise irrelevant sind und Griechenland trotz Zahlungsverzugs nicht ausfällt. Die problematischste Variante ist definitiv ein Zahlungsverzug bei der EZB (Szenario 4). Die EZB hat angesichts ihrer Statuten wenige Möglichkeiten, einen generösen Zahlungsaufschub zu leisten. Im Gegenteil, sie müsste ihre Notfall-Liquidität – die sie aktuell in maximalem Ausmaße den griechischen Banken zur Verfügung stellt – zurückfordern, was einen sofortigen und kompletten Kollaps des Bankensystems verursachen wird, dem Griechenland im Anschluss daran folgt. Auch ohne profunde Kenntnisse der Spieltheorie wird einem schnell klar, welche Zahlungen Griechenland auf jeden Fall bedienen wird und bei welchen Zahlungen die Motivation eher geringer ist.

Was die seit Jahren andauernde Diskussion ausgelöst hat, ist nicht nur nachlassendes Verständnis der EU-Bürger hinsichtlich der griechischen Position, sondern eine sich schleichend ändernde Sicht der Finanzmärkte. Griechenland hat es aufgrund seiner Verhandlungstaktik geschafft, als isoliertes Ereignis verstanden zu werden. Natürlich gibt es im Grexit Zweitrundeneffekte auf die anderen Mitgliedsländer, aber diese werden als geringer angesehen als noch vor zwölf Monaten. Außerdem hat die Rolle Griechenlands im globalen Abwertungswettbewerb zu der Euro-Schwäche beigetragen, wovon Exportnationen wie Deutschland stark profitieren (was sich eben in der Rekordjagd der Aktienmärkte widerspiegelt). Verlässt Griechenland die EU, stärkt das den Euro und die Aktienmärkte geben nach.

Vor diesem Hintergrund tun wir uns schwer, an eine Fortsetzung der Aktienrallye des ersten Quartals 2015 zu glauben. Es kann durchaus sein, dass eine „unbefriedigende Lösung“ der Griechenlandfrage (Euro-Austritt, aber eben auch der erzwungene Verbleib ohne langfristige Lösung) dazu führt, dass wir die Jahreshochs in einige Indices bereits hinter uns haben.

Das würde auch dafür sprechen, dass die Spread-Niveaus an den Kreditmärkten wieder steigen. Wir halten diese für rein technisch getrieben und fundamental zu eng – übrigens auch für die aktuelle Phase im Zyklus unangemessen niedrig. In den USA werden die Bewertungen bereits teilweise realistischer – das liegt eben auch daran, dass sich Investoren partiell aus dem HY-Markt verabschieden. In Europa wird vor allem angesichts des Niedrig-Spread-Umfelds die Risikoprämie im HY-Segment noch als attraktiv empfunden – sollte sich die wirtschaftliche Erholung allerdings nicht nachhaltig fortset-



zen (z. B. durch eine Aufwertung des Euro oder wieder steigende Energiepreise), sind diese mittelfristig nicht mehr zu rechtfertigen. In diesem Fall muss sich die EZB dann eine besonders perfide Maßnahme einfallen lassen – aber sie hat uns ja in den letzten Jahren schon überrascht, es ist ihr also alles zuzutrauen.

Um auf die im Titel angesprochene Grippe zurückzukommen, kann man der EZB durchaus hippokratischen Eifer unterstellen. Sie tut alles, um die Eurozone von ihrer Krankheit zu befreien und nimmt dafür eine leichte Grippe in Kauf. Es gibt ein französisches Sprichwort, das wie folgt lautet: „Die meisten Menschen sterben an ihren Ärzten, nicht an ihren Krankheiten“.

Forecast-Tabelle

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

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

* Dead Kennedys (1982) – live in München am 15. Juni. Das erste Mal!



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 2015