

20 SEP 2016

#29

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

I think we're alone now*

>>And then you put your arms around me
And we tumble to the ground and then you say
I think we're alone now.<<

I THINK WE'RE ALONE NOW*

Auf den ersten Blick herrschte während der Sommermonate eine furchtbare Langeweile an den Märkten. Bei genauerem Hinschauen jedoch haben sich durchaus interessante Entwicklungen manifestiert. Eine davon ist die anhaltende Konvergenz aller Asset-Klassen, die für eine erhöhte Ansteckungsgefahr im Krisenfall spricht. Das zentrale Risiko besteht natürlich in einer Abkehr von der Nullzinspolitik – eine Vorstellung, die aktuell eher abstrus erscheint. Aber schon leichte Signale in diese Richtung (Fed signalisiert frühere Zinserhöhung und die EZB beschließt keine Ausweitung des Stimulus-Pakets) führen zu starken Bewegungen an den Märkten. Wir bleiben deshalb sehr zuversichtlich, dass der Herbst bei Weitem spannender verlaufen wird als die Sommermonate. Und spätestens dann wird die EZB feststellen, dass sie aktuell ziemlich alleine am Kreditmarkt ist und ihr möglicherweise diese brillanten Textzeilen dazu einfallen: „I think we're alone now ...!“

Rekord-Konvergenz aller Asset-Klassen: Pandemiegefahr!

Ein zentrales Problem für viele Investoren während der Lehman- und der Eurokrise in den Jahren 2008 und 2011 war die hohe realisierte Korrelation zwischen den meisten Asset-Klassen. Nach historischen Maßstäben breit diversifizierte Portfolios wiesen damals eben keinerlei positive Korrelationseffekte auf, was Multi-Asset-Ansätze stärker gestresst hat als historische Draw-Down-Analysen es hätten vermuten lassen.

Seitdem haben die führenden Zentralbanken der Welt ihre geldpolitische Expansion verstärkt und bedingen damit eine undifferenzierte Inflationierung der Finanzmärkte. Beispielsweise führt der jüngste Coup der EZB, das CSPP, nicht ausschließlich zu Kurssteigerungen der Unternehmensanleihen, die Teil des Kaufprogramms sind. Vielmehr „verdrängt“ die EZB damit originäre Nachfrage von realen Investoren, die sich auf der Suche nach Rendite in andere Segmente flüchten. Dazu gehören HY-Namen, Aktien, Immobilien etc. Eine extrem expansive Geldpolitik im Stile der EZB, der Fed und der BoJ führen zwangsläufig zu einer stark positiven Korrelation aller Asset-Klassen. Die jüngsten Diskussionen bezüglich Helikoptergeldes in Japan (vgl. hierzu auch den letzten Newsletter) und Aktienkäufen der EZB würden diese Konvergenzen noch verstärken.

Ein weiteres Phänomen, das zur Konvergenz innerhalb einer Asset-Klasse beiträgt, ist die Popularität von ETFs und Index-Produkten. Besonders bei Aktien-ETFs fehlt uns manchmal der gute Wille, dies nachvollziehen zu können. Das Argument für Investments in Aktien basiert aktuell auf deren günstigen Bewertung (wir gehen später detaillierter darauf ein). Der Vorteil von ETF-Investments liegt dabei auf der Hand: Rein statistisch betrachtet erwirtschaften die wenigsten Asset-Manager ein positives Alpha – also einen Zusatzertrag, der durch eine „effiziente“ Einzeltitelselektion erwirtschaftet wird. Die Alternative, die ETFs bieten, liegt darin, dass sie die Markttrendite Beta kostengünstig zur Verfügung stellen und somit das überlegene Instrument gegenüber aktiv gemanagten Fonds (zumindest nach Kosten) darstellen. Auf der anderen Seite unterstellen wir ja, dass die Bewertung von Aktien aktuell günstig ist, was sich in relativ banalen Parametern widerspiegelt, z. B. die Dividendenrendite einer Aktie. Es würde nun wohl niemand widersprechen, wenn man feststellt, dass



diese Aussichten innerhalb eines Index von Aktie zu Aktie unterschiedlich sind. Es macht dementsprechend keinen Sinn, seine Investition allen Unternehmen innerhalb des Index zur Verfügung zu stellen, wenn man denkt zu wissen, dass es performancerelevante Unterschiede zwischen den Index-Mitgliedern gibt. Also entweder ist die allgemeine Theorie zur Bewertung von Aktien irrelevant oder ETFs ineffizient. Der Aktienkauf über ETFs aufgrund von attraktiven Bewertungen lässt sich allerdings nur mit einer dramatischen Reduktion der Realität in Einklang bringen.

Nichtsdestotrotz erfreuen sich Indexprodukte wachsender Beliebtheit – aber auch in den jüngsten Diskussionen über den Kauf von Aktien (mit Hilfe von ETFs) durch Zentralbanken ist die Problematik dieser Investmentstrategien aufgedeckt worden: Es kommt hier zwangsläufig zu Fehlallokationen, da der Markt seiner zentralen Funktion der optimalen Allokation zugunsten überlegener Unternehmenskonzepte beraubt wird. Dies ist ein Problem, welches mit der Investition in Indexprodukte im Allgemeinen verbunden ist und das in letzter Konsequenz eben auch dazu führt, dass tendenziell eine hohe Korrelation von Finanzinstrumenten innerhalb eines Marktsegments festzustellen ist.

Die Problematik potentieller Fehlallokationen wurde bisher vor allem von der EZB geflissentlich ignoriert. Ihr CSPP-Programm führt nämlich genau dazu. Für die EZB stellt das entscheidende Kriterium beim Kauf von Unternehmensanleihen die Kreditqualität des Emittenten dar – vollkommen unabhängig von dessen Refinanzierungskosten oder Geschäftsaussichten. Wenn die EZB durch ihre Anleihenkäufe eine spürbare Reduktion der Refinanzierungskosten bedingt, können Unternehmen beispielsweise auch Übernahmen günstiger finanzieren – unabhängig davon, ob diese Investition volkswirtschaftliche Vorteile generiert.¹ Vielmehr steigen so indirekt auch die Kosten für Übernahmen, da das Zielunternehmen weiß, dass die Kapitalbeschaffung für das übernehmende Unternehmen günstiger geworden ist. Folglich nehmen aufgrund der Politik der EZB eben auch die „Multiples“, die für M&A-Transaktionen bezahlt werden, zu und in letzter Konsequenz damit auch der Verschuldungsgrad der involvierten Investoren.

Warum sollte uns das Sorgen bereiten? Bisher ist die Strategie der Zentralbanken ja aufgegangen und (fast) ausnahmslos alle Investoren in allen Asset-Klassen haben davon profitiert. Genau hier liegt jedoch das Problem. Betrachtet man den Gleichlauf von Marktsegmenten aus rein quantitativer Sicht, kann konstatiert werden, dass die Abhängigkeit zwischen Marktsegmenten auf einem Rekordniveau liegt.² Misst man also den Einfluss eines Marktsegments auf andere Marktsegmente, kommt man schnell zu der wenig überraschenden Erkenntnis, dass das Renditeniveau – und damit die Geldpolitik – momentan der entscheidende Faktor für alle Teilbereiche des Finanzmarktes ist. In weitaus höherem Maße als fundamentale Entwicklungen.

Nun mag dies als quantitative Spielerei zu einem längst bekannten Phänomen wahrgenommen werden. Allerdings ergeben sich hieraus durchaus Erkenntnisse, die in der aktuellen Diskussion oftmals außer Acht gelassen werden. Betrachtet man nämlich die Korrelations-Swings, also die kurzfristigen Korrelationsänderungen zwischen verschiedenen Marktsegmenten, stellt man extreme Schwankungen

¹ Die 66 Mrd. USD, die Bayer für Monsanto bezahlt, sollen v. a. durch neue Schulden (38 Mrd. USD) und durch eine Kapitalerhöhung in Kombination mit einer Wandelanleihe (19 Mrd. USD) finanziert werden. Es liegt nahe, dass diese Transaktion im aktuellen Umfeld leichter und kostengünstiger zu finanzieren ist, als das ohne das CSPP der Fall gewesen wäre.

² Credit Suisse veröffentlicht hier einen Indikator (Cross Market Contagion Indicator), der aktuell auf dem höchsten Niveau seit seiner Einführung in 2008 liegt. Vgl. Xu, M.: *Market Volatility Bulletin – Positioning for September Picks Up*; Equity Derivatives Strategy; Credit Suisse Research; 6. September 2016.

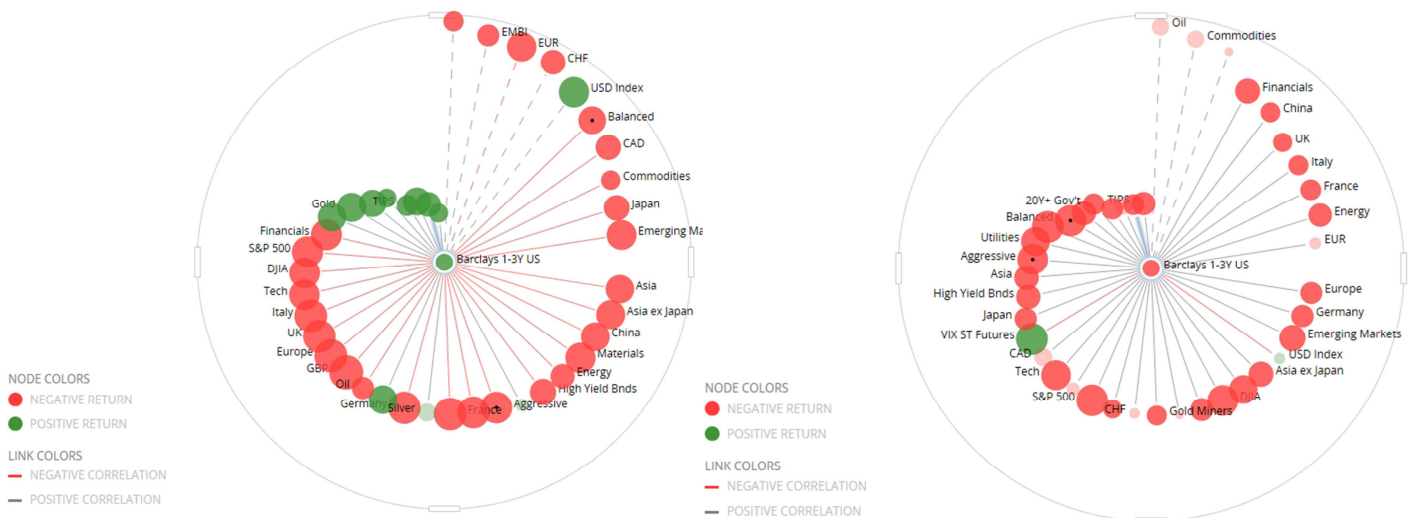


fest. Das erschwert eben auch eine „optimale“ Allokation von Multi-Asset-Portfolios und dementsprechend jegliche Absicherungsstrategien, die auf negativen Korrelationen beruhen. Zusätzlich kann es zu technisch bedingten Bewegungen kommen, die *Algorithmische Strategien*³ („Computerhandel“) dazu veranlassen, in extremem Maß prozyklisch zu reagieren, womit beispielsweise durch große Verkauforders eine anfängliche Abwärtsbewegung in den Märkten potenziert werden kann.

Der Aufbau von systemischen Risiken ist indes ein kontinuierlicher Prozess, der sich über mehrere Zyklen strecken kann. Im Gegensatz dazu materialisieren sich diese Risiken angesichts der hohen Korrelation und der extremen Ansteckungsgefahr über alle Asset-Klassen sehr viel schneller. Und es ist vollkommen offensichtlich, welche Asset-Klasse das zentrale Risiko für alle anderen Marktsegmente darstellt: Staatsanleihen, also indirekt die Zinspolitik der Zentralbanken. Genau das konnte man bereits mehrmals eindrucksvoll beobachten, wie in der folgenden Abbildung dargestellt. Am Tag nach dem überraschenden Brexit-Votum (Abbildung links, wie auch noch deutlicher am 12. September (Fed signalisiert frühere Zinserhöhung; Abbildung rechts) haben sich alle Asset-Klassen negativ entwickelt und standen in starker Abhängigkeit zu der Entwicklung der kurzfristigen US Renditen.

Einer für alle – kein Entkommen durch Diversifikation möglich⁴

Quelle: FNA



Die Abhängigkeit der Märkte von der Zinspolitik und die stark ausgeprägten positiven Korrelationen innerhalb der Finanzmärkte führen einerseits zu extremen Schwankungen im Falle exogener Schocks – natürlich in erster Linie, falls die Zentralbanken „hawkische“ Signale senden, wie die Marktbewegung am 12. September (siehe Abbildung oben rechts) eindrucksvoll verdeutlicht. Darüber hinaus besteht allerdings eine weitere Gefahr, die in keinem Zusammenhang mit fundamentalen Entwicklungen (inkl. geldpolitischer Maßnahmen) steht: inhärente Risiken in den Finanzmärkten. Systemische Risiken in den Finanzmärkten sind offensichtlich durch das starke Wachstum derselben und deren weitgehende Abkopplung von fundamentalen Ent-

³ JP Morgan hat Indikatoren eingeführt, die systemisches Risiko als nicht durch historische Preisrelationen erklärbares Phänomen, sondern als „unübliche“ Bewegungen charakterisieren und wie hoch die Konzentration potentieller Risikoquellen ist. Vgl. hierzu Kolanovic, M. et al: *Systematic Risk Strategies – Is the Market Crowded?*; Global Quantitative & Derivatives Strategy; J.P. Morgan Research; 9. September 2016.

⁴ Die Abbildungen zeigen die Marktbewegungen an einem spezifischen Tag über unterschiedliche Marktsegmente. Im Zentrum stehen 1- bis 3-jährige US-Staatsanleihen, wobei rote Punkte einen Kursrückgang zeigen und die Entfernung zwischen den Asset-Klassen die Korrelation zwischen dem jeweiligen Marktsegment und kurzen US-Staatsanleihen reflektiert.



wicklungen begründet, worauf wir im folgenden Abschnitt näher eingehen wollen.

Realwirtschaft und Finanzmärkte: Zwei ganz ferne Verwandte

Ein Thema, welches spätestens seit der Lehman-Pleite immer mehr in den Mittelpunkt rückte, stellt die Abkopplung der Finanzmärkte von der Realwirtschaft dar. Auch hier spielt die Geldpolitik der letzten Jahre eine zentrale Rolle. Die exzessive Bereitstellung von Liquidität hat nur moderate realwirtschaftliche Wachstumseffekte⁵, sie führt aber zu einem Wachstum der Finanzmärkte, die einen Großteil der bereitgestellten Zentralbank-Liquidität aufgefangen haben. Das zieht letztlich zwei Effekte nach sich: Erstens koppeln sich die erzielten Wachstumsraten des Kapitals von denen der Realwirtschaft ab und zweitens nimmt das Volumen von Finanztransaktionen ohne realwirtschaftlichen Hintergrund zu.

Ein möglicherweise gutes Beispiel für diese These wird im folgenden Exkurs dargestellt. Trotz der offensichtlichen Tatsache, dass der Autor aufgrund seines fortgeschrittenen Alters den intellektuellen Anschluss an neueren Entwicklungen im Internet verloren hat, folgt eine kurze Kritik an den Bewertungsniveaus vieler Internet-Unternehmen, die letztlich auf Erwartungen und weniger auf realisierten Erträgen basieren.

Exkurs: Wissen ist Macht! Aber nicht unbedingt Wachstum.

Der Tech-Boom Ende der 1990er Jahre wurde dadurch begründet, dass völlig neue Absatzmärkte für Dinge geschaffen wurden, von denen man nicht wusste, dass man sie benötigt (was sich beim Platzen der Blase in 2001/02 dann auch bestätigt hat). Aktuell begründet sich der Internet-Boom auf dem Wert von Nutzerdaten. Wenn beispielsweise soziale Netzwerke bei einem P/E-Ratio von über 60 bewertet werden (Facebook), dann erwarten die Aktionäre offensichtlich einen inhärenten Wert, der weniger auf der Nutzung des Netzwerkes basiert, sondern auf dem potentiellen Wissen über die Nutzer selbst. Dieses Wissen kann von personalisierter Werbung bis zur Optimierung von Absatzwegen vielfältig ausgenutzt werden und besitzt deshalb für viele Unternehmen einen Wert.

Der entscheidende Punkt hierbei ist die Frage, ob Business-Modelle zusätzliches Wachstum generieren oder einzig eine Umverteilung der Produzentenrente zwischen unterschiedlichen Anbietern von Gütern und Dienstleistungen bedingen. Folgendes Beispiel verdeutlicht die Situation: Falls eine Dienstleistung, die bisher real in Anspruch genommen wurde, nun zu selben Konditionen und im selben Ausmaß über das Internet wahrgenommen wird, stellen sich erstmal keinerlei positive Wachstumseffekte ein. Nur im Fall, dass eine „angenehmere“ Möglichkeit zum Kauf einer Dienstleistung / eines Gutes auch zu einer gestiegenen Nachfrage führt oder zu einer Steigerung der Produktivität auf Seiten des Unternehmens, entstehen positive reale Wachstumseffekte.

In der ökonomischen Wachstumstheorie⁶ ist indes die Möglichkeit, durch Innovationen Produktivitätswachstum zu erzielen, neben Humankapital der entscheidende Parameter zur Erklärung ökonomischen Wachstums. Als kurze Anmerkung sei erlaubt, dass in diesen Modellen die Geldpolitik (über die Sparquote und die Grenzproduktivität des Faktors Kapital) nur sehr indirekten Zugang findet. Die Frage ist nun, wie viel technischer Fortschritt aktuell in der Internet-Industrie entsteht. Betrachtet man Amazon als Zwischenhändler für

⁵ Vgl. hierzu den XAIA-Newsletter #27 „I want your love“.

⁶ Die (neue) endogene Wachstumstheorie beschreibt technischen Fortschritt nicht als exogenen, sondern als modellimpliziten Faktor. Innovationen hängen hier negativ von den damit verbundenen Kosten und positiv von der „Exklusivität“ (Möglichkeiten der Nachahmung) der Innovation ab. Wegweisend hierfür u. a. Romer, P. M. (1994): *The Origins of Endogenous Growth*; *The Journal of Economic Perspectives*. 8 (1); p. 3-22.



alle Produkte des täglichen Bedarfs (und darüber hinaus), wird die Problematik deutlich. Amazon hat wie Facebook auch eine Marktkapitalisierung von ca. 360 Mrd. USD⁷ und ebenfalls ein recht sportliches P/E-Ratio von 189. Nimmt man nun an, dass Amazon keine neuen Absatzmärkte generiert, sondern auf sehr effiziente Weise die Margen eines Zwischenhändlers vereinnahmt, sind mit der Geschäftstätigkeit möglicherweise nur sehr überschaubare makro-ökonomische Effekte verbunden. Aber wie die immense Marktkapitalisierung zeigt, ist der „Finanzmarkt“ bereits stark gewachsen. Natürlich ignorieren wir hier den potentiellen Rückgang des Marktwerts von ursprünglichen Konkurrenten, die nun weniger Ertrag generieren. Aber es wird bei dieser Betrachtung deutlich, dass es Geschäftsmodelle geben kann, die mehr Wert an den Finanzmärkten generieren als sie dies in der Realwirtschaft tun. Und wir haben hierbei die auf die jeweilige Aktie referenzierenden Derivate (bspw. auch Indexprodukte) außen vor gelassen. Natürlich kann man nicht ausschließen, dass diese Unternehmen langfristig auch die Ertragslage erreichen, die ihre Bewertungen an den Finanzmärkten rechtfertigen. Aber zumindest lässt sich von den obigen Beispielen ableiten, dass potentielle Übertreibungen immer an den Finanzmärkten und niemals an den Gütermärkten stattfinden, was eine Erklärung für die Abkopplung beider Segmente darstellt.

Außerdem besteht natürlich in einer persistenten Niedrigzinsphase aus Sicht der Investoren ein Anreiz zu weniger konservativen Bewertungen. Für ein bestimmtes Ertragspotential muss im aktuellen Umfeld mehr finanzielles Risiko eingegangen werden, was sich in letzter Konsequenz auch in einer Entkopplung der Finanz- von den realen Gütermärkten widerspiegelt.

Die Messung der Relation bezüglich reiner Finanztransaktionen und zugrundeliegender realwirtschaftlicher Transaktionen ist eine müßige Aufgabe. Seit dem Aufkommen der Diskussion über die Einführung der Besteuerung von Finanztransaktionen Anfang der 1970er Jahre wird versucht, Finanztransaktionen zu kategorisieren, um „gewollte“ von „ungewollten“ unterscheiden zu können. Diese Versuche enden bisher meist in völlig unsinnigen Regelungen wie beispielsweise dem Leerverkaufsverbot auf Anleihen europäischer Staaten. Es geht an dieser Stelle gar nicht darum, Transaktionen zu kategorisieren, sondern nur darum aufzuzeigen, welche Dimensionen der globale Finanzmarkt einnimmt, da die Größe desselben wiederum ein Parameter für die Höhe des systemischen Risikos darstellt.

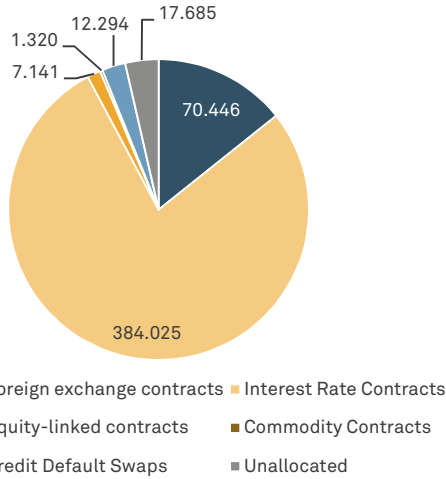
Vergleicht man nun das gehandelte Volumen an Finanzinstrumenten, wird schnell klar, dass dieses weitaus größer ist als die von den am Markt bewerteten Unternehmen verursachten Güterströme. Des Weiteren ist der Vergleich des ausstehenden Nominals an Finanztransaktionen mit Güterströmen irreführend, da man hier Bestandsgrößen mit Stromgrößen vergleicht. Aber es ist trotzdem interessant zu sehen, dass allein das ausstehende Volumen an OTC-Derivaten ein Vielfaches (> Faktor 6) des globalen Sozialprodukts ausmacht.

⁷ Die Bewertungen sowie KGVs beziehen sich auf die Kurse vom 14. September 2016. Quelle: Bloomberg.

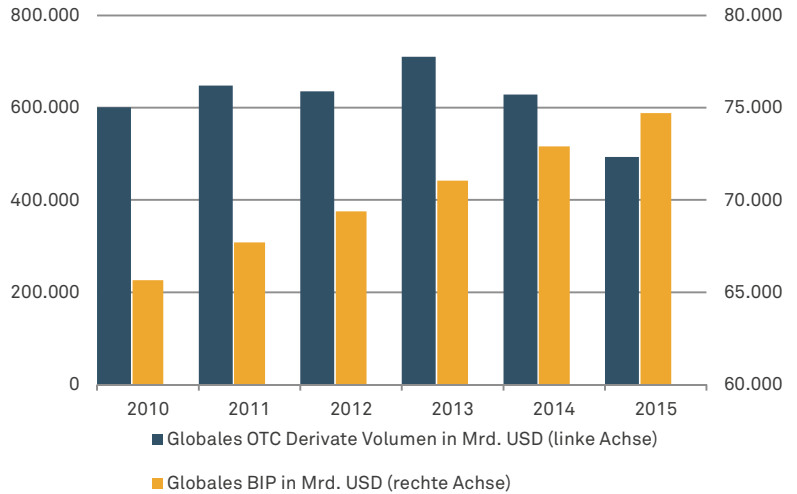


Vergleich globale Wirtschaftsleistung vs. ausstehendes Volumen an OTC-Derivaten

Quelle: BIS, Bloomberg



Stand: 30.12.2015; in Mrd. USD

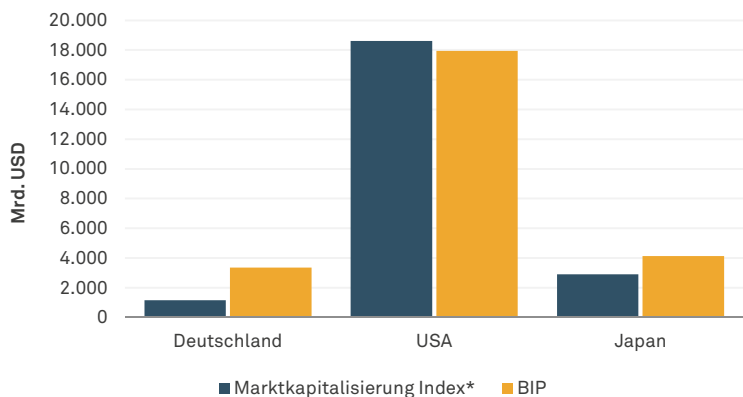


Der Großteil des ausstehenden Volumens an OTC-Derivaten entfällt auf Zinsderivate (Faktor 5 gegenüber dem globalen GDP für Ende 2015). Dies ist wenig überraschend, da Zinsabsicherungen Teil vieler realwirtschaftlicher Transaktionen sind und in einem Niedrigzinsumfeld immer stärker an Bedeutung gewinnen. Aber auch das Volumen an Währungsderivaten ist in etwa dasselbe wie das globale GDP. Hingegen ist das Volumen an Kreditderivaten seit der Lehman-Pleite um ca. 50 % zurückgegangen und beläuft sich aktuell auf nur noch ca. 18 Billionen USD (über 20% des globalen GDPs). Diese Zahl wird weiter rückläufig sein, da immer mehr CDS über Clearinghäuser (EMIR) abgewickelt werden. Insgesamt sind diese Zahlen trotzdem eine Untertreibung, da OTC-Derivate nur einen Teil des globalen Finanzmarktes widerspiegeln und wir hier z. B. alle börsengehandelten Instrumente ignorieren.

Es gibt unseres überschaubaren Wissens nach keine kumulierten Daten über das Volumen aller weltweit gehandelten Finanzinstrumente, aber die folgende Abbildung zeigt wiederum deutlich, dass dieses auch national betrachtet weit über der Wirtschaftsleistung eines jeweiligen Landes liegt. Allein die Marktkapitalisierung der größten Unternehmen eines Landes genügt hierfür, wie am Beispiel Deutschlands, der USA und Japan aufgezeigt wird.

Aktienmärkte & Sozialprodukt

Quelle: Bloomberg



* Der Gesamtwert von allen ausstehenden Aktien aller Unternehmen im Index: Dax = 30, Nikkei = 225, S&P = 500 (Bloomberg)

Nun darf man natürlich die Frage stellen, warum das hohe ausstehende Volumen an Finanzinstrumenten ein Problem darstellen sollte. Um etwaigen Gedanken entschieden entgegen zu treten: Es wäre unserer Ansicht nach ein großer Fehler, hier weitere Beschränkungen



einzuführen. Es geht vielmehr darum, dass ein wachsender Finanzmarkt größere systemimmanente Risiken mit sich bringt – die übrigens vor allem dadurch entstehen, dass die handelnden Wirtschaftssubjekte nicht ökonomisch rational handeln, sondern im Sinne eines sehr engen Regulierungskorsetts agieren müssen, während gleichzeitig die Zentralbanken durch ihre Liquiditätsflut die Marktteilnehmer zwingt, ihre Risikoaversion zu reduzieren.

Aber es gibt eben marktinhärente Mechanismen, die beispielsweise dadurch ausgelöst werden, dass sich Marktteilnehmer sehr homogen verhalten. Und das muss nicht immer zwangsläufig allein durch Regulierungsmaßnahmen hervorgerufen werden. Herding⁸ ist eines dieser Phänomene, die in bestimmten Situationen dazu führen können, dass es zu starken Bewegungen an den Finanzmärkten kommen kann, ohne dass dafür eine realwirtschaftliche Ursache vorhanden ist. Ein weiteres potentiell inhärentes Marktrisiko stellt die Dominanz von algorithmischen Handelsstrategien dar, die selbsterfüllende Mechanismen an den Märkten auslösen können.

Der entscheidende Punkt dieser Ausführungen ist darin zu sehen, dass Krisen an den Finanzmärkten im Sinne starker Abwärtsbewegungen ohne realwirtschaftliche Ursache ausgelöst werden können. Dieses Risiko ist eine Funktion der regulativen Eingriffe in den Finanzmarkt und der puren „Größe“ desselben, wobei letztere wiederum durch die Zentralbankpolitik bedingt ist. Unserer Ansicht nach ist aktuell das Risiko systemischer Krisen hoch. Das liegt einerseits an der hohen Korrelation zwischen Marktsegmenten, an der hohen Ansteckungsgefahr zwischen den Segmenten und der Tatsache, dass die Finanzmärkte ein Rekordvolumen an Finanzaktiva aufweisen. Die nächste Krise wird also nicht unbedingt eine realwirtschaftlich bedingte sein, sondern vielmehr eine systeminhärente. Das war übrigens auch während der Subprime-Krise in den USA 2007/2008 der Fall. Die realwirtschaftliche Bedeutung von Subprime-Krediten war äußerst überschaubar – ihre Bedeutung für das Finanzsystem allerdings extrem ausgeprägt.

X-Asset-View

An den Kreditmärkten herrscht seit einigen Wochen eine gewisse Lethargie angesichts mangelnder Liquidität und der Dominanz der EZB. Einzig die Aktivität am Primärmarkt für Unternehmensanleihen ist weiterhin hoch angesichts historisch niedriger Refinanzierungskosten. Die ersten Unternehmen (Sanofi und Henkel) konnten Anfang September bereits zu negativen Renditen (-0,05 %) emittieren und das eigentlich Verwunderliche ist, dass dies niemanden zu stören scheint: Beide Anleihen sind auf ausreichende Nachfrage gestoßen. Die Tatsache, dass Investoren Anlagen suchen, bei denen sie garantiert Geld verlieren, erscheint nur auf den ersten Blick schwer verständlich. Aus relativer Betrachtung ist dieses Investment profitabler als die Liquiditätshaltung. Im Overnight Interbankenmarkt liegen die Zinssätze (EONIA) seit März zwischen -0,30 % und -0,35 %. Der gewiefte Anleger spart sich also beim Kauf einer Henkel- oder Sanofi-Anleihe bis zu 30 bp – ein Schnäppchen, zumindest wenn man das Ausfallrisiko außer Acht lässt. Aber solange die EZB dies indirekt durch ihr Kaufprogramm CSPP verhindert, lässt sich für viele Investoren diese Ignoranz rechtfertigen.

Wir haben den Effekten dieser Kaufprogramme in den letzten Ausgaben des Newsletters bereits viel Raum eingeräumt und wollen hier Redundanzen vermeiden. Aber es sei uns der Hinweis gestattet, dass die absoluten wie auch relativen Bewertungen an den Anleihenmärkten ziemlich abstruse Niveaus annehmen. Logischerweise melden sich die (immer selben) Stimmen zu Wort, dass Aktien die einzige profitable Alternative in diesem Umfeld darstellen.

⁸ Einen guten Überblick liefert Bikhchandani, S., Sharma, S. (2000): *Herd Behavior in Financial Markets*, IMF Working Paper WP/00/48.



Alternativlosigkeit und Aktienbewertung

Dem Autor sei an dieser Stelle eine kurze Anekdote gestattet. Anfang 2008, als die Kreditmärkte angesichts der dramatischen Entwicklungen im strukturierten Kreditmarkt schon stark in Mitleidenschaft gezogen wurden, mehrten sich die Anfragen von Aktieninvestoren, um mehr über ABS, CDOs & Co zu erfahren. Einhellige Meinung aller war, dass die Modelle zur Bewertung strukturierter Kreditprodukte fehlerhaft seien und nur völlig unzureichende Risikoparameter generierten. Natürlich konnte man damals die Annahmen, mit denen diese Modelle gespeist wurden, als zu optimistisch betrachten – die verwendete Technologie aber war ziemlich effizient und fortschrittlich. Vor allem wenn man diese mit den Modellen der Aktienbewertung vergleicht, die letztlich auf eine Idee der 1930er Jahre zurückgehen.⁹ Den intrinsischen Wert einer Aktie als die diskontierten zukünftigen Cash-Flows zu modellieren, mag auf den ersten Blick sinnvoll erscheinen, krankt aber an dem offensichtlichen Problem, dass man diese Cash-Flows in irgendeiner Weise prognostizieren muss. Jedes Modell birgt unausweichlich Modellrisiken, jedoch ist diese bei Aktienbewertungen extrem ausgeprägt. Weitaus stärker als das bei Modellen zur Bewertung von Kreditderivaten der Fall ist. Aktuell basieren die Argumente für Aktien wie in 2007 auf denselben Prinzipien wie damals: Neben historischen Kurs/Gewinn-Verhältnissen werden die relative Attraktivität von (unsicheren) Dividenden-Renditen oder die Argumentation, dass Aktien Investitionen in reale Assets darstellen, herangezogen. Natürlich profitieren Aktienbewertungstechnisch in einem Niedrigzinsumfeld davon, dass Diskontfaktoren nahe Null für zukünftige Dividenden zu einem höheren „present value“ führen. Allerdings gibt es einen Grund für das Niedrigzinsumfeld und dieser besteht in sehr moderaten Wachstumsaussichten, die wiederum zu niedrigeren Dividendenzahlungen in der Zukunft führen sollten.

Bleibt das schwer wiederlegbare Argument der Value-Investoren: Wichtige softe Faktoren (z. B. Familienunternehmen) und die Berechnung eines attraktiven Verhältnis des intrinsischen Wert eines Unternehmens zum Marktwert generieren nachhaltig hohe Renditen, die denjenigen von Staatsanleihen überlegen sein müssen, da der Aktionär eine implizite Risikoprämie verdienen kann. Nun gibt es Value-Investoren, deren Anhängerschaft in fast religiösem Eifer den Glauben an dem Markt überlegene Analysetechniken teilt. Man kann auch etwas realistischer urteilen, dass von allen Value-Investoren stochastisch betrachtet auch jemand Recht behalten muss. Falls es Aktionäre gibt, die über mehrere Dekaden den Markt schlagen, kann das eben auch andere Gründe haben als eine überlegene Investitionsstrategie. Und man sollte bei dieser Betrachtung nicht ignorieren, dass wir seit mehr als 20 Jahren in einem Umfeld kontinuierlich sinkender Kapitalmarktzinsen leben – einem Umfeld also, das zu einer positiven Entwicklung des Aktienmarkts beiträgt. Und genau dieser Zyklus ist an seinem Ende angelangt. Auch ohne die Erwartung, dass sich die Zinsniveaus mittelfristig wieder stark erhöhen, ist es dennoch ausgeschlossen, dass die Zinssenkungen der letzten zwanzig Jahre so fortgeschrieben werden können – was angesichts der praktischen weltweiten Nullzinspolitik und der Tatsache, dass inzwischen ein Großteil der Safe-Haven Instrumente in negativem Rendite-Terrain bewegen, keine großartige Erkenntnis darstellt. Somit gilt vor allem für die Entwicklung der Aktienmärkte, dass die Zinspolitik den entscheidenden Faktor darstellt, womit wir mal wieder bei der EZB wären.

⁹ Vgl. hierzu Williams, J. B. (1938): *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press.



*Oktober 2019:
Das (späteste) Ende der Ära Draghi*

Man sieht an den Diskussionen innerhalb der Fed, wie schwierig die Abkehr von der (quasi) Nullzinspolitik ist. Und je länger diese anhält, desto schwieriger wird es. Unternehmen „gewöhnen“ sich an niedrige Refinanzierungskosten, Immobilienkäufer tun das auch und letztlich hat sich sogar ein Großteil der EM-Länder (v. a. solche, die in einem hohen Maße USD-denominierte Staatsanleihen emittieren) auf persistent niedrige Zinsen eingestellt. Es ist vollkommen klar, dass nur durch positive Wachstumstendenzen die negativen Impulse auch eines sehr moderaten und vorsichtigen Zinserhöhungstrends abgemildert werden können. Und während das in den USA zumindest möglich erscheint, sollte man v.a. angesichts der negativen außenwirtschaftlichen Impulse nicht erwarten, dass die Fed Zinserhöhungen im Ausmaße vorangegangener Zyklen anstrebt.

In Europa ist dieses Problem indes noch sehr viel ausgeprägter. Einerseits ist das bedingt durch die strukturellen Probleme einiger Länder der Eurozone, die trotz leicht positiver Wachstumstendenzen nach wie vor mit immensen volkswirtschaftlichen Belastungen (bspw. teilweise immer noch sehr hohe Arbeitslosigkeit) kämpfen. Andererseits sind die Wachstumsaussichten in Europa eben auch weniger erheiternd als dies in den USA der Fall ist und die durch die Erwartung sich lange hinziehender Brexit-Verhandlungen einen weiteren Dämpfer erhalten. Neben der persistenten Problematik fauler Kredite auf den Bilanzen v. a. italienischer Banken hat der gesamte europäische Bankensektor relativ moderate Ertragsaussichten, die paradoxerweise wiederum auf das Niedrigzinsniveau zurückzuführen sind.

Neben diesen Entwicklungen, die jede für sich alleine für ein persistentes Niedrigzinsumfeld spricht, macht die EZB auch keinerlei Anstalten, ihre expansive Politik zumindest langfristig in Frage zu stellen. Auch wenn bei der letzten EZB-Sitzung keine frühzeitige Ausweitung des Kaufprogramms beschlossen wurde, sind die Effekte auf den Kreditmarkt bereits so dramatisch, dass die EZB einerseits originäre Investoren vertreibt und andererseits einen nachhaltigen Einfluss auf die Investitionspolitik einiger Unternehmen und die Kapitalallokation an sich eingenommen hat. Bis einschließlich 9. September 2016 hat die EZB seit dem Start des CSPP im Juni bereits Unternehmensanleihen im Volumen von knapp 23 Mrd. Euro gekauft und ist somit mit Abstand der aktivste Käufer am Markt.

Es ist indes nicht absehbar, wann der Glaube an die heilvolle Wirkung nachhaltig niedriger Zinsniveaus gekoppelt mit direkten Markteingriffen sein Ende findet – man sollte davon ausgehen, dass dieser mindestens bis zum Ende der Amtszeit von Mario Draghi im Oktober 2019 anhalten wird. Es erinnert viel an die Amtszeit von Alan Greenspan, die in der ex-post Betrachtung weitaus weniger positiv gesehen wird, als das zur Zeit ihrer Umsetzung der Fall gewesen ist.

Strategische und taktische Allokation

In einem Umfeld manipulierter Märkte entsteht vor allem eines: Langeweile. Solange das Nachrichtenumfeld moderat bleibt, bewegen sich die Märkte in sehr engen Bandbreiten, wobei exogene Schocks (Türkei-Putsch, Brexit) die verbleibenden Auslöser von exaltierteren Kursbewegungen sind.

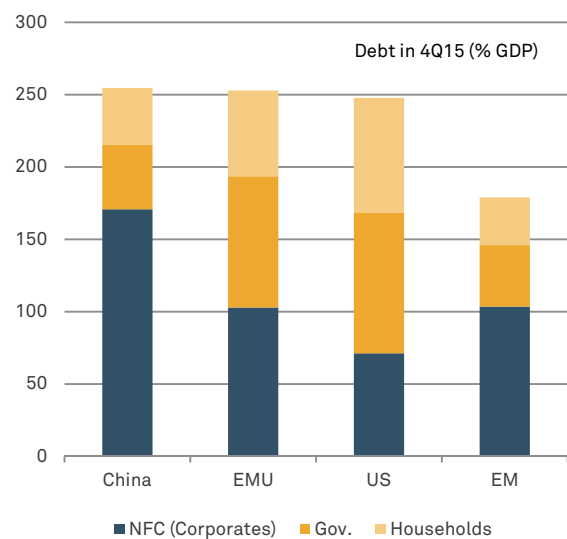
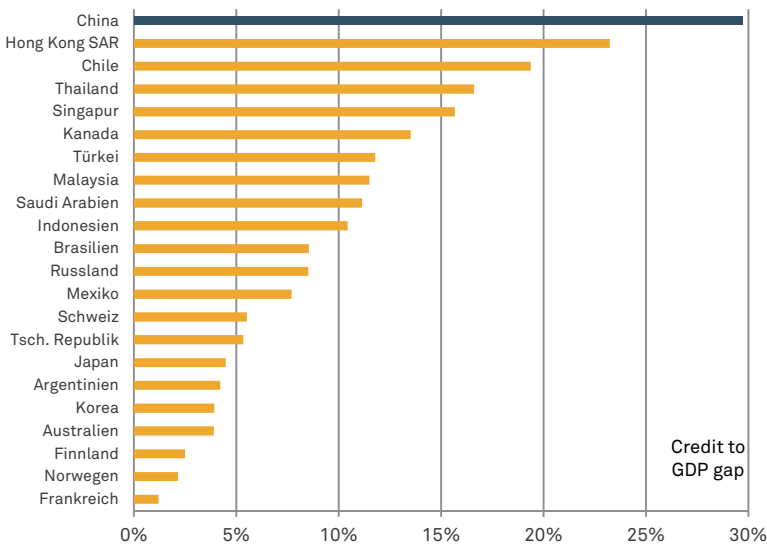
Die schwelenden Risikofaktoren sind hingegen dieselben geblieben. Kurzfristig darf man ausgeprägte Volatilitätsschwankungen angesichts der Brexit-Verhandlungen, des auf Ende des Jahres verschobenen Referendums in Italien und des amerikanischen Wahlkampfes erwarten. Diese Ereignisse haben unserer Ansicht nach allerdings nicht das Potential, eine dramatische Trendwende in den Märkten herbeizuführen. Hier sehen wir vor allem die Problematik der über Jahre gewachsenen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte durch manipulierte Zinssätze und Währungsrelationen als zentrale Risikofaktoren. Diese gehen einher mit einem gestiegenen Verschuldungs-



grad nicht nur der westlichen Industrieländer, sondern eben auch tendenziell bei vielen Unternehmen aus den Emerging Markets-Regionen. Neben denjenigen Ländern, die am meisten von dem EM-Boom der letzten Dekade durch Portfolio- und Direktinvestitionen profitiert haben, bleibt China nach wie vor ein potentieller Krisenherd.¹⁰ Strukturell muss man China anders betrachten als westliche Länder und die Trennung zwischen staatlicher Verschuldung und der Verschuldung des Privatsektors ist weitaus weniger abgrenzbar als in kapitalistischen Demokratien. Einige Entwicklungen geben allerdings durchaus Anlass zur Sorge. Während der Wachstumsexplosion der letzten Dekade hat das Land einen enormen Verschuldungsgrad erreicht. Dieser wird vor allem durch die steigende Verschuldung des Unternehmenssektors dominiert. Während die gesamte Verschuldung Chinas auf mehr als 250 % des Bruttoinlandsprodukts angewachsen ist, ist für mehr als 150 % allein der Unternehmenssektor verantwortlich. Dies liegt weit über den Werten in Europa (ca. 100 %) und den USA (knapp 70 %) und ist darauf zurückzuführen, dass Chinas Politik den Mechanismus notwendiger struktureller Anpassungen dadurch auszuhebeln versucht, indem weitere Kredite an im strukturellen Wandel notleidende Unternehmen vergeben wurden.

Krisenalarm: Credit to GDP Gap & Debt to GDP in China

Stand: Q4 2015; Quelle: UniCredit Research, BIS



Hierbei spielt ein Indikator, der *Credit to GDP Gap*, eine entscheidende Rolle. Der *Credit to GDP Gap* ist ein Indikator aus dem Basel III Regularium, der als Differenz zwischen dem Credit to GDP Ratio und seinem langfristigen Trend definiert wird.¹¹ Die BIS bezeichnet dieses Verhältnis als sehr validen Indikator für finanziellen Stress und das Verhältnis hat sich in China auf aktuell 30 % erhöht, was historisch betrachtet über dem Ausgangsniveau anderer Länder kurz vor dem Auftreten einer Finanzkrise liegt (USA 2007 @ 11-12 %). In Kombination mit einem *Debt Services Ratio* von über 20 % (USA ca. 14 %) stellt dies einen eindeutigen Hinweis auf die Verletzlichkeit des chinesischen Finanzsektors dar. Natürlich hat China aufgrund seiner Währungsreserven die Möglichkeit, dieser Entwicklung kurzfristig zu trotzen. Allerdings muss trotz Bailout-Aktivitäten mit einem Wachstumsrückgang gerechnet werden und genau dieser kann eine Abwärtsspirale zwischen Verschuldungsgrad und Wachstum auslösen. Während die Subprime-Krise 2007/2008 in den USA von der europäi-

¹⁰ Vgl. hierzu auch Campanella, E. Und Vernazza, D.: *Is China heading for a financial crisis?*, Unicredit Research, 8. September 2016.

¹¹ Drehmann, M. und Tsatsaronis, K.: *The credit-to-GDP gap and countercyclical capital buffers: questions and answers*, BIS Quarterly Review, March 2014, S. 55-73.



schen Schuldenkrise (2010-2012) abgelöst wurde, sollte es nicht verwundern, wenn die Krisenrotation ihren nächsten Protagonisten in Asien findet.

Die Märkte lassen sich bisher von solchen Entwicklungen wenig beeindrucken. Angesichts der historisch günstigen Refinanzierungskosten hat die Primärmarktaktivität in den USA erstmals dazu geführt, dass das Neuemissionsvolumen von Unternehmensanleihen im Jahresverlauf bis Anfang September das Volumen von einer Billion USD überschritten hat. Es gibt also aktuell noch genug Investoren, die bei Spreads nahe null bereit sind zu investieren. Auf der anderen Seite nehmen die Ausfallraten kontinuierlich zu, während die Verwertungsquoten rückläufig sind. Hierbei hat Europa den USA in diesem Jahr den Rang abgelaufen und der jüngste Insolvenzfall kommt mit Isolux wiederum aus Spanien.¹² Die realwirtschaftliche Entwicklung reflektiert also nicht alle Facetten der aktuell sehr optimistisch bewerteten Finanzmärkte.

Wir stehen der EZB-Politik weiterhin äußerst kritisch gegenüber und können hier auch nicht so väterlich kommentieren wie Kurt Tucholsky: „Erfahrungen vererben sich nicht – jeder muss sie allein machen.“ Es wäre aus Sicht der EZB durchaus ratsam, sich die Entwicklungen in Japan vor Augen zu führen oder auch einfach Alan Greenspan als Berater zu engagieren. Die mangelnde Liquidität an den Sekundärmärkten gepaart mit einigen potentiellen Überraschungen (v. a. der US Wahlkampf und die Zinspolitik der Fed) spricht dafür, dass die Langeweile über den Sommer durch einen volatilen Herbst in Vergessenheit gerät.

Forecast-Tabelle

- ? = „No Brain No Pain“ (The Brains)
- ++ = „It must be love“ (Madness)
- + = „Ace of Spades“ (Motörhead)
- o = „I Don't Care“ (Ramoness)
- = „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	o
Peripherie	o	o	o	o
Volatilität (long)	+	+	++	++
Euro-Aktien	-	-	--	--

* Besonders hörensenswert in der Coverversion von Snuff (1989); Original von Tommy James & the Shondells (1967).

¹² Vgl. hierzu Bernhart, G. und Felsenheimer, J.: *Grupo Isolux: Die Blaupause für europäische Restrukturierungsfälle*, XAIA Investment, 30. August 2016.



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 2016