

19 JUNI 2013

#6

Crash*

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

>>Here you go way too fast
Don't slow down you're gonna crash
You should watch – watch your stay here
Don't look out you're gonna break your neck.<<

CRASH*

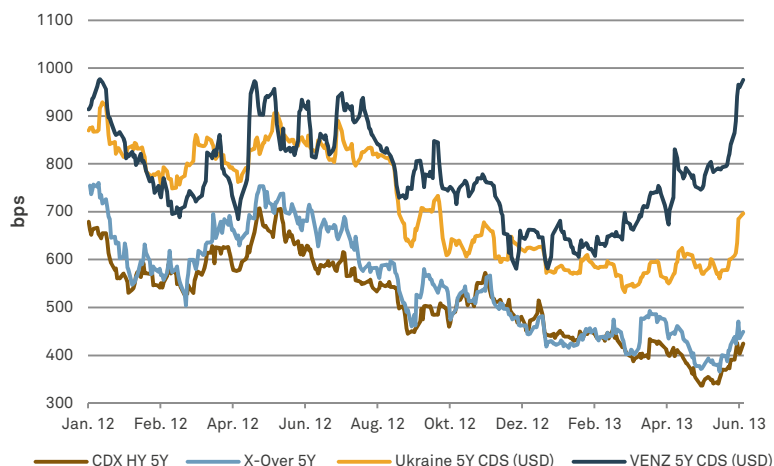
Die jüngste Korrektur an den Märkten legt durchaus den Schluss nahe, dass die Märkte zu schnell zu weit gegangen sind. Auch wenn das Wort „Crash“ schon etwas überstrapaziert klingen mag, mehren sich die Anzeichen, dass die Volatilität an den Märkten spürbar zunehmen wird. Wir teilen zwar nicht die These, dass die westlichen Zentralbanken in Kürze einen kontraktiven geldpolitischen Pfad einschlagen werden, sehen aber in der Kombination aus steigender Risikoaversion, den fundamentalen Risiken und den durch die Niedrigzinspolitik bedingten Fehlallokationen eine sehr bedenkliche Gemengelage, die zu einer noch weitaus schärferen Reaktion der Finanzmärkte führen kann. Die Historie lehrt, dass dieser Prozess in Zyklen verläuft, weshalb es ratsam erscheint, die aktuellen Niveaus als Verkaufs- und weniger als Kaufsignale zu werten. Für vollkommen fatal halten wir die populistischen Bestrebungen nach einem „weniger“ Europa – und versuchen deshalb anhand eines einfachen makroökonomischen Problems die These zu unterstützen, dass ein „mehr“ an Europa benötigt wird, um grundsätzliche Probleme der Eurozone zu beheben.

Intermezzo oder Ouvertüre?

Nachdem sich die Finanzmärkte seit Mitte 2012 bis Ende des ersten Quartals 2013 im Wohlfühlmodus bewegt haben (keine relevante Asset-Klasse musste Verluste verzeichnen), hat sich die Situation im 2. Quartal geändert. Den Anfang machte der Goldmarkt, der weitestgehend erklärungsfrei dramatische Verluste (-25 % im Vergleich zu den historischen Hochs in 2012) hinnehmen musste. Im Mai folgte ein Sell-Off, der vor allem die Asset-Klassen betroffen hat, die am stärksten von der Liquiditätsflut der letzten Jahre profitiert haben (vgl. hierzu unseren Newsletter #5). Anfang Juni wurde ein vorläufiger Höhepunkt erreicht, als es einen klassischen Käuferstreik in den Kreditmärkten gab – v. a. HY- und EM-Debt. Hier wiederum handelte es sich nur vereinzelt um einen Abbau von Anleihepositionen – die immense Spreadausweitung fand vor allem auf der synthetischen Seite statt. Der folgende Chart visualisiert dies durch den amerikanischen CDX-Index, den X-Over, stellvertretend für Osteuropa der extrem liquide und als Benchmark misshandelte Ukraine CDS und Venezuela CDS, das Pendant zur Ukraine für Südamerika (alle im 5-Jahres-Segment).

CDS – Benchmarks & Sell-Off im Mai/Juni

Quelle: Bloomberg



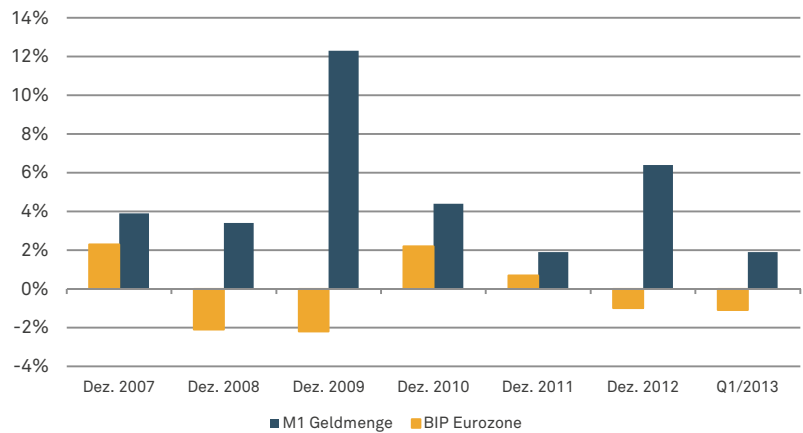


Nun könnte man durchaus argumentieren, dass die ausgeprägte Spread-Rally seit Anfang 2012 durchaus eine technische Reaktion verdient hätte und der langfristige Trend zu niedrigeren Risikoprämien nicht nachhaltig gestört ist. Wenn da die Furcht eines Endes der exzessiven Liquiditätsversorgung von Seiten der westlichen Zentralbanken nicht wäre. Offensichtlich muss der Auslöser für den Sell-Off in einer Änderung der Rhetorik der Fed gesehen werden, wobei es einige Signale gibt, die den Rückschluss rechtfertigen, dass die amerikanische Notenbank nach Möglichkeiten eines Ausstiegs ihrer „Quantitative Easing“ Programme sucht („Taper talk“). Es mehren sich auch die Stimmen derjenigen, die argumentieren, dass angesichts der teilweisen Rückzahlungen der LTROs in der Eurozone von Seiten einiger Banken die Überschussliquidität zurückgeht. Wenn man davon ausgeht, dass die Rallye an den Märkten maßgeblich durch Liquidität getrieben war (wir empfinden große Sympathie für diese These), dann muss jegliche Abkehr von einer Politik der exzessiven Liquiditätsversorgung zwangsläufig in einem Anstieg der Risikoprämien enden. Folgende Punkte müssen in diesem Zusammenhang allerdings erwähnt werden:

- › Exzessive Liquidität im volkswirtschaftlichen Sinne sollte so verstanden werden, dass die von Seiten der Zentralbanken zur Verfügung gestellte Liquidität das Potenzialwachstum eines Landes/ Währungsraums übertrifft. Diese Überschussliquidität führt zwangsläufig zu Asset-Price-Inflation. In der folgenden Abbildung sind die Wachstumsraten der Geldmenge M1 und die Entwicklung des europäischen BIPs aufgezeigt – seit Anfang 2008 ist die Geldmenge M1 um knapp 40% gestiegen, das BIP ist aber weitgehend konstant geblieben.

Wachstumsraten M1 vs. BIP Eurozone

Quelle: Bloomberg



Einmal in den Markt gegebene Liquidität muss erst wieder bis unter das Niveau des Potenzialwachstums abgebaut werden, bevor sie realökonomische kontraktive Prozesse auslöst. Die obige Abbildung lässt darauf schließen, dass wir von diesem Punkt noch weit entfernt sind. Vor allem auch deshalb, da die EZB bereits angekündigt hat, die langfristigen LTROs quasi mit unlimitierten Tendern zu substituieren. Letztlich ändert sich hierdurch nur die Laufzeit der Liquiditätsbereitstellung, nicht aber deren Volumen, was ja maßgeblich für Fehlallokationen ist.

- › Die westlichen Zentralbanken haben zu Mitteln gegriffen, die mit dem traditionellen Verständnis bzgl. der Rolle einer Notenbank nicht viel zu tun haben. Die Fed hat direkte Kaufprogramme umgesetzt (und ist dominierender Marktteilnehmer bei US Treasuries und Primärmarkt-CMBS), die Bank of Japan tut es ihr gleich, während die EZB diese nur angekündigt hat (Draghis Bid). Die Wirkung bleibt dieselbe: Risikoprämien sinken, da Marktteilnehmer den



„Last Lender of Ressort“ hinter sich wissen. Diese Maßnahmen wirken exakt so wie die Bereitstellung von Liquidität.

Wir teilen folglich nicht die Meinung, dass faktisch bereits weniger Liquidität als noch vor einigen Monaten vorhanden ist – es muss vielmehr argumentiert werden, dass sich allein die Erwartung der Marktteilnehmer hinsichtlich einer Änderung der Liquiditätssituation in den letzten Wochen geändert hat. Faktisch können sich die Zentralbanken gar nicht erlauben, die Liquiditätssituation drastisch zu verändern. Japan ist erst kürzlich auf einen noch expansiveren Kurs geschwenkt, die USA substituieren Liquidität durch unmittelbare Marktgeschäfte und die EZB weiß sehr wohl um das fragile ökonomische Umfeld in Kombination mit teilweise nach wie vor maroden Bankensystemen (Griechenland, Zypern trotz Kapitalkontrollen, Slowenien, Spanien und Portugal, um nur die Problematischsten zu nennen). In dieser Situation würde eine starke Liquiditätsverknappung (und nur eine solche kann die Fehlallokation der letzten Jahre korrigieren) das Finanzsystem wieder dahin bringen, wo es Anfang 2009 stand.

Den erwarteten Liquiditätsrückgang in Kombination mit steigenden Renditen allein als Grund für den jüngsten Sell-Off anzuführen, ist unserer Meinung nach nicht zielführend. Wir sehen in den Marktbewegungen der letzten Wochen durchaus erste Signale einer Überhitzung des Marktes einerseits angesichts der immer offensichtlicheren Abkopplung der Finanzmärkte von der Realwirtschaft; andererseits auch durch die nun immer deutlicher werdenden Probleme bei den Krisenbekämpfungsmaßnahmen in Europa.

Mein geliebtes Europa – ein kurzes Plädoyer

Im Mittelpunkt der aktuellen Diskussion bezüglich der strukturellen Probleme in Europa steht ja weniger die Frage, ob ein gewisser Feinschliff der Rahmenbedingungen umgesetzt werden muss, sondern vielmehr werden grundsätzliche Prinzipien diskutiert. Es gibt ja nun sogar Parteien (nicht nur in Deutschland), deren Wahlprogramm einzig darauf basiert, die Probleme in Europa anzuprangern und Lösungswege zu fordern, die mit dem ursprünglichen Gedanken eines gemeinsamen Währungsraums und der Umsetzung ehemals festgelegter Funktionskriterien nicht mehr viel gemein haben. Vor dem Hintergrund der zunehmenden Kritik an den Konstruktionsprinzipien der Eurozone stellt sich die Frage, wo etwaige Verbesserungsvorschläge ansetzen und münden sollten.

Betrachtet man beispielsweise die im Maastrichter Vertrag festgelegten Schuldengrenzen, kann man schwerlich argumentieren, dass diese damals rein willkürlich festgelegt wurden. Die Festlegung einer maximalen Nettoneuverschuldung von 3 % in Kombination mit einem Schuldenlimit von 60 % war nach damaligem Kenntnisstand der Wirtschaftswissenschaften vor dem Hintergrund der Situation in Europa (inhomogener Währungsraum) eine durchaus vertretbare Entscheidung – wohl wissend, dass hier nicht nur ökonomisch rational, sondern auch politisch (und damit ökonomisch irrationale) Faktoren eine Rolle gespielt haben. Jetzt kann man hier durchaus drei Kritikpunkte zulassen:

1. Natürlich hat eine feste Schuldengrenze den Nachteil, nicht in jeder Phase eines ökonomischen Zyklus eine theoretisch effiziente Rahmenbedingung darzustellen. Man kann sich ganz grundsätzlich darüber streiten, ob 3, 4 oder 5 % Nettoneuverschuldung/BIP in speziellen Situationen gerechtfertigt sind, und ob 60, 70 oder 80 % Staatsverschuldung/BIP als mittelfristiges Ziel angestrebt werden sollen. Gerade in Krisen-Situationen wird ja argumentiert, dass der Staat seinen Verschuldungsgrad erhöhen muss, um private Investitionen zu substituieren. Was wäre nun, würde man die Verschuldungsgrenzen anheben, um



einen Puffer für Krisenzeiten zu haben? Es wird hier sehr schnell deutlich, dass Regierungsparteien einen Anreiz haben, immer (und damit eben auch in Wachstumsphasen) nahe an der Verschuldungsgrenze zu agieren. Es wäre also – egal wie hoch man die Grenze ansetzt – nicht davon auszugehen, dass ein potenzieller Puffer in Krisenzeiten zur Verfügung stehen würde.

2. Aus diesen Erkenntnissen macht die Ausnahmeregelung, die ein Überschreiten der Verschuldungsgrenzen in Krisenzeiten erlaubt, durchaus Sinn. Allerdings muss dann auch klar nach Ursache und Wirkung unterschieden werden. Ein zu hoher Verschuldungsgrad, der letztlich in eine Staatsschuldenkrise mündet, kann doch nicht als Argument benutzt werden, eine höhere Staatsverschuldung einzufordern. Genau das ist aber aktuell der Fall.
3. Offensichtlich ist die Definition der Staatsverschuldung der letztlich zentrale Kritikpunkt. Betrachtet man ausschließlich den expliziten Verschuldungsgrad (wie es eben in Europa der Fall) ist, ignoriert man die Verpflichtungen des Staates, die er seinen Bürgern (bspw. durch Rentenverpflichtungen) gegenüber hat, also die implizite Verschuldung. Dass das Letztere in den meisten Ländern der Eurozone weitaus größer ist als die explizite Verschuldung, ist nur die eine Argumentationslinie – die vielleicht entscheidende ist die, dass die implizite Verschuldung die „politisch“ relevante ist. Das heißt, dass in westlich geprägten Demokratien ein Anreiz besteht, die implizite Verschuldung zu erhöhen (Versprechen an die Bürger), während nur die explizite Verschuldung im Maastrichter Vertrag begrenzt wird. Neben Griechenland ist Luxemburg das am stärksten verschuldete Land der Eurozone – falls man beide Schuldenkriterien betrachtet.

Folglich lassen sich bei der Ausgestaltung der Schuldengrenzen durchaus Kritikpunkte finden – aber das stellt in keiner Weise die Sinnhaftigkeit der Etablierung einer Schuldengrenze an sich in Frage! Der Disput bezüglich der Sparpolitik in Europa (die letztlich genau die Frage der Aufweichung der Verschuldungsgrenzen umfasst) steht unserer Ansicht nach exemplarisch für die Problematik in der europäischen, politischen Diskussion – es werden Prinzipien in Frage gestellt, die vertraglich festgelegt, faktisch aber noch nie umgesetzt wurden! Die potenziellen Probleme in Europa angesichts der drastischen strukturellen Unterschiede in den Mitgliedsländern sind ja kein neues Phänomen, sondern seit Beginn der Währungsunion bekannt. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur nimmt nicht nur die Frage der Funktionsprinzipien einer Währungsunion entscheidenden Raum ein, sondern eben auch die Wirkung exogener Schocks. So gesehen stellt die aktuelle Situation keine bisher nicht bereits untersuchte Herausforderung dar – zumindest nicht ökonomischer Natur. So betrachtet, muss man die Herausforderung eher politisch verstehen.

Und hier setzt unser zentrales Argument an. Die Infragestellung der europäischen Prinzipien (und wir sind keine Reiter derselben) stellt sich selbst ad absurdum, da diese Prinzipien in letzter Konsequenz nie umgesetzt wurden. Fast alle Länder der Eurozone haben in den letzten Jahren die Verschuldungsgrenzen verletzt – dann lässt sich auch schwerlich argumentieren, dass das Einhalten der Verschuldungsgrenzen die ökonomischen Probleme in Europa forciert. In letzter Konsequenz lässt sich dieses Argument sogar auf die Institution der EZB ausdehnen. Ohne Herrn Vosskuhle vorgreifen zu wollen, lassen sich die Maßnahmen der EZB durchaus als Abweichung vom ursprünglichen Auftrag definieren. Nun kann die EZB schwerlich argumentieren, dass außergewöhnliche Situationen eben auch außergewöhnliche Maßnahmen erfordern – eben deshalb, da sie ja maßgeb-



lich zur Entstehung der außergewöhnlichen Situation beigetragen hat. Wenn jemand ständig gegen Prinzipien verstößt, ist die Forderung einer Abkehr von denselbigen wenig glaubwürdig.

Die europäische Idee wurde in letztendlich nie so umgesetzt, wie sie geplant wurde. Konsequenterweise kann man deshalb auch nicht von einem Scheitern der europäischen Idee sprechen. Nun lässt sich hieraus auch die Forderung nach „mehr“ und nicht nach „weniger“ Europa ableiten, was im Folgenden anhand eines einfachen Beispiels verdeutlicht werden soll.

Europa – Zuckerbrot statt Peitsche

Nicht nur der IMF sieht die Hilfspakete für Griechenland selbstkritisch. Das Hauptargument hierfür liegt darin begründet, dass die negativen Wachstumseffekte durch die auferlegten Sparmaßnahmen unterschätzt wurden – was unserer Ansicht nach zwar eine lobenswerte Einschätzung darstellt, aber letztlich an der wahren Ursache des Problems vorbeigeht (worauf wir später zurückkommen). Diese Einschätzung ist umso bemerkenswerter, da dieser Fehler ja nicht den Nimbus der Einmaligkeit innehat – vielmehr wurde dieses Vorgehen ja bei allen Ländern, die Hilfe der Troika (inkl. des IMF) erhalten haben, wie Portugal, Irland, Zypern und Slowenien, angewandt wurde. Die Aussage des IMF unterstützt natürlich all diejenigen Kritiker, die im aktuellen Umfeld Sparmaßnahmen für kontraproduktiv halten und vielmehr staatliche, expansive Fiskalprogramme fordern, um dem Wachstumseinbruch Einhalt zu gewähren. Die Forderungen gehen darüber hinaus und umfassen eine Lohnerhöhung der Länder (allen voran Deutschland), die starke Produktivitätszuwächse verzeichnen konnten, EU-Ausgleichsfonds bis hin zu einer expansiveren Geldpolitik (!), um letztlich einen Ausgleichsmechanismus innerhalb der Eurozone zwischen den Kern- und den Peripherieländern zu etablieren. Das Grundübel wird darin gesehen, dass durch immense Leistungsbilanzsalden stark divergierende ökonomische Entwicklungen ausgelöst werden. Genau an diesem Punkt muss man argumentativ einschreiten, was wir im Folgenden versuchen werden.

An dieser Stelle kann es nur schwerlich vermieden werden, demographische Entwicklungen als Argument heranzuziehen – diese bilden den Ausgangspunkt der folgenden These.¹ Teilt man die Gesellschaft in „jung“ (Gruppe J) und „alt“ (Gruppe A), kann man postulieren, dass J Netto-Sparer sind, während A entspart. Wenn wir die volkswirtschaftliche Ersparnis gleich der Netto-Investition setzen, wird deutlich, dass Sparen einen direkten Einfluss auf den volkswirtschaftlichen Output und damit das Volkseinkommen hat. Nun besteht in vielen westlichen Industrienationen eine demographische Situation, in der die Gruppe A relativ zur Gruppe J anwächst. Da Erstere entspart, verringert sich also die Netto-Ersparnis dieser Nationen. Es fehlt an Kapital, welches unabdingbar ist, um Produktionsfaktoren anzuschaffen und Wirtschaftswachstum zu generieren. Die einfache Lösung einer offenen Volkswirtschaft kann darin bestehen, Kapital zu importieren, was beispielsweise durch den Export von Gütern erreicht wird. In dieser Situation erwirtschaftet das Land den oben angesprochenen Leistungsbilanzüberschuss. Genau in dieser Situation befinden sich die Überschussländer der Eurozone und einige Ökonomen fordern, die Leistungsbilanzsalden innerhalb der Währungsunion zu reduzieren. Das ist allerdings gar nicht so einfach, denn es erfordert eine freiwillige Reduktion der Wettbewerbsfähigkeit der Überschussländer, bspw. durch Lohnerhöhungen. Da es sich allesamt um offene Volkswirtschaften handelt, die ja nicht nur innerhalb der Eurozone wirtschaftlich agieren, würde ein freiwilliger Verzicht auf Wettbewerbsfähigkeit ja nicht nur einen Nachteil gegenüber den Defizitländern der Eurozone

¹ Für interessierte Leser mit etwas Muße und Zeit bieten M. Obstfeld und K. Rogoff in ihrem „Foundations of International Macroeconomics“ (1996, The MIT Press) eine detaillierte Analyse des Zusammenhangs zwischen Lebenszyklus, Investitionen und Zahlungsbilanzeffekten.



generieren, sondern einen ebensolchen gegenüber dem Rest der Welt.

Derweil bietet sich eine viel einfachere Lösung des Problems an. Nehmen wir an, dass der demographische Wandel als mit-ursächlich für Kapital- und Leistungsbilanzsalden ist, würde sich das Problem divergierender Entwicklungen innerhalb Europas ja genau dann entspannen, wenn das Problem der Überalterung gelöst werden könnte. Nun kann politisch schwerlich eine Erhöhung der Geburtenrate beschlossen werden, aber es zeichnet sich eine offensichtliche Lösung ab: angesichts der Mobilität des Faktors Arbeit innerhalb der Eurozone und der immensen Arbeitslosenquoten vor allem bei Jugendlichen in den Peripherieländern (angeführt von Spanien und Griechenland) würde eine zunehmende Migration von den Peripherie- in die Kernländer dazu beitragen, das Problem des Entsparens in den Überschussländern zu verringern.

Ein entscheidender Eckpfeiler der Eurozone besteht doch gerade in der Mobilität von Kapital und Arbeit – fördert man diese, trägt man gleichzeitig zu einer abnehmenden ökonomischen Divergenz bei, die ursächlich für die europäische Krise ist. Also müsste man konsequenterweise eine Rückbesinnung auf die grundlegende Idee der Eurozone fordern und nicht die Inflexibilität fördern, indem man mit monetären Transfers jeglicher Art die strukturellen Probleme ungelöst zurücklässt.

An dieser Stelle müssen kurz die Begrifflichkeiten geklärt werden. Wenn Kritiker ein Ende der Sparpolitik der Staaten fordern, so ist das nicht gleichzusetzen mit dem Sparverhalten der privaten Haushalte. Reduziert der Staat seine Ausgaben, hat das negative Auswirkungen auf das Wachstum. Steigt hingegen die private Sparquote, nehmen Investitionen zu, was wachstumsfördernd wirkt. Eine Erhöhung der Sparquote durch Migration führt also dazu, dass mehr investiert und simultan die Kapitalbeschaffung im Ausland reduziert werden kann. Man schlägt also ein und dieselbe Fliege mit zwei Klappen – dafür umso gründlicher.

Die Diskussion bzgl. einer Abkehr von den Grundprinzipien der Währungsunion halten wir für einen fatalen Schritt – es scheint, als hätten viele Entscheidungsträger die falschen Lehren aus der Aufweichung der Maastricht-Kriterien gezogen. Nicht die Etablierung dieser Kriterien war das ursächliche Problem, sondern eben genau die Tatsache, dass die Nettoneuverschuldung und der Schuldenstand aufgrund kurzfristiger Wachstumshoffnungen von allen Ländern über die ursprünglichen Beschränkungen erhöht wurden. Im Folgenden deshalb ein kurzer Ausflug in die makroökonomische Theorie.

Exkurs: Lehren aus dem Feldstein/Horioka Puzzle

Bei der Frage der Vorteile eines gemeinsamen Währungsraums steht die uneingeschränkte Mobilität der Produktionsfaktoren im Vordergrund – Arbeit und Kapital. Die fatale – aber im Folgenden unbehandelt gelassene – Entscheidung, Kapitalkontrollen in Zypern einzusetzen, stellt einen Höhepunkt (andere werden kommen) der problematischen Krisenbekämpfungsmaßnahmen innerhalb der Eurozone dar. Die Einschränkung einer der Grundfreiheiten innerhalb des Euroraums bringt uns zurück zu einem Thema der Makroökonomie, das seit mehr als drei Jahrzehnten unzählige empirische Arbeiten nach sich gezogen hat – die Frage wie mobil Kapital eigentlich wirklich ist. Die Idee geht auf eine Veröffentlichung von Feldstein und Horioka (1980)² zurück, in der empirisch der Grad der Kapitalmobilität nachgewiesen werden soll vor dem Hintergrund, dass bei völliger Kapitalmobilität nur eine niedrige Korrelation zwischen inländischer Ersparnis und inländischer Investition bestehen sollte, da sich frei bewegendes Kapital immer die höchste

² Feldstein, Martin; Horioka, Charles (1980), "Domestic Saving and International Capital Flows", *Economic Journal* 90 (358): 314–329.



Rendite (ohne dabei geographische Grenzen einzuhalten) sucht. Das Feldstein/Horioka-Puzzle gibt sich allerdings seit drei Jahrzehnten äußerst robust – die große Mehrheit der empirischen Studien stellt eben eine enorm hohe Korrelation zwischen Ersparnissen und Investitionen in einem Land fest – was der These völlig mobilen Kapitals diametral entgegensteht.

Nun gibt es viele Erklärungsversuche für dieses Phänomen, u. a.:

- a. Staatliche Eingriffe, um Leistungsbilanzungleichgewichten entgegen zu wirken;
- b. Die These, dass entwickelte Volkswirtschaften sich bereits in einem langfristigen Gleichgewicht zwischen Investition (I) und Sparen (S) befinden;
- c. Die große Bedeutung von Unternehmen (zurückbehaltene Gewinne) bei der Sparquote;
- d. Die Lebenszyklushypothese als Erklärung dafür, dass demographische Entwicklungen die inländische Spar- und Investitionsquote gleichermaßen beeinflussen.

Wie kann man dieser Frage nun aktuell in Europa entgegen? Während unmittelbare ausländische Direktinvestitionen in Deutschland 2010 um ca. 50 Mrd. Euro und 2011 um 12 Mrd. Euro³ gewachsen sind, ist das Geldvermögen der deutschen Haushalte im selben Zeitraum um 182 Mrd. Euro respektive um 56 Mrd. Euro gestiegen (Quelle: Statista.com) – allerdings machen Direktinvestitionen nur einen Bruchteil der deutschen Ersparnis aus (2011: Geldvermögen bei 4.710 Mrd. Direktinvestitionen 740 Mrd.). Es sind vielmehr die Finanzinvestitionen, welche die uneingeschränkte Mobilität des Kapitals nutzen. Offensichtlich ist Kapital zumindest so mobil, dass Finanzkrisen länderübergreifend wirken – was für viele ein Argument für Einschränkungen des Kapitalverkehrs (die faktisch natürlich vorhanden sind; man denke an nationale regulatorische Vorgaben) darstellt, was eine fatale Schlussfolgerung ist.

Es gibt es in der neueren Literatur einen Erklärungsversuch des Feldstein/Horioka-Puzzles – nämlich die Existenz von beschränkter Geltendmachung seines Rechts im Ausland („limited enforcement“) und die Beschränkung hinsichtlich „non-contingent“ Verbindlichkeiten, also der mangelnde Zugriff von Ausländern auf solche Verbindlichkeiten, die unbedingt einzuhalten sind („limited sparring“).⁴ Mit diesen Einschränkungen gelingt es recht gut, die aktuellen S- und I-Ratios in einzelnen Ländern – und ganz nebenbei – die eingeschränkte Mobilität von Kapital zu erklären.

Was bedeutet das nun für die Eurozone? Nur wenn diese Restriktionen aufgehoben werden, kann man in den Genuss der Vorteile völlig mobilen Kapitals kommen – die Problematik der Rechtunsicherheit ist angesichts der Vorgänge in Griechenland und Zypern, aber auch bei den juristisch sehr fragwürdigen Bankenrestrukturierungen (Anglo Irish, SNS, Bankia), offensichtlich. Die Tatsache, dass ausländische Investoren vor allem in handelbare Verbindlichkeiten (also bspw. Staatsanleihen) investieren, ebenso. Hebt man diese Beschränkungen auf, werden auch die damit verbundenen Probleme geringer – also gerade das „weniger“ Europa, das viele angesichts der aktuellen Krisensituationen fordern, verschlimmert die Situation in Europa. Weniger Beschränkungen (so sehr das vielen Anti-Europa-Ideologen auch schmerzen mag) sind in der aktuellen Situation einem Europa vorzuziehen, dass nur aus politischer Sicht die völlige Mobilität des Kapitals propagiert – faktisch aber gerade im Begriff ist, diese erheblich einzuschränken.

³ Deutsche Bundesbank, Bestandserhebung über Direktinvestitionen, Statistische Sonderveröffentlichung 10, April 2013

⁴ Bai, Yan; Zhang, Jing (2010), „Solving the Feldstein-Horioka Puzzle with Financial Frictions“, *Econometrica*, Vol. 78, No. 2, 603-632.



Es sieht also nicht so aus, als würde in Europa eine Rückbesinnung auf die Konstruktionsprinzipien der Währungsunion stattfinden. Auch Frau Merkel macht nun erste Andeutungen, dass eine Abkehr der rigiden Sparpolitik möglich sei, Kapitalkontrollen werden installiert und der nächste Schuldenschnitt in Griechenland offen diskutiert. Vor diesem Hintergrund und unserer Annahme, dass dies letztlich ein sehr belastender Faktor für die Finanzmärkte sein wird, sehen wir die jüngsten Entwicklungen nicht als Intermezzo einer Komödie, sondern vielmehr als Ouvertüre eines Dramas. Im Folgenden wird deshalb der Versuch unternommen, eine zyklische Einordnung anhand von relativen Bewertungen zwischen den Aktien- und Kreditmärkten vorzunehmen.

Die grundlegenden Effekte einer höheren Verschuldung

In der aktuellen Situation gibt es für die westlichen Zentralbanken genau zwei potenzielle Gründe (die von der Fed auch als solche benannt wurden) für eine Abkehr einer extrem expansiven Geldpolitik: eine realwirtschaftliche Erholung oder die Entstehung von Asset-Bubbles. Bei der Beurteilung der Lage gehen die Meinungen natürlich weit auseinander – schenkt man den Researchabteilungen der Banken Glauben, rechtfertigt v. a. die ökonomische Entwicklung in den USA eine Zügelung der Liquiditätsversorgung durch die Fed. Man kann auch hier anderer Auffassung sein, aber um diese Diskussion zu umgehen, wollen wir uns im Folgenden auf Europa konzentrieren. Und genau hier kann niemand ernsthaft argumentieren, dass die fundamentale Entwicklung Anlass zu einer Abkehr von der Politik des billigen Geldes gibt – sehr wohl aber, dass dies durch die Entstehung spekulativer Blasen bedingt sein könnte.

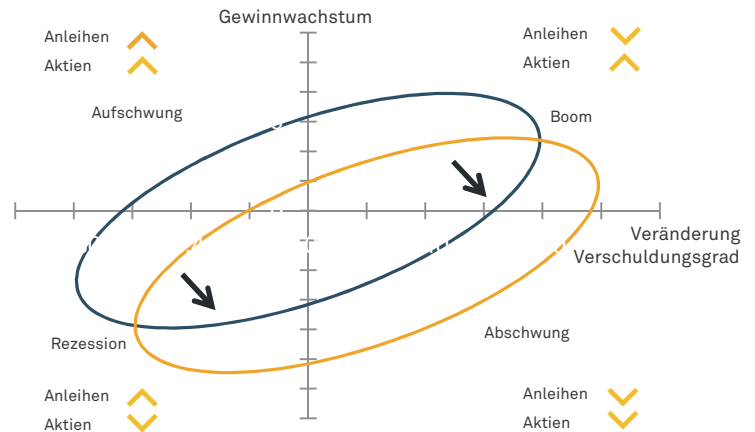
Wir haben an dieser Stelle bereits mehrmals darauf hingewiesen, dass spekulative Blasen eine durchaus hinterlistige Eigenschaft haben – man weiß nämlich nie, wann sie platzen werden. Wüsste man es, würden diese per Definition gar nicht entstehen. In der Regel läuft der Mechanismus wie folgt ab: Meist durch Überschussliquidität bedingt entstehen Fehlallokationen, die eine gewisse Entkopplung der Finanzmärkte von den realwirtschaftlichen Entwicklungen nach sich ziehen. Auch unter der Annahme rationaler Erwartungsbildung lässt sich diese Preisentwicklung anfänglich noch durch die Erwartung positiver konjunktureller Entwicklungen rechtfertigen. Ein externer Schock – also etwas, das außerhalb der Erwartungen liegt – ändert die Risikoeinstellung der Marktteilnehmer und es kommt zu einer in Zyklen verlaufenden Abwärtsbewegung an den Märkten, die in ein neues mittelfristiges Gleichgewicht mündet.

Es gibt nun keinerlei quantitative Kriterien, mit Hilfe derer man das Risiko spekulativer Blasen determinieren könnte (gäbe es sie, würden Blasen wiederum nicht entstehen) – sehr wohl gibt es aber gewisse relative Marktentwicklungen, die durchaus als Hinweis verstanden werden können. Hierbei spielt unserer Ansicht nach die relative Entwicklung der Risikoprämien an den Aktien- und Kreditmärkten eine Rolle. Und diese folgt gewissen Zyklen, wie in folgender Abbildung dargestellt ist.



Leverage-Cycle Leverage und Überschussliquidität gehen Hand in Hand

Quelle: XAIA



Neben der Frage allerdings, wo sich die Unternehmen aktuell im Zyklus befinden, stellt sich eine sehr viel allgemeinere Erkenntnis: nämlich die Erhöhung des „Leverage“ als solches. Dies kann nur dann geschehen, wenn Zentralbanken so viel Liquidität zu einem sehr niedrigen Preis zur Verfügung stellen. Dadurch können alle Wirtschaftssektoren (Staat, Haushalte, Unternehmen) ihren Verschuldungsgrad erhöhen. Gerade in Europa ist der Anstieg des Verschuldungsgrades begrenzt auf bestimmte Wirtschaftssubjekte – neben den Staaten eben auch einigen Unternehmen, die den Rückgang der Risikoprämien in den letzten Quartalen ausgenutzt haben, um an zusätzliche Liquidität zu kommen. Natürlich sind Durchschnittsbetrachtung nur eine Approximation an das generelle Problem, das mit einer Erhöhung des Verschuldungsgrades einhergeht. Die wenig überraschende, aber für die aktuelle Fragestellung extrem relevante Erkenntnis ist darin zu sehen, dass die Bildung spekulativer Blasen Hand in Hand mit einem höheren Verschuldungsgrad geht. In der obigen Abbildung ist das Problem verdeutlicht durch die Verschiebung des Zyklus nach rechts unten: man bewegt sich nunmehr öfter in Abschwung- als in Aufschwungsphasen.

Cross-Asset-Ausblick

Unter den gegebenen und vorher nie da gewesenen Rahmenbedingungen scheint es auf den ersten Blick relativ wenig Sinn zu machen, die Vergangenheit zu bemühen. Es besteht allerdings eine Analogie, die an dieser Stelle nicht unbeachtet bleiben sollte. Ex post konnte man den Ausbruch der Subprime-Krise relativ genau terminieren auf Juni 2007 – allerdings mit einer damals wenig beachteten und eher als Randerscheinung betrachteten Situation. Damals haben zwei von Bear Stearns administrierte (und damals extrem in Mode gewesene) Credit-Opportunities-Fonds unter massiven Verlusten gelitten, die letztlich eine Liquidierung der Fonds nach sich gezogen haben. Das Problem in diesen Fonds waren gehebelte Credit-Produkte, wie beispielsweise synthetische CDO-Positionen. Aufgrund des immensen Hebels haben diese Fonds nur vorweggenommen, was in letzter Konsequenz zu einer Krise des gesamten Credit-Marktes, der Pleite Lehmans und dem Funktionsausfall des Interbankenmarktes geführt hat. Im Nachhinein kann man den Zusammenbruch der beiden Fonds als Vorhut der Krise sehen und hier kann man wiederum durchaus eine Parallele zur aktuellen Situation ziehen – auch wenn aktuell kein Ungemach aus der Welt der synthetischen und hoch gehebelten Credit-Instrumente droht.

Begünstigt vom anhaltenden Niedrigzinsumfeld (mit sogar nachgebenden Renditen auf der Safe-Haven-Seite) haben sich Multi-Asset-Fonds als die präferierte Asset-Klasse herausgestellt. Das Argument zur Investition liegt hierbei nicht nur in einem potenziellen Zusatzertrag (meist über Kreditrisiken aufgebaut), sondern eben auch in positiven Korrelationseffekten bspw. zwischen Zinserträgen und



Aktien- oder Credit-Investments. Wenn man sich die letzten Jahre (seit 2008) betrachtet, haben sich solche Multi-Asset-Fonds relativ gut entwickelt, was aber teilweise (und wir möchten hier keinem Asset-Manager zu nahe treten) eben auch der Situation an den Märkten geschuldet war. Die weiter fallenden Renditen am Markt für Safe-Havens in Kombination mit teilweise extremen Risikoprämien an den Credit-Märkten (inkl. Peripherie-Anleihen) und Aktienmärkten, die teilweise historische Hochs erreicht haben, hat zwangsläufig zu positiven Erträgen geführt. Dieses positive Umfeld kann sich nun aber dauerhaft ändern, was bei vielen Fonds-Konzepten zu Problemen führen kann. Der jüngste Anstieg der Risikoaversion (v. a. im HY-Bereich zu sehen), konsolidierende Aktienmärkte und ein ja sehr überschaubarer Anstieg der Staatsanleihenrenditen in den europäischen Kernländern und den USA, hat bei vielen Fonds einen durchaus bemerkenswerten Performance-Rückgang ausgelöst. Diese teilweise sehr extrem erscheinenden Einbrüche können nur dadurch zustande gekommen sein, dass angesichts der zunehmenden Schwierigkeiten, Outperformance in einem Niedrigzins- und Spreadumfeld zu erzielen, dazu geführt hat, dass mehr Risiko eingegangen wurde. Dieses Mal aber nicht über „Credit-Delta“ (wie es 2008 der Fall war), sondern über Markt-Beta, was letztlich nichts anderes ist. Man kann Delta im Markt aufbauen, indem man bspw. Derivate einsetzt – man kann aber denselben Effekt erzielen, wenn man den „Hebel“ nicht synthetisch herstellt, sondern in natürlicher Form einkauft. Das tut man beispielsweise dadurch, indem man Unternehmensanleihen höher verschuldeter Unternehmen kauft. Und genau das war der Fall in den letzten Jahren und spätestens seit Draghis Bid sogar in extremer Weise, was sich wiederum durch einen starken Rückgang der Risikoaufschläge im HY-Markt zeigt. Dies wird bedingt durch den enormen Liquiditätsüberhang, der allerdings (wir verweisen hier auf unseren Newsletter „Das Lied vom Rausch“) keinerlei fundamentale Rechtfertigung rückläufiger Risikoaufschläge nach sich gezogen hat.

In dieser Situation haben die Entwicklungen der letzten Wochen konsequenterweise eine enorme Wirkung auf die Märkte, da zu viele Investoren „durch die selbe Tür wollen“. Das heißt, das im Einklang aufgebaute Risiko wird auch synchron abgebaut – was eben zusätzliche Volatilität bedingt und diese wiederum Verkäufe auslöst. Finanzmarktkrisen entstehen nicht ohne auslösendes Moment, aber das Umfeld, in dem es zu Krisen kommen kann, baut sich i.d.R. über Jahre hinweg auf. Und hier besteht in der aktuellen Situation eine akute Gefahr. Die Kombination aus systemischen Risiken (Herr Vosskuhle und die EZB), niedrigen Risikoprämien, strukturellen Problemen (Staatsverschuldung) und fundamentalen Risiken (Stagnation in bedeutenden Wirtschaftsräumen) kann eben dazu führen, dass es in einem Umfeld relativ optimistischer Allokationen zu erheblichen Marktbewegungen kommt.

Die jüngsten Marktreaktionen müssen hierbei noch nicht dieselbe Konsequenz haben wie in 2007 – allerdings sehen wir durchaus das Risiko einer nachhaltigen Korrektur an den Märkten auch vor dem Hintergrund, dass potenzielle Mittelabflüsse aus den oben genannten Fondskonzepten (die einen signifikanten Anteil am Rückgang der Risikoprämien in den letzten Jahren gehabt haben) logischerweise starke Verkaufspositionen nach sich ziehen können.

Die jahrelang für modern gehaltene Argumentation für den Kauf von Aktien aufgrund der Tatsache, dass die Dividendenrendite größer ist als die Rendite von Staatsanleihen ist nicht nur ökonomisch fragwürdig (Dividenden sind unsicher und mit Volatilität erkaufte), sondern auch empirisch nicht haltbar. Betrachtet man beispielsweise eine 10-jährige deutsche Staatsanleihe unter der Annahme, diese fünf



Jahre zu halten, erwirtschaftet diese einen Ertrag von ca. 2,5 % pro Jahr inkl. des Roll-down-Effekts (wiederum unter der Annahme einer unveränderten Zinskurve). Hier kann man durchaus in Versuchung geraten, bspw. aus kurz laufenden Investment-Grade Anleihen (bei 100 bp Spread) in Staatsanleihen umzuschichten – trotz des zugegebenermaßen historisch betrachteten niedrigen Zinsniveaus. Die jüngste Marktbewegung an den Kreditmärkten erscheint im Vergleich zu den Spreadvolatilitäten der letzten Jahre noch überschaubar – das Momentum derselben darf einem aber Sorge bereiten. Die Lehre aus 2007 ist aber eben auch die, dass sich Krisensituationen im Vorfeld durch sehr zyklische Marktbewegungen ankündigen. Obwohl es damals wie heute sehr deutliche Anzeichen dafür gibt, kann es heute wie damals durchaus noch zu einer noch dramatischeren Reduktion der Risikoprämien kommen. Man sollte sich vor allem die Entwicklung am Credit-Markt genau anschauen, da Spreads in solchen Situationen durchaus vorlaufenden Charakter besitzen. Während einige Banken bereits zusperrten mussten (u. a. IKB, HRE) und die synthetischen Credit-Märkte dramatische Spread-Ausweitungen vollzogen haben, erreichte der DAX Anfang 2008 ein neues Allzeit-Hoch, nur um danach die Reaktion der Credit-Märkte nachzuvollziehen (s. o.). Eine etwas vorsichtigeren Betrachtung der Märkte kann vor diesem Hintergrund aktuell also nicht schaden.

Wir möchten vermeiden, uns in die Reihe der ewigen Krisenpropheten einzureihen, da diese Position zwar in der langen Frist immer aufgeht, aber der Charme mehr in der Beschreibung des Mechanismus als in der puren Vorhersage liegt. Deshalb lassen Sie uns mit einem fiktiven Dialog schließen: „Ich hatte vom Feeling her ein schlechtes Gefühl“, sagt Andreas Möller. „Dir kann passieren was will. Es gibt immer einen, der es kommen sah“, antwortet Fernandel.

Forecast-Tabelle

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

- ++ = "It must be love" (Madness)
- + = "Ace of Spades" (Motörhead)
- o = "I Don't Care" (Ramonas)
- = "This party sucks" (The Slickee Boys)
- = "Straight to Hell" (The Clash)

* The Primitives (1988). Ein (leider auch das einzige der Band) Lied für die Ewigkeit hinsichtlich der Tatsache, dass hier vor allem Mädchen auf der Tanzfläche zu finden waren. Hier der Link zum Anhören: http://www.youtube.com/watch?v=XocVMrSs_TY.



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 (wie z. B. Verkaufsprospekt) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

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 2013