

28 JAN 2015

#18

They all fall down *

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

>>This is a world state of emergency, and there ain't no end in sight
Continue hoping that we'll make it through the night.<<

THEY ALL FALL DOWN*

Am Beispiel der Schweizer Notenbank SNB sieht man, was passiert, wenn man sich zu lange gegen ökonomische Realitäten stemmt. Die Freigabe des Franken gegen den Euro war letztlich die einzig verbleibende Option – wohlwissend, dass eine weitere Stützung des Euro aus Sicht eines „kleinen“ Landes gegen die Marktkräfte verlorene Liebesmüh darstellt. Im Gegensatz zur SNB hat die EZB dieses Eingeständnis noch nicht abgelegt. Auch in 2015 ist davon auszugehen, dass sie ihren Auftrag als Retter der Eurozone überschwänglich wahrnimmt. Das bedeutet eben auch, dass wir davon ausgehen müssen, dass „Vola-Spikes“ wie im Januar uns das ganze Jahr über begleiten werden. Das ist umso mehr der Fall, da wir seit 2014 in einem Umfeld niedriger Liquidität an den Märkten agieren, was auch in 2015 Bestand haben wird. Die aktuellen Bewertungen an den Aktienmärkten sollten nicht darüber hinweg täuschen, dass wir uns nach wie vor in einem Ausnahmezustand befinden. „They all fall down“ – das gilt auch für jegliche politische Maßnahmen, die darauf abzielen, ökonomische Ungleichgewichte zu ignorieren.

2015 – Das Jahr des Schafes¹

Toll, was man so alles lernt, wenn man sich mit Kapitalmärkten beschäftigt. Beispielsweise, dass wir uns dem chinesischen Kalender zufolge im Jahr des Schafes befinden. Das Schaf versteht sich gut mit Hase, Pferd und Schwein, sollte den Büffel aber meiden. Daraus lässt sich eine hervorragende Fabel auf die Kapitalmärkte ableiten. Die Rolle des Schafes wird natürlich an die EZB vergeben, die der Hasen an die Investoren, die bei historisch negativen realen Renditen in Safe-Havens investieren und die weitere Rollenvergabe sparen wir uns, da wir nicht unflätig erscheinen wollen. Schafsjahre sind Jahre ohne große Höhen und Tiefen – es wird gemütlich und das Jahr wird von langsamem Wachstum geprägt sein. Der Astronomie weitaus mehr Beachtung schenkend als der Astrologie muss trotzdem festgehalten werden, dass dies durchaus eine passende Beschreibung der ökonomischen Situation in 2015 darstellt. Möglicherweise ist das aber weniger dem chinesischen Kalender zuzuschreiben, sondern vielmehr der verfehlten Wirtschaftspolitik der letzten Jahre. Es deutet sogar einiges darauf hin, dass diese Attribute auch auf die Kapitalmärkte in 2015 zutreffen – Anleiherenditen handeln in Europa auf Rekordtiefs, die Aktienmärkte auf Rekordhochs, Credit-Spreads bewegen sich in entspanntem Terrain und einzig die Rohstoffmärkte trüben dieses Bild. Es spricht aber sehr viel dafür, dass diese Konstellation der Glückseligkeit nicht von Bestand sein wird – unser Hauptargument dafür sind die zunehmenden ökonomischen Ungleichgewichte (die aktuell durch Eingriffe des Staates verdeckt und noch weiter verstärkt werden) vor dem Hintergrund steigender Risiken exogener Schocks in einem Umfeld geringer Liquidität an den Finanzmärkten. Das Jahr des Schafes ist auch eines, in dem „alle geistigen Aktivitäten befördert werden“. Auch hier müssen wir eingestehen, dass dies

¹ „2015 wird unter der Regentschaft des sanften Holzschafes (Anm.: in anderen Quellen wird von der Ziege gesprochen, was aber als Synonym zu verstehen ist) stehen. Friedlich, freundlich und moralisch begegnen uns Menschen dieser Regentschaft. Schafsjahre sind, anders als etwa die Jahre des Drachen, traditionell Jahre ohne große Höhen und Tiefen. Es wird gemütlich und das Jahr wird von langsamem Wachstum geprägt sein. Das Schaf „meckert“ aber auch so lang, bis sich die Gerechtigkeit einstellt. Also seien sie in diesem Jahr ehrlich und aufrichtig gegen sich selbst und ihre Nächsten.“ Quelle: <http://www.xuexizhongwen.de/mondkalender-2015.htm>.



zumindest auf die Krisenmanager in Europa zutrifft. Die letzten Wochen waren von allerlei Ideen geprägt, wie man der Eurokrise endlich Herr werden könnte, ohne tiefe Einschnitte in die politischen Strukturen und persönlichen Einkommen hinnehmen zu müssen. Wir widmen die folgenden Zeilen deshalb den innovativsten Ideen zur Lösung der Eurokrise.

Nachdem die EZB letztes Jahr ihr TLTRO-Programm vorgestellt, die Möglichkeit zusätzlicher Liquiditätsbereitstellung geknüpft an die Kreditvergabe bereitgestellt und mit dem direkten Kauf von ABS-Strukturen begonnen hat, scheint angesichts des mangelnden Erfolgs dieser Maßnahmen der logische Schluss zu sein, das Kaufprogramm auszuweiten (und nicht zu überdenken – was ja möglicherweise auch eine interessante Alternative dargestellt hätte). In Ermangelung verbleibender Marktsegmente, die noch nicht gekauft worden sind, hat die EZB im Januar die Idee vorgestellt, in Investment-Grade Anleihen europäischer Emittenten zu investieren.

Es fehlt uns möglicherweise die intellektuelle Dimension, die Effekte dieser Maßnahme in Gänze zu verstehen, weshalb wir dieser eher kritisch gegenüberstehen. Aus Sicht europäischer IG-Unternehmen sind die Refinanzierungskosten auf historisch günstigem Niveau. Eine durch diese Maßnahme zu erwartende weitere Einengung der Credit-Spreads im IG-Segment hat folglich einen vernachlässigbaren Effekt auf die Refinanzierungskosten der Unternehmen – jedoch freuen sich die aktuellen Halter solcher Anleihen umso mehr. Warum man diesen allerdings eine Freude machen sollte, erschließt sich dem Autor nicht.

Mit solch einer Maßnahme greift die EZB stark in den Marktmechanismus ein – und hat einen direkten Einfluss auf die Wettbewerbssituation zwischen IG- und Nicht-IG- (also HY-) Unternehmen. Letztere kommen nicht in den Genuss günstigerer Refinanzierungskosten und haben somit einen Nachteil gegenüber IG-Unternehmen aus Kapitalkostensicht.

Die mit Abstand tollste Idee kommt allerdings von John Miliotis, dem Chefökonom der griechischen Syriza. Seine Idee ist, dass die EZB den Staaten so viele ihrer ausstehenden Anleihen abkauft bis der Schuldenstand auf 50 % des Bruttoinlandprodukts absinkt. Somit haben diese wieder mehr finanzpolitischen Spielraum und können durch zusätzliche Investitionsprogramme Wachstum generieren.

Da das Jahr des Schafes Ehrlichkeit von allen einfordert, möchten wir ganz ehrlich sagen, für wie grenzklug wir diesen Vorschlag halten. Die Begründung hier nochmals anzuführen, bedingt einzig Redundanzen zu vorigen Ausgaben des Newsletters, weshalb wir es bleiben lassen. Allerdings muss man festhalten, dass die EZB sich daran wohl ein Beispiel genommen hat und endlich den lange erhofften Ankauf von europäischen Staatsanleihen offiziell angekündigt hat, worauf wir im Folgenden näher eingehen werden.

Das Kaufprogramm der EZB – theoretisch falsch, aber praktisch effizient?

Also eines muss man der EZB lassen – sie hat es inzwischen als Aufmacher auf alle Gazetten geschafft. Die Effekte ihres Quantitative Easing-Programms sind somit allgemeines Bildungsgut geworden und nicht nur einem kleinen, elitären Kreis von Investoren zugänglich. Das hat eben auch dazu geführt, dass inzwischen von allen alles gesagt ist und wir hier wenig Erhellendes beitragen können. Aber wir nutzen die aktuelle Bildungslage, um eine kurze Zusammenfassung der Intention und der gewünschten Effekte dieses (finalen?) Schritts der EZB noch einmal Revue passieren zu lassen.

Nachdem alle Maßnahmen der EZB während der letzten Jahre als Krisenbekämpfungsmaßnahmen tituliert werden können, ist sie nun



zu ihrem ursprünglichen Auftrag zurückgekehrt: der Wahrung der Preisstabilität. Dank fallender Energiepreise befindet sich die Eurozone seit Dezember in einem deflationären Umfeld, auch wenn die relevante Inflationszahl (die Kerninflation, also ex Energiepreise) nach wie vor ein positives Vorzeichen aufweist. Diese Situation nutzt die EZB nun, um Anleihekäufe in nie da gewesenem Ausmaß anzukündigen – insgesamt bis zu einem Volumen von ca. 1,1 Billionen Euro.

Hiervon erhofft sich die EZB mehrere Effekte:

- > Über den Transmissionsmechanismus des Geldsystems werden Banken Staatsanleihen an die EZB verkaufen, weshalb sie mehr Bilanzsumme zur Kreditvergabe zur Verfügung haben. Diese stärkt die Investitionstätigkeit und generiert Wachstum. Und somit Preissteigerungen, die der deflationären Tendenz entgegenwirken.
- > Unternehmen können sich günstiger refinanzieren, da die Fremdkapitalkosten durch die gesunkenen Rendite- und Spread-Levels niedriger sind. Sie können also günstig Fremdkapital aufnehmen oder eine Erhöhung des Eigenkapitals durch Börsengänge vornehmen, um dieses für Investitionen zu nutzen.
- > Ganz nebenbei werden vor allem die Banken der Peripherieländer entlastet, da sie somit auf äußerst elegante (also kostengünstige) Weise Ausfallrisiken von der Bilanz bekommen.
- > Die mit dem QE verbundene Abwertung des Euro stärkt die Exporte (wiederum wachstumsfördernd) und verteuert Importe (wiederum inflationsfördernd).

>

Realistischer Weise passiert jedoch Folgendes:

- > Der Transmissionsmechanismus ist aktuell außer Kraft gesetzt, da die Kreditnachfrage von Seiten der Realwirtschaft gering bleibt (Bilanzrezession). Wenn die Kreditnachfrage nicht steigt, werden eben auch keine Kredite vergeben, sondern mehr Finanzaktiva gekauft. Das erhöht tendenziell die Preise – allerdings nicht die Güterpreise, sondern diejenigen der Finanzaktiva (siehe oben).
- > In der aktuellen Situation können sich Unternehmen natürlich günstig refinanzieren. Unter der Annahme einer fixen erwarteten Investitionsrendite werden Investitionen bei sinkenden Kapitalkosten rentabler. Es wird aber in weniger rentable Projekte investiert werden müssen, um Investitionswachstum zu erzielen. Genau diese Projekte sind in einem ökonomisch schwierigen Umfeld allerdings auch am stärksten von einem Ausfall gefährdet. Und dieser führt in der Regel zu einem Verlust der Investitionssumme – ziemlich unabhängig von der Höhe der Kapitalkosten. Letztlich birgt die Politik der EZB die Gefahr, dass es zu einer immensen Fehlallokation von Kapital kommt. Außerdem bleibt festzuhalten, dass der „positive“ Effekt sinkender Refinanzierungskosten an den Kapitalmärkten vor dem Hintergrund billiger Kredite der Banken, die als Substitut zur Kreditaufnahme am Kapitalmarkt betrachtet werden müssen, limitiert bleibt.
- > Die Rettung der Peripheriebanken bleibt unbestritten ein Ziel, das die EZB bisher erreicht hat. Es bleibt nur fraglich ob diese „künstlich“ am Leben gehaltenen Institute langfristig einen positiven Wohlfahrtseffekt haben werden. Geschäftsmodelle, die nur darauf beruhen, dass die EZB Risiken von der Bilanz zu überhöhten Preisen aufkauft, dürfen als überschaubar wohlfahrtsstiftend bezeichnet werden.
- > Die Effekte auf den Euro sind bereits offensichtlich. Die positiven Effekte auf die Leistungsbilanzsalden aller europäischen Länder leider noch nicht. Ein günstiger Euro führt dazu, dass der Leistungsbilanzüberschuss ohnehin schon starker Exportnationen (Deutschland) weiter steigt. Wir verweisen in diesem Zusammenhang an die in den letzten Jahre von vielen Seiten geäußerte Kritik zu hoher Leistungsbilanzüberschüsse einiger Länder, die natürlich



ebensolche Defizite in anderen Ländern nach sich ziehen. Die globalen Ungleichgewichte nehmen folglich zu. Wir wollen hier nicht päpstlicher sein als der Papst, aber es sei uns erlaubt anzumerken, dass es seit den 1970er Jahren keinen so unverhohlenen globalen Abwertungswettbewerb mehr gegeben hat wie er aktuell stattfindet. Das war auch gut so – denn diese nehmen in der Regel keinen guten Ausgang.

Interessant ist vor allem die Umsetzung des Kaufprogramms. Obwohl der Europäische Gerichtshof entschieden hat, dass die Anleihekäufe der EZB mit Europäischem Recht vereinbar sind, wurden einige Einschränkungen gemacht. Falls die EZB an Hilfsprogrammen für ein Land direkt beteiligt ist, darf sie von diesem Land keine Anleihen kaufen. Dies gilt nicht, falls sie „indirekt“ über die Troika beteiligt ist. Sie muss sich an das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung halten, um den Reformdruck in den Ländern aufrecht zu erhalten (wie immer das funktionieren soll), sie muss ihre Käufe schlüssig begründen (was immer das heißt) und sie darf mit ihrem Ankaufprozess den Marktmechanismus nicht nachhaltig stören (wer auch immer das beurteilen kann).

Der zentrale Mechanismus des Anleihekaufprogramms liegt indes in der Verteilung potenzieller Ausfallrisiken zwischen der EZB und den nationalen Notenbanken. Im März startet das Kaufprogramm mit einem Volumen von 60 Mrd. Euro pro Monat und läuft bis September 2016. Die Käufe umfassen Pfandbriefe, ABS, Agencies (z. B. KfW) und Anleihen europäischer Institutionen (z. B. EIB). Ohne die exakte Allokation zu kennen, kann man davon ausgehen, dass pro Monat 50 Mrd. Euro Staatsanleihen gekauft werden, was zu einem Gesamtvolumen von 500 Mrd. Euro in 2015 führt.

Unter der Koordination der EZB werden die Käufe teilweise direkt auf die EZB-Bilanz gebucht (volle Risikoteilung) und teilweise direkt von den nationalen Notenbanken gehalten. Insgesamt findet eine Risikoteilung bei 20 % der Anleihekäufe statt, während die Risiken der verbleibenden 80 % bei den Notenbanken der Mitgliedsländer verbleiben. Die EZB wird sich auf Laufzeiten zwischen zwei und 30 Jahren fokussieren, wobei auch Anleihen mit negativen Renditen eingeschlossen sind.

In der folgenden Tabelle sind die Volumina projiziert. Die erste Spalte zeigt den Länderanteil am Eigenkapital der EZB auf – dieser ist ausschlaggebend für das anteilige Volumen von Staatsanleihen des jeweiligen Landes. Bei einem Volumen von 500 Mrd. Euro insgesamt ergibt sich bspw. für deutsche Staatsanleihen ein Kaufvolumen in Höhe von 129 Mrd. Euro (knapp 26 % von 500 Mrd. Euro). Setzt man das ins Verhältnis zum ausstehenden Volumen an Staatsanleihen (Laufzeit > 1 Jahr und fixer Kupon), erhält man das Kaufvolumen in 2015 in Prozent des gesamten Anleihevolumens. In Deutschland könnten in 2015 ca. 14 % des gesamten Anleihevolumens von der Notenbank aufgekauft werden. Betrachtet man wiederum das erwartete Emissionsvolumen², können 90 % des Emissionsvolumens deutscher Staatsanleihen in 2015 von den Notenbanken aufgekauft werden. Berücksichtigt man indes das Netto-Emissionsvolumen (Neuemissionen abzüglich Fälligkeiten), kann durch das Kaufprogramm das Volumen ausstehender deutscher Staatsanleihen um ca. 118 Mrd. Euro reduziert werden!

² Quelle: Unicredit Research
X-ASSET NEWSLETTER #18



Erwartetes Volumen der Anleihekäufe in 2015³

Quelle: Unicredit Research

	EZB Kapit- talschlüssel	Kaufvo- lumen (A)	Ausstehendes Volumen (B)	% (A/B)	Brutto-Emis- sionsvol. (C)	Fälligkei- ten 2015	% (A/C)	Netto-Emis- sionsvol. 2015 (D)	Netto-Emis- sionsvol. - EZB (D-A)
Österreich	3 %	14	176	8 %	16	13	88 %	3	-11
Belgien	4 %	18	274	6 %	33	23	54 %	10	-7
Finnland	2 %	9	74	12 %	12	5	75 %	7	-2
Frankreich	20 %	101	1073	9 %	198	106	51 %	92	-10
Deutschland	26 %	129	899	14 %	143	132	90 %	11	-118
Irland	2 %	8	88	9 %	11	2	75 %	9	0
Italien	18 %	88	1091	8 %	236	197	37 %	39	-49
Niederlande	6 %	29	290	10 %	45	26	63 %	19	-10
Portugal	2 %	12	87	14 %	9	6	147 %	2	-10
Spanien	13 %	63	599	11 %	122	86	52 %	36	-27
Griechenland	3 %	15	36	41 %	13	7	112 %	6	-8
Andere	3 %	14							
Total	100 %	500	4686		837	603		234	-251

Ganz nüchtern betrachtet kann man daraus zwei Schlussfolgerungen ziehen:

1. Bis Ende 2016 müssen die Zahlen in der Tabelle verdoppelt werden, was die schiere Größe des Programms und die damit verbundenen Effekte auf den Markt verdeutlicht. Die EZB folgt also der Strategie der Fed – ohne allerdings die Haftungs- und Anreizproblematik, welche sich durch das Konstrukt der Währungsunion ergibt, faktisch adressieren zu können.
2. Die Funktionsweise der Risikoteilung ist letztlich problematisch. Investoren werden Staatsanleihen einiger Peripherieländer nur dann kaufen, wenn sie davon ausgehen, dass im Ernstfall die EZB einspringt. Es ist auch schwer vorstellbar, dass in einem Restrukturierungsszenario die EZB eine Notenbank fallen lassen würde. Es scheint also hauptsächlich ein politisches Argument zu sein, die Risiken zum Großteil bei den Ländern zu belassen, um eben auch die Zustimmung der Länder, die dem Ankaufprogramm kritisch gegenüber stehen, zu erhalten.

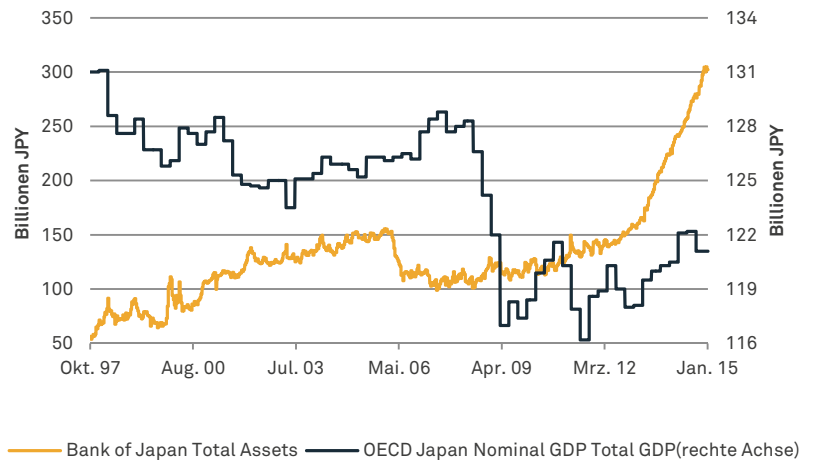
Die kurzfristige Marktreaktion auf die Ankündigung des Programms war wenig überraschend extrem positiv – wir halten aber genau aus den oben genannten Gründen die Effekte des Programms für langfristig wohlfahrtsmindernd. Es stellt außerdem die Glaubwürdigkeit der EZB in Frage und birgt immense systemische Risiken. Es lässt einen der Gedanken nicht los, dass sich Geschichte doch wiederholt. Die japanische Zentralbank versucht seit Jahren mit ähnlichen Mechanismen Wachstumsimpulse zu setzen – mit dem Erfolg, dass immer mehr Zentralbankbilanz notwendig wird, um minimalste Wachstumsraten der Realwirtschaft auszulösen.

³ Beträge in Mrd. Euro; Market outstanding bezieht sich auf Anleihen mit einer Restlaufzeit von mindestens einem Jahr; Gross supply beinhaltet ILBs und Floater und ist um Anleihen bereinigt, die dieses Jahr bereits emittiert wurden.



Japan, wir folgen Dir!

Quelle: Bloomberg



Hoffnung spendet jedoch ein Satz des ehemaligen US-Notenbankchefs Ben Bernanke. Das Problem mit einem solchen Programm beschrieb Bernanke einmal so: „Es funktioniert in der Praxis, aber es funktioniert nicht in der Theorie.“

1, 2 oder 3 – in der Krise sind alle mit dabei

Wir möchten die Erkenntnisse der Krisenliteratur nicht überstrapazieren, aber aktuell lässt sich eine der relevanten Schlussfolgerungen der gängigen Modelle sehr schön an der Marktentwicklung ablesen. In der ersten Phase von Finanzkrisen treten negative Effekte in einem Marktsegment auf (bspw. die durch den Rückgang der Häuserpreise in den USA verursachten Ausfälle im US Subprime-Markt in 2008). Hierbei handelt es sich um Erstrundeneffekte, die sehr beschränkt bleiben und zu den Gesamtkosten einer Finanzkrise nur einen Bruchteil beitragen. Zweitrundeneffekte (bspw. die Marktreaktionen auf den Zusammenbruch des Subprime-Marktes wie sinkende Aktienkurse, eine Ausweitung der Credit-Spreads und die Disfunktionalität des Interbankenmarktes) bedingen sehr viel höhere Verluste als die direkt durch den Erstrundeneffekt ausgelöst. Im Anschluss an diese Phase treten Drittrundeneffekte auf, die auf die Realökonomie wirken, wie bspw. ein Wachstumsrückgang, steigende Arbeitslosigkeit usw. Drittrundeneffekte haben hierbei den größten Anteil an den durch Finanzkrisen verursachten Kosten.

Wir übertragen nun diese Überlegungen auf drei Ereignisse: die Freigabe des Schweizer Franken, die Ukraine-Russland-Krise und den Ölpreisverfall:

1. Der SNB-Schock

Die Aufwertung des Schweizer Franken hat sofortige negative Effekte zur Folge gehabt. Neben einigen Broker-Häusern, die entweder offene Positionen hatten oder Kundenaufträge nicht schnell genug schließen konnten (z. B. FXCM und IG Markets) und somit direkte Verluste erlitten, trifft es auch prominente Spekulanten wie bspw. den Drogeriemarkt-Gründer Erwin Müller.⁴ Der folgende Zweitrundeneffekt birgt jedoch weitaus größeres Verlustpotenzial: Die Vorliebe für die Kreditaufnahme in Schweizer Franken nicht nur bei privaten Immobilienkrediten in vielen osteuropäischen Ländern, aber auch in Österreich, erhöht die Wahrscheinlichkeit von Zahlungsausfällen angesichts der gestiegenen Zinskosten (die ja in Schweizer Franken bedient werden müssen). In einigen osteuropäischen Ländern werden Banken dazu verpflichtet, die Kredite umzuschulden oder die Währungsrelation vor der SNB-Entscheidung aufrecht zu halten (u. a. Ungarn und Kroatien). Das führt zu Verlusten auf Seiten der Kredit-

⁴ Quelle: Handelsblatt: <http://www.onleihe.de/static/content/handelsblatt/20150127/HB20150127/vHB20150127.pdf>.



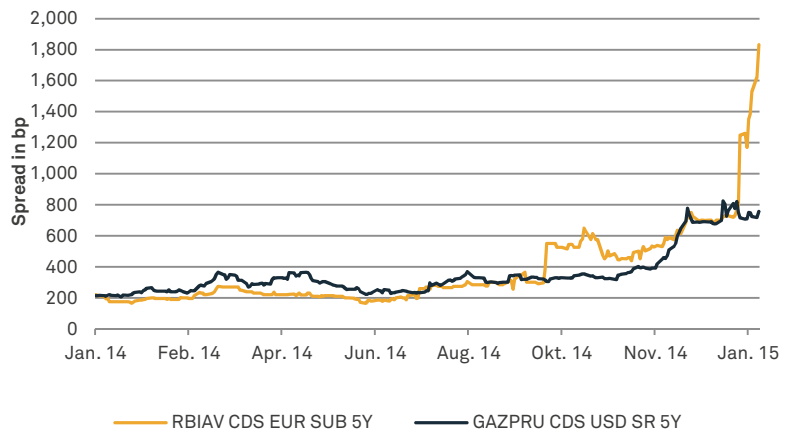
nehmer oder eben auf Seiten des Kreditgebers. Der Drittrundeneffekt ist hierbei noch fataler; nämlich das Problem, dass in bestimmten Ländern die Fremdwährungskredite die Fremdwährungsreserven der Zentralbank übersteigen (z. B. Ungarn und Lettland). Das heißt eben auch, dass die Währungen dieser Länder unter Druck geraten und Zentralbanken intervenieren müssen. Dies kann wiederum negative Wachstumseffekte auslösen.

2. Der Ukraine-Russland-Konflikt

Die Auswirkungen des Ukraine-Russland-Konfliktes wurden auch an dieser Stelle ausgiebig besprochen. Die nachrangigen Effekte bspw. auf Banken, die ein stark osteuropalastiges Geschäft betreiben und natürlich russische Unternehmen, die direkt von den Sanktionen betroffen sind, werden aktuell immer deutlicher. Wiederum sind für eine makroökonomische Gesamtkostenbetrachtung diese Effekte von entscheidender Bedeutung, da sie negative Übertragungseffekte auslösen. Ein Krisenherd führt somit über den Marktmechanismus zu weiteren Krisenherden.

Zweitrundeneffekte Ukraine Krise: Raiffeisen Int. Sub CDS vs. Gazprom CDS

Quelle: Bloomberg

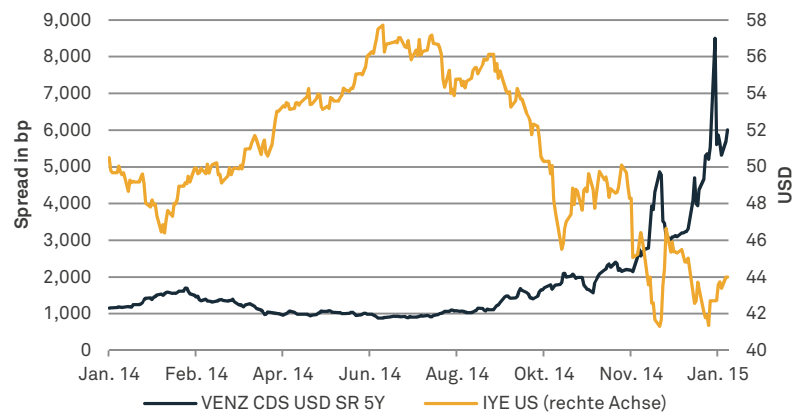


3. Der Ölpreis-Schock

Die Effekte des Ölpreistrückgangs sind extrem vielfältig. Auf den ersten Blick wirkt der Preistrückgang im gesamten Energiesektor als eine Art Konjunkturprogramm für energieimportierende Länder und hat somit erstmal positive Effekte. Neben der Tatsache, dass die EZB diesen Preistrückgang als Rechtfertigung für ihr Anleiheprogramm missbraucht und die erdölproduzierenden Länder unter dramatischen Einnahmerückgängen leiden (allen voran Venezuela), entstehen jedoch extrem negative Übertragungseffekte auf ganze Marktsegmente wie bspw. auf den amerikanischen Energiesektor. Viele Kohleminenbetreiber in den USA stehen aufgrund des Preisverfalls von Kohle (die als Substitut hoch korreliert mit Öl) kurz vor der Insolvenz.

Zweitrundeneffekte Ölpreis-Schock: Venezuela CDS & US Energie-Aktien ETF

Quelle: Bloomberg





Die Quantifizierung von Übertragungseffekten ist indes nur schwer möglich. Die erste Schätzung des IMF zu den Kosten der Subprime-Krise im Jahr 2007 lag bei 50 Mrd. USD! Ex-post betrachtet eine recht optimistische Schätzung – allein die Abschreibungen und Verluste der Banken addierten sich zu mehr als 2.000 Mrd. USD, während der darauffolgende globale Wachstumseinbruch diese Zahl locker in den Schatten stellt. Folglich lässt sich konstatieren, dass noch so kleine Impulse eine große Wirkung entfalten können und wir wissen zumindest so viel: Man darf in 2015 mit impulsiveren Märkten rechnen – auch wenn das im Jahr des Schafes eher ungewöhnlich ist. Und diese Annahme begründet sich maßgeblich mit der stark rückläufigen Liquidität an den Märkten.

Liquidität – ein scheues Reh

„Kapital ist ein scheues Reh“ – dieses auf Karl Marx zurückgehende Zitat ist ein geflügeltes Wort in der Krisenliteratur. Die Mobilität von Kapital in weitgehend integrierten Finanzmärkten vor dem Hintergrund der Globalisierung führt dazu, dass viele nationale wirtschaftspolitische Maßnahmen ihre Wirkung verlieren. Dies gilt nach wie vor – allerdings weiß das Kapital aktuell gar nicht genau, wohin es flüchten soll angesichts historisch niedriger Renditen. Es flüchtet teilweise in hochverzinsliche Anleihen und in die Aktienmärkte, es flüchtet aber auch vor zunehmender Regulierung. Hier hat das Kapital einen neuen Fluchtgesellen – die Liquidität.

Wir haben an dieser Stelle schon mehrfach darüber berichtet, dass in einem Regime administrierter Preise und zunehmender Regulierung die Liquidität an den Märkten rückläufig ist – mit den allseits bekannten Folgen. In einem Umfeld geringer Markttiefe und -breite führen exogene Impulse zu stärkeren Marktbewegungen; mangelnde Liquidität geht folglich mit dem zunehmenden Risiko von (temporären) Volatilitätsanstiegen einher.

Die Liquidität von Märkten zu quantifizieren ist hierbei schwierig. Die reine Betrachtung von Geld-Brief-Spannen oder das ausstehende Volumen gehandelter Vermögenswerte sind wenig aussagekräftig – vielmehr ist es die Marktreaktion beim Auftreten exogener Impulse, die dann in größere Orders mündet. Letztlich hat die Frage nach der Liquidität viel mit Konzentrationsrisiken zu tun. Dominiert ein einziger Marktteilnehmer ein Finanzinstrument, wird er sich schwer tun, dieses genau dann zu verkaufen, wenn schlechte Nachrichten eintreten. Einige Marktsegmente (u. a. EM- und HY-Anleihen) entsprechen weniger dem Standard des vollkommenen Wettbewerbs, sondern vielmehr einem Oligopol.

Interessanterweise findet man wenig wissenschaftliche Beiträge zu der Frage, zu welchen Preiseffekten es auf oligopolistisch organisierten Finanzmärkten kommt, obwohl es offensichtlich ist, dass bspw. der Bankensektor, aber auch die Dominanz der drei Ratingagenturen ein Oligopol darstellen. Wenn bestimmte Anleihen von wenigen Investoren (Pimco et al. oder ETFs) dominiert werden, dann kann die Marktsituation bezogen auf eine Anleihe oder ein Unternehmen als Oligopol bezeichnet werden. Es stellt sich also die Frage, welche Eigenschaften ein Oligopol charakterisieren und welche Preisfindungsmechanismen dominieren.

In einem Oligopol haben alle Akteure anders als im vollkommenen Wettbewerb eine spürbare Marktmacht, wobei das gehandelte Gut (ein Finanzinstrument) ein perfekt homogenes Gut darstellt (perfektes Substitut). Da die Preis- und Mengenentscheidung jedes Akteurs den Markt beeinflusst, besteht eine Interdependenz zwischen den Entscheidungen der einzelnen Akteure. Geht man des Weiteren davon aus, dass keine perfekte Informationsverteilung an den Märkten herrscht (oder zumindest keine homogene Verarbeitung von Informationen), wird der größte Halter eines Finanzinstruments automatisch als Preisführer erkannt werden und somit richten sich die Reaktions-



funktionen der anderen Marktteilnehmer nach dem Preisführer. Diese Überlegungen müssen nun dahingehend modifiziert werden, dass die vorhandene Menge eines Gutes (z. B. einer Anleihe) fixiert ist – die Mengenentscheidung der Akteure also nicht über die vorhandene Position hinausgehen kann. Außerdem ändert sich somit ständig die Preisführerschaft, da die absolute Menge des Gutes konstant bleibt und die Akteure ihre Positionen variieren. Klassische Modelle zur Preisfindung in Oligopolen⁵ in Gütermärkten sind somit wenig aussagekräftig. Folgende Aussagen lassen sich allerdings aus der Oligopol-Theorie in Bezug auf oligopolistisch organisierte Finanzmärkte im Vergleich zu einem vollkommenen Wettbewerb ableiten:

1. Der Einfluss eines Akteurs auf Preisänderungen eines Finanzinstruments ist größer.
2. Die Volatilität des Finanzinstruments ist höher.
3. Die Abhängigkeit des Finanzinstruments von der Sichtweise eines Akteurs ist aufgrund imperfekter Information größer.

Folglich führt eine rückläufige Liquidität an den Märkten über das Phänomen der Oligopol-Bildung zu ansteigenden Volatilitäten und letztlich auch zu einem gestiegenen Ausfallrisiko eines Emittenten, da die Refinanzierungskosten im Falle eines Rückzugs des dominierenden Akteurs dramatisch ansteigen können.

Um auf unsere beiden Gesellen auf der Flucht zurückzukehren, ergibt sich aus den obigen Thesen konsequenterweise die Antwort auf die Frage, wohin Kapital flüchtet: Es folgt der Liquidität! Denn hier ist das Risiko einer Oligopol-Bildung am geringsten, wodurch sich teilweise auch die starke Performance der Aktienmärkte in den letzten Jahren erklärt. Trotzdem tun wir uns schwer, eine völlig ungetrübte Entwicklung der Märkte in 2015 zu erwarten und wollen unsere Vorbehalte nachfolgend darstellen.

X-Asset View: Die griechische Tragödie – Teil III

Der mit Spannung erwartete Ausgang der Wahlen in Griechenland hat erstmal eine sehr überschaubare Reaktion an den Märkten hervorgerufen. Und das, obwohl der im Vorhinein von der europäischen Politik als „Worst Case“ bezeichnete Wahlsieg der Syriza eingetreten ist. Nun wird spekuliert, welche Effekte der Linksruck in Griechenland auf die europäischen Finanzmärkte haben wird – wobei der „Grexit“ immer noch als schlimmste aller Möglichkeiten bezeichnet wird. Die ökonomischen Tatsachen sind indes seit einigen Jahren bekannt. Es ist äußerst unwahrscheinlich, dass Griechenland in den nächsten Jahren ohne monetäre Transfers seine Verbindlichkeiten bedienen kann. Der dafür notwendige Primärüberschuss im griechischen Staatshaushalt wird schwieriger zu erzielen sein, wenn Syriza die im Wahlkampf angekündigten Lockerungen des Sparprogramms umsetzt. Sollte sich also Europa nicht dazu durchringen können, weitere Hilfsmaßnahmen einzuleiten – was nach den ersten Äußerungen bspw. aus Finnland als wahrscheinlich angesehen werden kann – kann also nur eine weitere Restrukturierung der griechischen Verbindlichkeiten die laufenden Zinskosten reduzieren und somit ein ausgeglichener Haushalt geschaffen werden. Die im PSI (Private Sector Involvement im März 2012) emittierten Anleihen inkl. der Bestände der EZB und der EIB und der in 2014 neu emittierten Anleihen belaufen sich auf ein Volumen von 63,6 Mrd. Euro. Internationale Anleihen (die schon beim ersten Schuldenschnitt verschont geblieben sind) haben nur noch ein ausstehendes Volumen von ca. 2,5 Mrd. Euro. Der Schuldenschnitt im März 2012 hat hingegen Anleihen in Höhe von 107 Mrd. Euro „entwertet“, wodurch offensichtlich wird, dass eine Restrukturierung der oben genannten Anleihen nur mini-

⁵ Für interessierte Leser: Von Cournot über Stackelberg bis Bertrand existieren unterschiedliche Modelle, die jeweils zu anderen Outputmengen und Preisen führen.



male Effekte haben wird, v. a. da die öffentlichen Halter (also die EIB und die EZB) keinem Schuldenschnitt zustimmen wollen. Bleibt letztlich nur eine Alternative: die Restrukturierung der öffentlichen Hilfspakete (des IMF und EFSF) in Höhe von knapp 240 Mrd. Euro oder eben zusätzliche Hilfsmaßnahmen. Ansonsten geht Griechenland in die Geschichte ein als das Land, das innerhalb kürzester Zeit zum zweiten Mal einen Zahlungsausfall erleidet. Aktuell indizieren Griechenland-CDS eine implizite Ausfallwahrscheinlichkeit von 66 % innerhalb der nächsten fünf Jahre⁶.

Griechenland CDS seit 2011: Der schnellste DD⁷ aller Zeiten?

Quelle: Bloomberg



Die griechische Situation wird also weiter schwierig bleiben und wir gehen davon aus, dass ein Grexit noch länger als potenzielle Maßnahme diskutiert wird. Die immer noch ineffizienten Verwaltungsstrukturen und die relativ überschaubaren Erfolge der Sparmaßnahmen (zumindest in Relation zu den Herausforderungen) sprechen dafür, dass Griechenland weiter die Rolle des Damoklesswertes über der europäischen Peripherie innehaben wird.

Hierbei ist wiederum der „Erstrundeneffekt“ eines Austritts Griechenlands aus der Europäischen Union (ein singulärer Austritt aus der Eurozone ist nicht möglich) vollkommen überschaubar. Aber wie im letzten Abschnitt bereits angemerkt, sind die Zweit- und Drittrundeneffekte unüberschaubar. Eine Sonderbehandlung Griechenlands liefert für alle Peripherieländer ein Argument, eben diese auch in Anspruch nehmen zu wollen. Die ohnehin zahlreicher werdenden Gegner einer strikten Sparpolitik sehen sich bestätigt, dass diese ineffizient ist und haben dadurch einen geringeren Anreiz, weitere Strukturreformen umzusetzen. Gleichzeitig eröffnet die EZB mit der Ankündigung des Anleihekaufs eine äußerst angenehme Art der Refinanzierung für ihre Mitgliedsländer – es scheint schwer vorstellbar, wie in diesem Umfeld eine spürbare Reduktion der Schuldenstände gelingen sollte. Wir möchten hier nicht zynisch klingen, glauben uns aber erinnern zu können, dass der Auslöser der europäischen Schuldenkrise ein zu hoher Schuldenstand in Kombination mit extrem niedrigen Spread-Aufschlägen (die diesen Schuldenstand ja erst ermöglicht haben) in den Peripherieländern war. So gesehen darf man sich wundern, warum allerorten von erfolgreichen Maßnahmen bei der Bekämpfung der Krise gesprochen wird.

Natürlich wirken die Maßnahmen der EZB in der kurzen Frist positiv. Neben Aktienmärkten auf Rekord- oder Mehrjahreshöchstständen und extrem niedrigen Renditeniveaus gekoppelt mit sehr niedrigen Credit-Spreads sind eben auch die Refinanzierungskosten der Peripherieländer auf dem tiefsten Stand seit der Einführung des Euros. Jetzt könnte der kritische Beobachter anmerken, dass folgender Mechanismus mehr als anreizkompatibel erscheint. Die Peripherie-

⁶ 5Y CDS handeln bei 38 % Upfront bei einer angenommenen Verwertungsquote von 40 %.

⁷ Double Default



länder werden tendenziell weniger sparen, mehr Schulden machen und somit genau das Umfeld schaffen, in dem eine Erhöhung der Refinanzierungskosten in Kombination mit einem relativ hohen Schuldenstand irgendwann in der Zukunft eine Schuldenkrise auslöst.

Es scheint zwar eher unwahrscheinlich zu sein, dass dies schon in 2015 der Fall sein wird – wie der Rückgang der Risikoaversion in den letzten Wochen vermuten lässt. Auch wenn die aktuelle Lage von der Mehrzahl der Marktteilnehmer optimistisch beurteilt wird, wirkt der eingeschlagene Weg der EZB langfristig nicht stabilitätsfördernd und wir würden uns wünschen, dass man sich an Oskar Lafontaines Worte erinnert: „Wenn wir kein Geld haben, dann brauchen wir wenigstens gute Ideen.“ Bisher gehen uns diese offensichtlich ab. Aber die EZB hat ja auch genug Geld.

Forecast-Tabelle⁸

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

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

*„They all fall down“ von The Creepshow (2010). Genre: Horror-Punkabilly. Passend zur aktuellen Marktlage.

⁸ Angesichts der extrem divergenten, fundamentalen und technischen Impulse müssen wir erstmals eine neue Kategorie einführen: „No Brain No Pain“ – und damit eingestehen, dass uns eine kurzfristige Prognose in dieser Situation wenig glaubwürdig erscheint.



Disclaimer

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

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

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

Alle in der Darstellung geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der XAIA Investment GmbH zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die XAIA Investment GmbH behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die XAIA Investment GmbH kann andere Publikationen 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