

29 MAI 2015

#21

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

Bop 'Til You Drop*

>>Stick 'em up
Give me your money
You act like a big shot
But you're really a dummy
They want your blood
They want every drop<<

BOP 'TIL YOU DROP*

Bop 'til you drop – tanze bis zum Umfallen. Der Anstieg der Renditen in Europa wirft die Frage auf, ob die Party wirklich schon zu Ende ist. Wir denken nicht. Die technischen Kräfte, die für ein weiterhin niedriges Renditeumfeld sprechen, wirken nach wie vor: Während Draghi erst kürzlich bekräftigt hat, das Kaufprogramm voll umsetzen zu wollen, sind die regulatorischen Effekte (globales Besicherungsphänomen) langfristiger Natur. Eine elementare These wurde allerdings bestätigt: Die Eingriffe der EZB stabilisieren den Markt nicht, sondern destabilisieren ihn. Wir halten ein japanisches Szenario einer lang anhaltenden Niedrigzinsphase weiterhin für die logische Konsequenz der Geldpolitik der letzten Jahre. Vielleicht ist der Höhepunkt der Party bereits überschritten, aber die After-Hour verspricht auch noch Spaß. Das größte Risiko hier liegt unserer Ansicht nach nicht in makroökonomischen Entwicklungen, sondern vielmehr in der Charakterisierung von Staatsanleihen als wichtigstes Asset im Besicherungsmechanismus. Ein Platzen dieser Blase führt zu einem massiven und länger anhaltenden Renditeanstieg und bedingt eine enge Korrelation zwischen allen Asset-Klassen.

Der Rentenblase geht die Luft aus – aber Platzen tut sie nicht

Der starke Anstieg der Staatsanleihen-Renditen im Euroraum hat all jene auf den Plan gerufen, die ein baldiges Platzen der Rentenblase erwarten. Die These steigender Renditen basiert derzeit auf zwei Argumenten: Erstens haben sich die Renditen bis Mitte April immer stärker von der Realwirtschaft entkoppelt (der Zyklus dreht) und zweitens sind die niedrigen Renditen vor allem auf technische Faktoren (u. a. Kaufprogramme) zurückzuführen. Vor diesem Hintergrund erinnern wir uns kurz, was der Grund für die extremen Bewegungen am Rentenmarkt war.

Seit mehr als sechs Jahren setzt die EZB extrem expansive geldpolitische Maßnahmen um – zuerst, um den europäischen Bankensektor zu retten, dann um die europäischen Peripheriestaaten zu retten. Die Geldpolitik der letzten Jahre kann also aus konjunktureller Sicht gar nicht erklärt werden, sondern stellt vielmehr eine Politik aus der Not heraus dar. Und zum Leidwesen der EZB finden die Reaktionen auf diese Politik nicht in der Realwirtschaft statt, sondern an den Finanzmärkten. Mit ihrem diesjährigen Coup – dem Beginn eines ein- einhalb Jahre laufenden Staatsanleihen-Kaufprogramms – hat sie ein klares Signal gesetzt: Die Renditen bleiben niedrig, koste es was es wolle. In einem Markt, der von einem einzigen Akteur als Käufer dominiert wird, steigen die Preise. Nicht nur aufgrund der direkten Preiseffekte durch die Ankäufe der EZB, sondern natürlich auch bedingt durch die indirekten Effekte bzw. durch den Herdentrieb der Mitläufer (u. a. Hedgefonds). Der Markt für Staatsanleihen war also dermaßen überkauft, dass sich auf dem Höhepunkt Mitte April deutsche Bund-Renditen bis in den 9-jährigen Bereich im negativen Terrain bewegt haben. Diese ökonomisch offensichtlich völlig abstruse Situation konnte nur erreicht werden, da die geldpolitischen Maß-



nahmen der letzten Jahre von regulatorischen Maßnahmen flankiert wurden, die das Halten von Staatsanleihen für die dominanten Akteure (Banken, Versicherungen) erforderlich macht – ganz unabhängig von deren Preis. Und zu guter Letzt hat natürlich das makroökonomische Umfeld in Form von Inflationsraten um 0 % und sehr überschaubaren Wachstumsimpulsen dazu beigetragen, das Niedrigzinsumfeld zu rechtfertigen.

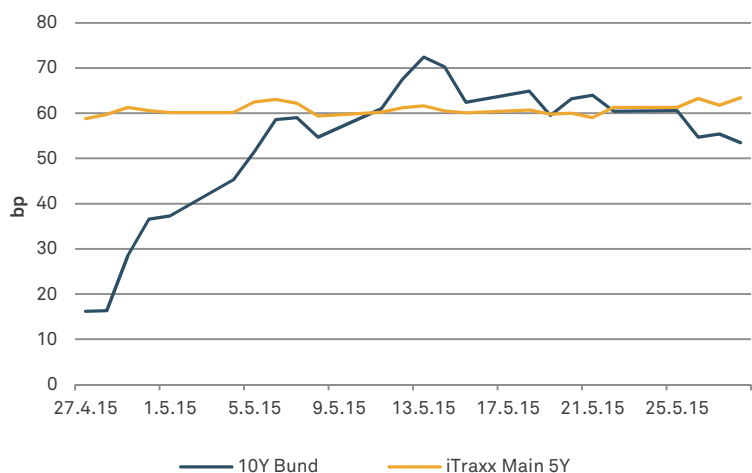
In den letzten beiden Ausgaben des Newsletters haben wir diese Anomalien bereits ausführlich diskutiert, wobei die unbeantwortete Frage die war, wann die Märkte das Ende des Ankaufprogramms einpreisen und es zwangsläufig zu einem Renditeanstieg kommt. Die EZB ist demnach in einer etwas unkomfortablen Situation, da sie genau weiß, dass sie weiterhin in der Rolle des Reagierens und nicht des Agierens verweilen muss. Jegliche Spekulation auf steigende Renditen muss mit noch größeren Gegenmaßnahmen konterkariert werden – soll das Risiko steigender Refinanzierungskosten für die klammen europäischen Peripherieländer minimiert werden, wodurch wir uns in einer Situation, die der während des Höhepunkts der europäischen Schuldenkrise gleicht, befinden würden. Ist also in den letzten Wochen bereits das passiert, was die EZB befürchten muss und liegt das zyklische Renditetief bereits hinter uns?

Die Ursachen für den Sell-Off am Rentenmarkt können derweil einfach erklärt werden. Ein kleiner Hoffnungsschimmer bezüglich der Wachstumsdynamik in Europa angesichts sich leicht verbessernder Frühindikatoren, ein kleiner Lichtblick bezüglich der inflationären Tendenz aufgrund eines steigenden Ölpreises in Kombination mit einer enttäuschenden Bund-Auktion hat genügt, um den größten Renditeanstieg innerhalb einer Woche in der Historie deutscher 10-jähriger Staatsanleihen auszulösen. Fundamental lässt sich dieser eben nicht rechtfertigen – der Grund für die Amplitude dieser Bewegung hat also vielmehr technische Ursachen: Die Dominanz der EZB im europäischen Staatsanleihenmarkt führt dazu, dass der Markt nicht stabiler, sondern vielmehr instabiler wird. Die Marktliquidität sinkt und exogene Impulse haben einen sehr viel stärkeren Einfluss auf die Märkte.

Ein weiterer Beleg für diese These findet sich darin, dass die Bewegungen am Rentenmarkt nur begrenzte Übertragungseffekte auf andere Märkte ausgelöst haben. Während 10-jährige Bundrenditen Kapriolen geschlagen haben, waren die Auswirkungen auf den Aktienmarkt uneinheitlich, gleichzeitig haben sich die Kreditmärkte völlig unbeeindruckt gezeigt.

Völlig losgelöst – Credits bleiben unbeeindruckt vom Zinsmarkt

Quelle: Bloomberg





The (Government-) Show must go on

Nun mehren sich natürlich die Stimmen derjenigen, die ein Ende des Renditetiefs bis hin zu einem Platzen der Rentenblase erwarten. Dass genau dies eintreten wird, ist weitgehend widerspruchsfrei – die wie immer entscheidende Frage ist die des Timings. Neben den traditionellen Krisenprognostikern¹ erwarten immer mehr Marktteilnehmer einen zyklisch bedingten Renditeanstieg. Hierbei muss zwischen den USA und Europa unterschieden werden, wobei Amerika die führende Rolle einnimmt. Die USA haben ihre Banken bereits gerettet und das die EZB sogar übertreffende Kaufprogramm weitgehend umgesetzt. Die Fed ist nach wie vor der dominante Halter von US-Staatsanleihen und auch der Immobilienmarkt konnte durch staatliche Käufe von Immobilienverbriefungen stabilisiert werden. Die amerikanische Wirtschaft wächst mit einer höheren Rate als die europäische und nachhaltige deflationäre Tendenzen sind unwahrscheinlich. Das zentrale Problem, mit dem die Fed bei Zinserhöhungen konfrontiert wird, liegt in den außenwirtschaftlichen Effekten steigender Zinsen. Die damit verbundene Stärke des US-Dollars vor dem Hintergrund extrem expansiv agierender globaler Wirtschaftsräume (Europa, Japan und neuerdings auch verstärkt China) wird unserer Ansicht nach dazu führen, dass jegliche Zinserhöhungstendenzen in den USA nur kurzfristiger Natur sein werden.

In Europa indes wird sich die EZB sehr schwer tun, einen zyklisch bedingten Zinsanstieg zu rechtfertigen. Die strukturellen Probleme in den Peripherieländern, der sich abzeichnende Verbleib Griechenlands in der Eurozone zu Konsens-Bedingungen und v. a. die hohe (Jugend-) Arbeitslosigkeit in einigen Ländern in Kombination mit niedrigen Inflationsraten (eben nicht nur kurzfristige über die Volatilität der Energiepreise) sprechen gegen eine baldige Abkehr der EZB von expansiven geldpolitischen Maßnahmen.

Des Weiteren haben die Effekte auf den europäischen Staatsanleihenmarkt durch die aktuellen Regulierungstendenzen ihren Höhepunkt noch nicht erreicht. In regulatorischen Monstren wie Basel III und Solvency II ist die herausragende Bedeutung von Staatsanleihen (inkl. Quasi-Staatsanleihen und Covered Bonds) im Bilanzmanagement bereits fest verankert – diese wird aber erst nach der finalen Umsetzung von EMIR ihren Zenit erreichen. Genau dann, wenn alle OTC-Derivate über Clearing-Häuser mit Collateral versehen werden, wie wir später noch detaillierter ausführen werden.

Alle Faktoren, die letztlich den starken Rückgang der Renditen in Europa bedingt haben, bleiben bestehen. Uns fehlt der Glaube (oder möglicherweise der Intellekt) an eine nachhaltige und signifikante Erhöhung europäischer Staatsanleihen-Renditen – solange sich an der oben beschriebenen Gesamtsituation nichts ändert (wir werden nachfolgend auf eine Ausnahme zu dieser Erwartung hinweisen). Natürlich besteht bei einem Renditeniveau von Nahe null für 10-jährige Staatsanleihen schon rein technisch das Risiko von Korrekturen, aber auch wenn Staatsanleihen bei 1 % rentieren, befinden wir uns nach wie vor in einem Niedrigrenditeumfeld. Europa hat den japanischen Weg eingeschlagen und nicht den amerikanischen – darauf basiert unsere Erwartung, dass die europäischen Renditen ihren japanischen – und eben nicht ihren amerikanischen – Pendanten folgen werden.

¹ Die aktuell wohl berühmteste These stammt von Martin Armstrong, vgl. http://armstrongeconomics.com/armstrong_economics_blog/



Manipulierte Zinssätze: ein Pleonasmus

Ein oftmals geäußelter, unglaublicher Verdacht betrifft den Marktmechanismus bei Staatsanleihen – und zwar, dass die Zinssätze und damit die Renditen derselben manipuliert seien! Man liest diese Überschrift immer häufiger und teilweise nimmt dies bereits verschwörungstheoretische Züge an. Wir möchten deshalb die Gelegenheit ergreifen, eine grundlegende Richtigstellung darzulegen: Natürlich sind Zinssätze manipuliert! Das liegt nicht daran, dass sich irgendjemand gegen Sparer oder sonstige Opfer verschworen hat, sondern allein in der Natur unseres Geldsystems.

Was wohl eher gemeint sein soll, ist die Tatsache, dass Zentralbanken in einem Fiatgeld-System tendenziell zu niedrigen Zinssätzen neigen, wenn man ihnen eine gewisse Abhängigkeit von den Regierungen unterstellen darf. In Europa wird das ja bereits offen gelebt und die Unabhängigkeit der EZB kann durchaus als theoretisch wertvolle, aber praktisch irrelevante Annahme bezeichnet werden. Natürlich muss eine Zentralbank auch die Interdependenzen ihrer geldpolitischen mit den finanzpolitischen Maßnahmen der Regierungen berücksichtigen. Da gerade in Europa den fiskalpolitischen Maßnahmen enge Grenzen gesetzt sind, steigt die Bedeutung der Geldpolitik – und deshalb werden hier Maßnahmen umgesetzt, die an die Grenze des Mandats der EZB heranreichen. Und hier kommt es zu einer wichtigen Unterscheidung: Eine Zentralbank kann in unserem Geldsystem Zinssätze manipulieren, sie sollte aber nicht direkt Märkte manipulieren und davon ausgehen, Gleichgewichtspreise besser bestimmen zu können als der Marktmechanismus selbst.

Ein gravierendes Beispiel dafür, dass dem nicht so ist, hat die EZB erst kürzlich geliefert. „We are also aware of seasonal patterns in fixed-income market activity with the traditional holiday period from mid-July to August characterized by notably lower market liquidity“ war die Aussage des Direktoriumsmitglieds Benoît Cœuré, die sofort einen drastischen Euro-Verfall, eine 100-Punkte-Rallye im Bund Future und einen Jubelsprung der Aktienmärkte auslöste. Die Ankündigung, das monatliche Volumen der Anleihekäufe kurzfristig zu erhöhen, um die in der Sommerpause zu erwartenden Liquiditätsengpässe zu umgehen, hat eine besondere Qualität.

Die EZB ist der dominante Käufer im Markt. Die Verkäufer (Banken, Versicherungen oder bei Neuemissionen die Länder selbst) wissen das. Und natürlich sperren die Banken im Sommer nicht ihre Handelstische zu und geben nichts mehr her. Der einzige relevante Käufer im Markt kündigt also frühzeitig an, dass er noch schnell was einkaufen muss, da es bald nichts mehr gibt. Das erfreut den Verkäufer, denn in dieser logischen Sekunde steigt der Preis. Wir würden gerne glauben, dass genau das der Sinn der Aktion war – allerdings erscheint uns das zu optimistisch. Es sei uns indes eine despektierliche Aussage verziehen, die nicht den Tiefen des Zynismus, sondern dem Herzen des bekennenden Europäers entspringt: So, wie die EZB Staatsanleihen kauft, kauft man in München Weißwürste. Aber nicht mehr.

Wir stellen uns hierbei vor, wie solche Entscheidungen getroffen werden. Zur Verdeutlichung zeichnen wir ein internes Gespräch zwischen einer Führungskraft (aus Vereinfachungszwecken Dr. Aghi genannt) und dem für Anleihekäufe zuständigen Mitarbeiter nach.

Mitarbeiter: „Dr. Aghi, ich habe mir sagen lassen, dass der Anleihehandel im Sommer pausiert.“

Dr. Aghi: „Wer sagt das?“

Mitarbeiter: „Die Banken.“

Dr. Aghi: „Aha. Und was machen wir nun?“

Mitarbeiter: „Die Banken sagen, wir sollen lieber gleich kaufen.“

Dr. Aghi: „Hervorragende Idee! Tun sie das.“



Mitarbeiter: „Gut, dann kündige ich es vorher an, damit alle Bescheid wissen.“

Dr. Aghi: „Sofortige Pressemitteilung! Wir müssen vermeiden, dass uns Marktmanipulation unterstellt wird.“

Der Gegensatz zum Pleonasmus ist übrigens das Oxymoron, bspw. manipulierte Marktpreisfindung. Zumindest gilt das für Märkte im ökonomischen Sinn.

Fasst man alle obigen Gedanken zusammen, sehen wir keinen zyklischen Wendepunkt in den Renditen. Wir halten es angesichts einer moderaten Inflation, sehr moderaten Wachstums und der griechischen Odyssee für sehr wahrscheinlich, dass sich 10-jährige Bundesanleihen kurz- bis mittelfristig bei einem Renditeniveau von unter 50 bp einpendeln werden. In der langen Frist sehen wir jedoch technisch bedingte Risiken, die das Potenzial haben, einen stärker ausgeprägten Anstieg der Renditen auszulösen: An erster Stelle zu nennen ist hier das globale Besicherungsphänomen, auf das wir im Folgenden eingehen werden.

Wieso Besicherung zu einer Destabilisierung der Märkte führen kann

Die adversen internen und externen Effekte einer langfristig laxen Geldpolitik waren eines der bestimmenden Themen, seit wir diese Publikation veröffentlichen. Ein weiteres Thema waren die Effekte der zunehmenden Regulierung der Märkte, die neben den politisch gewünschten Wirkungen auch negative Zweitrundeneffekte auslösen können. Ein potenzieller Risikofaktor für den europäischen Staatsanleihenmarkt entsteht durch eine Kombination dieser beiden Effekte. Ein zentrales Element der Finanzmarktregulierung der letzten Jahre besteht in starken Eingriffen in den OTC-Markt, also der für nicht börsengehandelte derivative Instrumente. Diese dominieren den globalen Derivatehandel und haben spätestens seit dem Zusammenbruch von Lehman den Status des zentralen Risikofaktors für den globalen Kapitalmarkt inne. Die EMIR² ist nun die vorerst letzte Ausbaustufe dieses Prozesses, der zur Folge hat, dass alle Derivatepositionen besichert werden. Und genau diese Besicherung des gesamten Derivatemarktes stellt ein langfristiges Problem dar. Neben liquiden Mitteln bevorzugen institutionelle Investoren erstklassige Staatsanleihen (und ähnliche) zur Sicherheitenstellung. Während der Derivatemarkt (v. a. Zins- und Währungs-Swaps) kontinuierlich wächst, nimmt die Verfügbarkeit von Wertpapieren erstklassiger Qualitäten (nur solche können den Status der Besicherung erfüllen) ab – auch einige Länder aus dem Kreis der qualitativ besten Staatsanleihen-Emittenten mussten in den letzten Jahren Ratingherabstufungen hinnehmen (z. B. USA und Frankreich). Zusätzlich zwingt der Regulator Banken und Versicherungen zum Halten von Staatsanleihen, die bei der EZB in Repo-Geschäfte einlieferbar sind oder direkt von ihr gekauft werden. Es kommt also zu einer regulatorisch bedingten Verknappung von Staatsanleihen, die durch das Ankaufprogramm der EZB (ein ähnliches Phänomen ist in den USA zu beobachten) noch verschärft wird.

Eine wichtige Rolle spielt in diesem Zusammenhang die laxen Geldpolitik der EZB. Sie führt dazu, dass Collateral teuer geworden ist. Es ist ökonomisch wenig effizient, Staatsanleihen bei einem negativen Zinssatz zu halten, um sie als Besicherung einzusetzen. Da allerdings auch liquide Mittel nicht mehr verzinst werden, fällt dieser Nachteil aktuell nur relativ gering ins Gewicht.

Wir befinden uns also in einer Situation, in der Collateral teuer und

² European Market Infrastructure Regulation, die u. a. einen vollständigen Transfer aller OTC-Derivatepositionen in Europa auf Clearing-Häuser zum Ziel hat.



knapp ist – derweil aber eine immer wichtigere Rolle im globalen Finanzsystem zugewiesen bekommt. Die Märkte reagieren bereits mit der Entwicklung neuer Instrumente – allen voran Collateral-Swaps, mit denen Besicherung zu einem festen Satz von den Akteuren „geliehen“ werden kann, die Besicherung regulatorisch bedingt halten müssen und dadurch einen zusätzlichen Ertrag generieren können. Hochqualitative Anleihen werden also „geleveraged“ eingesetzt. Sie dienen dazu, regulatorische Anforderungen zu erfüllen und fungieren als Besicherung – zeitgleich bei zwei unterschiedlichen Akteuren.

Dieses System ist fragil und funktioniert nur unter folgenden Voraussetzungen: Hochqualitative Anleihen müssen eben diesen Status behalten, weitere Herabstufungen von Emittenten führen zu einer zunehmenden Verknappung von Collateral. Und ein Wertverfall von Besicherungen (durch einen Renditeanstieg) in Kombination mit einem Wertverfall der besicherten Assets (und der damit verbundenen Nachschusspflicht) kann dazu führen, dass Akteure Probleme bei der Lieferung von Besicherung bekommen. Das zentrale Risiko ist darin zu sehen, dass sich im Markt für Besicherung Mechanismen entwickelt haben, die in Krisensituationen Übertragungseffekte auslösen, da Besicherung ein immer wichtigerer Bewertungsparameter wird und letztlich ein immer größerer Teil des Marktes besichert wird.

Die Politik der EZB wirkt also auch hier nicht stabilisierend – im Gegenteil! In Kombination mit steigenden regulatorischen Anforderungen werden immense Risiken für das Finanzsystem geschaffen, indem man einem knappen Gut (Besicherung) die zentrale Rolle im Marktmechanismus zuweist.

Genau in dieser Situation wird offensichtlich, welche „draghischen“ Effekte das auf die Märkte haben kann: das Problem zunehmender Korrelationen. Befinden sich die Märkte in einer Krisensituation und kommen Staatsanleihen, die als Besicherung verwendet werden, unter Druck, kann das einen gleichgerichteten Effekt auf riskante Asset-Klassen haben, wenn diese aufgrund steigender Besicherungsanforderungen abgebaut werden müssen. Investoren, die Safe-Havens trotz teilweise negativer Verzinsung auch unter der Annahme halten, dass diese im Falle einer Krise positive Korrelationseffekte aufweisen, stehen im Falle einer Krise im Besicherungsmarkt vor dem Problem, dass sich diese Annahme als falsch erweisen kann: Die Korrelationen aller Asset-Klassen werden sich dann nahe 1 bewegen. Das ist umso fataler, da riskante Assets aktuell eben zu sehr hohen Bewertungen gehandelt werden – die sich v. a. auf positive zukünftige Marktentwicklungen stützen. Dieser Gedanke erklärt unseren folgenden, kleinen Exkurs zur Mutter aller Bewertungsansätze: Tobin's q .

Exkurs: Tobin's q^3 & Interpretationen

In der Praxis wird Tobins ursprünglicher Gedanke oftmals mit dem Markt-/Buchwert-Verhältnis gleichgesetzt, also dem Verhältnis zwischen Marktwert und Buchwert eines Unternehmens inklusive der Verbindlichkeiten. Ganz exakt wäre allerdings die Bestimmung von Tobin's q als den Marktwert des Unternehmens geteilt durch die Wiederbeschaffungskosten aller Vermögensgegenstände. Somit hat Tobin als erster eine faktische Größe geschaffen, die auf eine Überbewertung/Unterbewertung eines Unternehmens schließen lässt. Natürlich lässt hier die Interpretation zukünftiger Entwicklungen extrem viel Spielraum bei der Interpretation – also in Erwartung hoher zukünftiger Erträge können auch rational agierende Investoren ein $q > 1$ akzeptie-

³ James Tobin (1969): „A General Equilibrium Approach To Monetary Theory“, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 1, Nr. 1, S. 15-29.



ren.

Nach Tobin sollte der Gesamtmarkt ein q in Höhe von 1 aufweisen und es lässt sich durchaus eine gewisser „mean reversion process“ auf aggregierter Basis feststellen, auch wenn der Zyklus hier extrem lang ausfallen kann. Historisch betrachtet handelt der amerikanische Aktienmarkt zwischen einem q von unter 0,3 (Anfang der 80er Jahre) und einem q von über 1,6 Ende der 90er Jahre. Nach dem starken Rückgang im Anschluss an das Platzen der Technologie-Blase hat die positive Entwicklung der Märkte in den letzten Jahren zu einem q von 1,12 geführt (Anfang 2014), was für eine Überbewertung spricht.

USA: Tobin's q auf höchstem Stand seit Ende der 1990er Jahre

Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis



Neben der Frage der Bewertung der Aktienmärkte erlaubt aber Tobin's q auch darüber hinausgehende Interpretationen. Beispielsweise lässt sich direkt aus der Bewertungsformel der Einfluss der Niedrigzinsphase ableiten, da die Diskontrate für die Bewertung zukünftiger Cash-Flows relevant ist. Und dies gilt insbesondere für die Erwartungen zukünftiger Erträge, die ein $q > 1$ rechtfertigen können. Je niedriger der Zinssatz, desto größer wird deren aktueller Wert. Diese zugegebenermaßen triviale Feststellung gewinnt dann an Bedeutung, wenn man Unternehmen betrachtet, deren Marktwert ausschließlich über zukünftige Erträge gerechtfertigt wird – v. a. die Protagonisten der aktuell gehypten zweiten Welle der Tech-Bubble. Das erklärt natürlich, warum in der Unternehmensbewertung v. a. Ertragswertmethoden eingesetzt werden. Hier wird allerdings der Zusammenhang zwischen der Geldpolitik und den Entwicklungen in bestimmten Marktsegmenten offensichtlich.

Eine weitere Interpretation betrifft den Kreditmarkt. Wenn Unternehmen ein $q > 1$ aufweisen, kann das ja nicht nur durch das Markt-Buchwert-Verhältnis des Eigenkapitals bedingt sein, sondern eben auch durch einen im Vergleich zum Buchwert höheren Marktwert des Fremdkapitals. Falls es ausschließlich die Aktienbewertung ist, die zu einem ein $q > 1$ führt, lässt sich daraus schließen, dass „mehr“ Aktienpuffer für die vorrangigen Fremdkapitalgeber zur Verfügung steht. Betrachtet man die aktuelle Marktbewertung auf aggregierter Ebene, ist genau das der Fall. Also erst ein signifikanter Rückgang des Aktienmarktes führt zu negativen Effekten auf das Fremdkapital (im Buchwerten gedacht), was uns zu der spekulativen Aussage verleitet, dass es diesmal anders sein könnte als 2007/2008: Aktien hätten in diesem Szenario nämlich vorlaufenden Charakter zu den Kreditmärkten!



X-Asset View

Der Anfang vom Ende – die langfristige Betrachtung der Probleme Griechenlands

Ein ganz zentrales Problem in Griechenland bleibt das Bankensystem. Auch in dem Fall, dass sich eine langsame wirtschaftliche Erholung abzeichnen sollte, müssen die griechischen Banken über Jahre hinaus über die EZB (bzw. über das Target II-System) mit Liquidität versorgt werden. Die EZB hat erst Ende Mai entschieden, dass das Niveau der ELA (Emergency Liquidity Assistance) in Höhe von über 80 Mrd. Euro beibehalten wird. Das kurzfristige Problem hier ist, dass im Falle eines Zahlungsausfalls Griechenlands diese sofort zurückgezahlt werden müssen – und natürlich würde ein Zahlungsausfall der griechischen Banken ebenso beim griechischen Staat eine sofortige Zahlungsunfähigkeit auslösen, u. a. da die Banken die Hauptabnehmer kurzfristiger griechischer Schuldverschreibungen sind. Folglich ist die Lösung des Griechenland-Problems aktuell untrennbar mit der Stützung des Bankensystems verbunden und das wird auch langfristig der Fall sein.

Das Grundproblem der divergenten ökonomischen Entwicklung, den fehlenden strukturellen Voraussetzungen und die damit verbundene geringe Wettbewerbsfähigkeit der griechischen Ökonomie bleiben von diesen kurzfristigen Hilfsmaßnahmen vorerst unberührt. Solange Griechenland Mitglied in der Eurozone bleibt, kann es die notwendigen Preisanpassungen zur Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit nicht über eine Abwertung der Währung erreichen. Eine Senkung des Lohnniveaus ist wiederum aus wahltaktischen Gründen unmöglich (zumindest in der aktuellen Regierungskonstellation). Aufgrund dieser Preisstarrheit stellt sich also die Frage, wie sich die Wettbewerbsfähigkeit Griechenlands langfristig erhöhen kann? Unter diesen Voraussetzungen ist langfristig mit einer anhaltenden Diskussion bezüglich den Vor- und Nachteilen eines Grexits (die natürlich gewissen Zyklen unterliegt) zu rechnen. Deshalb ist es wenig verwunderlich, dass in den letzten Monaten mal wieder eine prominente Maßnahme in den Vordergrund gerückt ist, die eine Alternative zu den zwei Extremszenarien (Grexit und Verbleib in der Eurozone inkl. Erfüllung aller Anforderungen der Kreditgeber) darstellen soll: die Einführung einer Parallelwährung.

Die Einführung einer Parallelwährung kann in der wissenschaftlichen Diskussion wie auch in der praktischen Anwendung auf eine lange Historie zurückblicken. Im Falle Griechenlands wird sie als Mittel verstanden, um zumindest eine teilweise staatliche Souveränität zu behalten vor dem Hintergrund einer „fremdbestimmten“ Geldpolitik sowie den durch die Auflagen der Kreditgeber eingeschränkten fiskalpolitischen Spielräumen.⁴ Eine Parallelwährung könnte in Form von speziellen griechischen Schuldscheinen emittiert werden, die dann innerhalb Griechenlands die Funktion einer Währung für spezielle Güter und Dienstleistungen innehaben würde. Beispielsweise könnten damit Teile der Pensionen und Löhne gezahlt werden und somit den griechischen Bürgern das Gefühl gegeben werden, dass Syriza zu den Wahlversprechen steht.

Die Vorteile werden allgemein darin gesehen, dass Griechenland dadurch fiskalischen Spielraum gewinnt, die inländische Nachfrage ankurbelt (über Lohnerhöhungen und Steuerzahlungen in der Parallelwährung) und es zu zusätzlichen geldpolitischen Impulsen kommt, da sich die aggregierte Geldmenge in Griechenland erhöht. Um eine Parallelwährung einzuführen, bedarf es indes relativ dramatischer Einschnitte in den griechischen Bankensektor und es können auch keine Auslandsschulden damit bedient werden. Es ändert nichts daran, dass Strukturreformen notwendig sind, sondern nimmt mög-

⁴ Diese Auffassung wird u. a. von Thomas Mayer vertreten, vgl. http://www.fvs-ri.com/files/parallel_currency_for_greece_1.pdf.



licherweise in der Konsequenz den Druck von der Regierung diese kurzfristig umzusetzen. Es erfordert die Einführung von Kapitalkontrollen (bspw. über die auch kürzlich vorgeschlagene Einführung einer Transaktionssteuer für Bankgeschäfte) und damit auch die partielle Aufgabe eines der Grundprinzipien der Eurozone: freier Kapitalverkehr. Es gibt außerdem fatale Beispiele für die negativen Effekte einer Parallelwährung (wie gerade in Venezuela zu beobachten) und uns ist kein Beispiel bekannt, in dem innerhalb einer Währungsunion eine Parallelwährung erfolgreich eingeführt wurde. Es bleibt eine philosophische Diskussion, ob die Einführung einer Parallelwährung einem Grexit vorzuziehen ist – es ist aber faktisch zweifelsfrei, dass sie in keiner Weise eine Lösung der ursächlichen Probleme Griechenlands darstellt.

Das Ende vom Anfang – die kurzfristige „Lösung“ des Griechenland-Problems

Es ist fast müßig, etwas Aktuelles über Griechenland zu schreiben, da beim Verfassen dieser Zeilen diese schon wieder veraltet sein können. Aber nachdem Griechenland sogar die Kassen der Botschaften und anderer staatlicher Einrichtungen angezapft hat, wird letztlich im Juni die Unfähigkeit zur Bedienung der Kredite unabwendbar. Außer, Griechenland einigt sich mit seinen Kreditgebern. Und genau das kann der IWF tun. Der IWF kann die Zahlung der fälligen Forderungen aufschieben, womit das Damoklesschwert eines Zahlungsausfalls Anfang Juni erstmal verschoben wird. Und es zeichnet sich ab, dass sich unsere Prognose aus dem letzten Newsletter zu bestätigen scheint: Es wird zu einer kurzfristigen Konsenslösung kommen, die langfristig nicht aufrechtzuerhalten ist. Griechenland kommt der EU entgegen und versucht das gesichtswahrend zu tun. Dazu gehören Zugeständnisse beim Primärhaushalt, es verpflichtet sich zur Beschränkung von Fiskalausgaben, reformiert das Pensionssystem und führt zusätzliche Steuern ein. Das sind genau die Maßnahmen, die bereits seit fünf Jahren im Raum stehen. Es macht fast den Eindruck, dass sich Griechenland an König Otto I. erinnert und gemäß seiner Wurzeln nach dem bayrischen Bonmot „nur ned hudeln“ handelt. Europa hat dann in der Außenwirkung klar gemacht, dass die Auszahlung der bereits beschlossenen Hilfskredite nur gegen Reformen gewährt wird. Es scheint jedoch sehr wahrscheinlich zu sein, dass nach Ablauf des zweiten Hilfspakets ein drittes zu erwarten sein wird. Dort wird – wie nicht anders zu vermuten – neu verhandelt werden und wir warten jetzt schon auf die Schlagzeilen, die sich vermutlich wie eine Kopie der aktuellen lesen werden. Die Halbwertszeit der Lösungen nimmt ab und Griechenland bleibt Thema für die nächsten Jahre.

Es ist durchaus bemerkenswert, dass sich Syriza erst kürzlich mit 95:75 Stimmen gegen die sofortige Einstellung des Schuldendienstes ausgesprochen hat. Europa ist also 11 Parlamentariern zu Dank verpflichtet, dass Griechenland nicht sofort zahlungsunfähig ist. Hier ist das zentrale Risiko zu sehen. Was immer Syriza auch verspricht – es wird nicht möglich sein beides einzuhalten: die Zusagen an die Geldgeber und die Wahlversprechen.

Ein offensichtlicher Effekt dieser Politik ist bereits in der gesamten europäischen Peripherie zu spüren: Der Linksruck in den Krisenländern (jüngst zu beobachten in Spanien) setzt sich fort und die Stabilität der Eurozone wird weiter abnehmen. Und das ist eben auch in den Entwicklungen einiger Nettozahlerländer spürbar. Man muss das Referendum in Großbritannien über einen Brexit nicht als direkten Effekt der Grexit-Diskussion verstehen, aber es scheint zumindest einleuchtend, dass die Ergebnisse des Brexit-Referendums von der Glaubwürdigkeit einer Lösung des Griechenlands-Problems beeinflusst werden.



Strategische Positionierung: Viel besser wird's nicht mehr in diesem Zyklus

Auch wenn die Märkte in den nächsten Wochen bei Meldungen bezüglich Griechenland noch etwas zucken werden, gewinnen andere Themen mittelfristig an Bedeutung. Uns macht seit längerer Zeit die nachlassende Emissionsqualität gerade im zurzeit so populären High Yield-Segment Sorge. Hierbei haben wir es mit einem globalen Phänomen zu tun, was bei genauer Betrachtung der Emissionsprospekte in den USA und auch in Europa gleichermaßen offensichtlich wird. Es handelt sich in der Regel um Klauseln, die die Rechte der Anleihekäufer in dem Fall schwächen, dass es zu M&A- oder LBO-Transaktionen kommt. Und genau diese nehmen in der aktuellen Phase des Zyklus stark zu (wir berichteten darüber im letzten Newsletter). In Kombination mit den sehr engen Spread-Niveaus angesichts der Beliebtheit von Credits in Niedrigzinsphasen werden aktuell die Grundlagen dafür gelegt, dass bei einer zyklisch bedingten Spread-Ausweitung die Amplitude der Bewegungen sehr viel ausgeprägter sein wird.

Es werden wiederum massive Positionen im Derivatemarkt aufgebaut, die ebenfalls auf die aktuelle Niedrigzinsphase zurückzuführen sind. Einerseits sind die Kosten für „Leverage“ im Markt aktuell sehr niedrig, das heißt es gibt wieder sehr viel mehr Produkte, die nur deshalb ausreichend Rendite abwerfen, da sie stark gehebelt sind. CVA-Tische bei Banken, die für das Management von Kontrahentenrisiken zuständig sind, müssen bei starken Renditebewegungen massive CDS-Positionen handeln. Der Hintergrund hierfür ist der, dass Banken als Emissionshäuser für europäische Staatsanleihen feste Kuponzahlungen, welche Länder auf Staatsanleihen leisten müssen, in variable Zahlungen swappen. Dabei stellen Staaten keinerlei Collateral. Also immer dann, wenn starke Renditebewegungen auftreten, bauen Banken große Positionen in Länderrisiko auf und ab – dementsprechend müssen sie ihre Absicherung in Form von Staaten-CDS kontinuierlich anpassen.

Diese auf den ersten Blick sehr technisch anmutenden Entwicklungen sind für den aktuellen Stand im Zyklus charakteristisch und werden von den Marktteilnehmern offensichtlich akzeptiert. Das Problem tritt erst dann zu Tage, wenn aus fundamentalen Gründen der Kreditzyklus dreht. Und genau hier ist das Problem. Die Finanzmärkte diskontieren auch angesichts der günstigen Verfügbarkeit von Liquidität eine zu positive Sicht der fundamentalen Entwicklungen, während sich die Risiken (eben auch technisch bedingt) kontinuierlich erhöhen. Man darf hier durchaus auf die Jahre 2005-2007 verweisen.

Wir sehen deshalb eine hohe Wahrscheinlichkeit dafür, dass sich die Kreditmärkte gerade in der Nähe ihres zyklischen Hochs (Spread-Tiefs) befinden und würden diesen aktuell einen nachlaufenden Charakter gegenüber den Aktienmärkten unterstellen (siehe Exkurs). Im letzten Newsletter hatten wir ja den „grandiosen“ Spruch, dass es in diesem Jahr wohl der April (und nicht der Mai) war, in dem man verkaufen sollte. Auch längerfristig gesehen würde es uns wenig überraschen, wenn sich diese Strategie als nicht ganz unsinnig herausstellt. Angesichts seines überraschenden Todes schließen wir diesmal mit einem Zitat von John Forbes Nash, Jr.⁵: „There are things that tend to moderate with age. Schizophrenia is somewhat like that.“ Auf Gier trifft dies wohl eher nicht zu.

⁵ †23. Mai 2015. In Gedenken an einen brillanten Mathematiker und sein Vermächtnis an die Ökonomie (Das Nash-Gleichgewicht) in Ehren haltend. Zum Nachlesen im Original: http://www.princeton.edu/mudd/news/faq/topics/Non-Cooperative_Games_Nash.pdf



Forecast-Tabelle

- ? = „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	o
IG CDS	-	-	--	--
HY Cash	--	--	--	--
HY CDS	--	--	--	--
Fin Cash	-	-	--	--
Fin CDS	--	--	--	--
Staatsanleihen				
AAA/AA	o	o	o	o
Peripherie	-	-	-	-
iTraxx SovX WE	-	-	-	-
Volatilität (long)	+	++	++	++
Euro-Aktien	-	--	--	--

* Schon wieder Ramones – aber die Analogie ist so passend: zu finden auf der Metal-lastigen „Halfway to Sanity“ - LP (1987).



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