

02 NOV 2016

#30

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

Devil in Disguise*

>>You fooled me with your kisses
You cheated and you schemed
Heaven knows how you lied to me
You're not the way you seemed<<

DEVIL IN DISGUISE*

Die Spekulation auf eine Ausweitung des Kaufprogramms der EZB ist aktuell der entscheidende Faktor für die Finanzmärkte. Und die EZB nimmt auf diesen eine immer entscheidendere Rolle ein. Deshalb widmen wir uns hier nochmal den teilweise abstrusen Entwicklungen in der Geldpolitik, um uns dann der spannenden Frage zuzuwenden, welche Folgen die aktuelle Popularität protektionistischer Maßnahmen haben kann. Unserer Meinung nach liegt die größte Gefahr in den Märkten weiterhin in den Ausschweifungen der Zentralbanken. Hier wiederum erwarten immer mehr Marktteilnehmer bis Ende des Jahres die Verkündung „neuer“ Instrumente von Seiten der EZB. Ein Ende der ultralockeren Geldpolitik oder sogar schon einen Stagnation auf hohem Niveau würde indes einen starken Anstieg der Risikoprämien nach sich ziehen. Die EZB ist also so etwas wie der *Devil in Disguise*: „You fooled me with your kisses ...”

Nonstop Nonsens: Die Geldpolitik der EZB

Palim, Palim ... eine Flasche Pommes bitte¹

Die Diskussionen über die Sinnhaftigkeit des Kaufprogramms der EZB bringen inzwischen keine neuen theoretischen Erkenntnisse mehr und die Argumente der Befürworter und der Gegner sind bekannt. Deshalb betrachtet der Markt vor allem die Effekte der Kaufprogramme, wobei das CSPP, der Kauf von Unternehmensanleihen, unter besonderer Beobachtung steht. Die Meldung, dass sich die EZB durch ihre Aktivität das Universum maßnahmenkonformer Anleihen selbst immer weiter einschränkt, wurde teils mit Belustigung aufgenommen. Der Hintergrund hierfür ist, dass sich die EZB eine Mindestrendite beim Anleihenkauf gesetzt hat (0,4 %). Nun unterschreiten immer mehr Unternehmensanleihen diese magische Grenze und können somit nicht mehr von der EZB gekauft werden. Treue EZB-Fans würden argumentieren, dass dies die Effizienz der Maßnahme reflektiert. Realistische Beobachter würden die Frage aufwerfen, wo die realwirtschaftlichen Effekte bleiben und in Frage stellen, ob die Politik der EZB irgendwelche Wirkungen, außer Vermögenswerte zu inflationieren, mit sich bringt.

Über ihr gesamtes Kaufprogramm hat die EZB bereits Anleihen im Marktwert von mehr als 1,3 Billionen Euro gekauft – ein durchaus stattlicher Wert und sie ist damit zusammen mit der Bank of Japan führend im globalen Kaufwettbewerb der Zentralbanken. Dagegen nimmt sich das Volumen des CSPP mit knapp 34 Mrd. Euro bis Mitte Oktober bescheiden aus. Relativ betrachtet ist dies allerdings immens groß und die EZB hat längst die dominierende Rolle im europäischen Investment Grade-Segment eingenommen. Wir denken, dass die zentralen Probleme in zwei Dimensionen der Fehlallokation liegen:

1. Durch die Aktivitäten werden viele Investoren in andere Marktsegmente gedrängt – vornehmlich in den europäischen und amerikanischen HY-Markt. Dort finden sich zwar absolut betrachtet weitaus höhere Renditen, allerdings muss dafür ein sehr viel höheres Risiko in Kauf genommen werden. Genau dann also, wenn die Ausfallraten steigen und Verwertungsquoten fallen (das entspricht zumindest den Erwartungen aller Rating-Agenturen),

¹ Der Humor der späten 1970er Jahre ... und da heißt es immer, die Deutschen wären humorlos! <https://www.youtube.com/watch?v=iZN0k7upy7A>



- nimmt die Nachfrage nach HY-Risiko zu und folglich die HY-Renditen ab.
2. Firmen werden durch die extrem günstigen Refinanzierungskosten dazu angehalten zu investieren, was ja genau das Ziel der EZB ist. Allerdings hat die EZB keinen Einfluss auf die Art der Investition. Dürfte es sich die EZB wünschen, würden Unternehmen ihre Anlageinvestitionen und dadurch ihre Produktion und Beschäftigungsnachfrage erhöhen. Dies allerdings setzt voraus, dass es nicht nur einen Refinanzierungs-, sondern auch einen realwirtschaftlichen Anreiz gibt. Und solange die realwirtschaftlichen Effekte der EZB-Politik moderat bleiben, ist eine Produktionsausweitung nicht zu erwarten. Folglich besteht die Gefahr, dass Firmen ihre Investitionen nicht signifikant erhöhen, sondern sich in andere Alternativen flüchten, bspw. in Unternehmenskäufe. Deren Beitrag zu realwirtschaftlichem Wachstum ist in der Regel beschränkt und meist nur langfristiger Natur: Kurzfristig sind eher negative Effekte zu erwarten (z. B. durch Entlassungen aufgrund von Effizienzsteigerungen).

Das Risiko von Fehlallokationen als logische Konsequenz des CSPP kann letztlich auch als klassischer Diskurs der Angebots- und Nachfragepolitik dargestellt werden. Die Emission neuer Anleihen von Seiten der Unternehmen ist nicht getrieben durch einen steigenden Kapitalbedarf aufgrund realwirtschaftlich getriebener Investitionsanreize. Ausschließlich die steigende Nachfrage von Seiten der EZB ist für die Rekordvolumina am Primärmarkt verantwortlich. Und wenn die Nachfrage stark genug ist, sind durchaus Maßnahmen relativ überschaubarer Effizienz denkbar: Wenn es nachgefragt wird – und hiermit schließt sich der Kreis zu unserer Einleitung – werden eben auch Pommes in Flaschen angeboten. Deren realwirtschaftlicher Effekt sollte sich allerdings in Grenzen halten.

Die Kuh Elsa²: Slapstick-Momente der EZB

Die EZB ist sich sehr bewusst, dass ihre aktuelle Geldpolitik potentielle negative Effekte mit sich bringt, wobei einer der prominentesten Kritiker die „Mutter aller Zentralbanken“, die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS), ist und dies auch regelmäßig veröffentlicht.³ Wir möchten uns im Folgenden auf zwei Risiken konzentrieren, die abseits der viel diskutierten ökonomischen Wirkungsmechanismen einer ultralockeren Geldpolitik zu finden sind.

Auf der einen Seite steht die mangelnde Abstimmung mit anderen regulativen Maßnahmen. In der klassischen monetären Ökonomie wird von vollkommenen Märkten und einer nicht manipulierten Preisbildung ausgegangen. Beides ist aktuell in Europa nicht der Fall. Der Einfluss der Regulierung des Finanzsektors (u. a. Basel III und Solvency II), die Anforderungen an Banken abgeleitet aus dem BRRD, aber auch die Etablierung von Handelsbeschränkungen bei OTC-Derivaten (EMIR) oder Besicherungsanforderungen von Derivategeschäften haben einen Einfluss auf die Preisbildung an den Finanzmärkten und somit indirekt einen Einfluss auf die Effizienz geldpolitischer Maßnahmen. Folgendes, von uns mehrfach beschriebenes Phänomen verdeutlicht diese Situation: Wie viele ihrer europäischen Pendanten rentieren kurzlaufende italienische Staatsanleihen approximativ bei null. Zweijährige BTPS beispielsweise handeln seit Mitte 2015 zwischen 0,1 % und -0,1 %, während gleichzeitig die korrespondierende Kreditrisikoprämie (der 2-jährige CDS) zwischen 0,5 % und 1 % handelte. Mitte Oktober liegt die Bewertung bei -10 bp für 2y

² Bei diesem Sketch geht es darum, dass ein anfänglich überschaubares Problem sich peu à peu als Katastrophe entpuppt. Mögliche Übereinstimmungen mit der Politik der EZB sind rein zufällig: https://www.youtube.com/watch?v=I11C_q8QOVU

³ Bspw. In ihrem letzten BIS Quarterly Review, September 2016, in dem sie die Auswirkungen der Niedrigzinspolitik auf den Bankensektor diskutiert: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1609.pdf



BTPS und 85 bp für 2y CDS. Diese vollkommen abstruse Relation (das Kreditrisiko ist ökonomisch betrachtet ein Teil der Rendite von Staatsanleihen) ist v. a. der Tatsache geschuldet, dass der Preis für BTPS durch die Käufe der EZB einen nicht risikoneutralen Wert annimmt und zusätzlich die steigenden Besicherungsanforderungen zu einer technisch bedingten, verstärkten Nachfrage von Staatsanleihen (durch deren Charakter als Besicherungsinstrumente) führen. Nun kann man natürlich der Idee anheimfallen, diese Preisrelation durch den Verkauf von teuren Staatsanleihen und dem gleichzeitigen Verkauf von Kreditausfallversicherung zu arbitrieren. Hierfür müsste man über ein Repo-Geschäft die Anleihe leihen und sofort verkaufen, was technisch keinerlei Problem darstellt. Allerdings liegen die Leihesätze auf so hohem Niveau, dass ein Großteil des Arbitrage-Gewinns hierfür aufgezehrt wird. Es bestehen aktuell viele Beispiele von relativen Preisverwerfungen, die insbesondere die Wirkungen regulatorischer Eingriffe reflektieren, wobei die am meisten diskutierten die regulatorischen Eingriffe in das Bankensystem darstellen. Wenn die EZB den Banken günstige Liquidität zur Verfügung stellt, führt diese nicht automatisch zu einer verstärkten Kreditvergabe, wenn gleichzeitig erhöhte Eigenkapitalanforderungen diesen gewünschten Effekt konterkarieren. Das teilweise erstaunliche hierbei ist, dass diese regulatorischen Eingriffe aus demselben Hause (der EZB in ihrer Rolle als obersten Bankenaufseher Europas) wie die Geldpolitik kommen. Man kann das wohlwollend als Zeichen gut funktionierender „Chinese Walls“ interpretieren oder weniger wohlwollend als Ausdruck mangelnder Kooperation.

Ein weiteres Risiko abseits der ökonomischen Effekte der Geldpolitik liegt in den aktuell sehr hohen Event-Risiken. Man kann darüber streiten, ob die EZB alle Effekte ihrer geldpolitischen Maßnahmen konsequent durchdacht hat. Aber sie hatte zumindest die Kenntnis der theoretischen Zusammenhänge. Das jüngste Beispiel hierfür war das Rating Review Portugals durch die Rating-Agentur DBRS. Eine der Bedingungen für den Kauf von Staatsanleihen im Rahmen des Kaufprogramms der EZB bezieht sich auf das Rating derselben. Um konform mit dem Kaufprogramm zu sein, muss mindestens eine der vier relevanten Rating-Agenturen (S&P, Moody's, Fitch, DBRS) ein Investment Grade-Rating vergeben. DBRS war die einzige Gesellschaft, die dies bisher für Portugal getan hat und somit die Rechtfertigung der EZB, portugiesische Staatsanleihen zu kaufen. Letztlich wurde diese Ratingeinstufung der DBRS im Oktober bestätigt und somit gab es hier keine negativen Auswirkungen auf die Aktivitäten der EZB in Anleihen Portugals. Aber dieser Vorgang zeigt deutlich, wie abhängig sich die EZB inzwischen von Entwicklungen, die nicht in ihrer Hand liegen, gemacht hat und welchen Event-Risiken sie ausgesetzt ist. Man kann natürlich argumentieren, dass die EZB einen Weg gefunden hätte, das Rating-Kriterium zu umgehen. Allerdings wäre dies mit einem weiteren Vertrauensverlust der Investoren einhergegangen und des Weiteren hätte dies wahrscheinlich nicht verhindert, dass in einer ersten Reaktion Risikoprämien auf portugiesische Staatsanleihen stark angestiegen wären.

Die Krux dieser beiden Beispiele neuartiger Risiken für die EZB (und damit auch für die Realwirtschaft und die Finanzmärkte) liegt darin, dass diese stetig zunehmen, je länger die EZB ihre Politik der Marktmanipulation aufrechterhält. Genau diesem Problem widmen wir den nächsten Abschnitt.

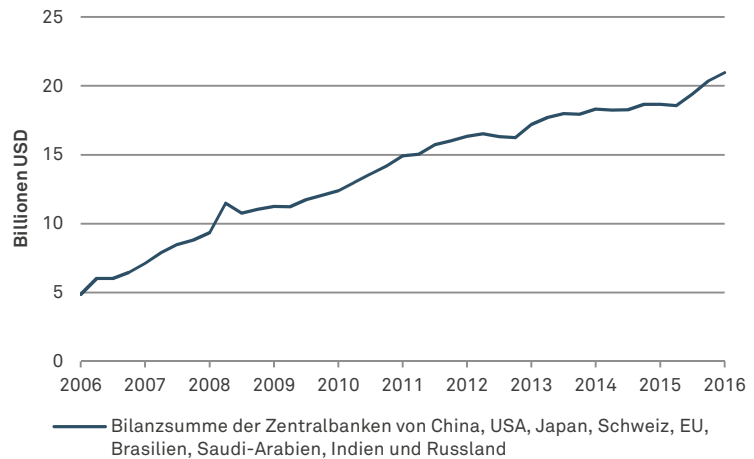


„Hach, ist das aufregend!“⁴ oder was die EZB mit der Staatsbank der DDR verbindet

Es wird einfach nicht weniger ...

Quelle: Bloomberg, IMF

Der gemeine Investor neigt in den letzten Jahren vermehrt dazu, die globale Geldpolitik als „sozialistisch“ zu bezeichnen. Das entspricht in letzter Konsequenz natürlich nicht den ökonomischen Fakten. Aber auch ohne Verschwörungstheorien anzuhängen, darf die aktuelle Situation als so außergewöhnlich betrachtet werden, dass dieser Vergleich zumindest einer Analyse bedarf. In folgender Abbildung wird die Dramatik der globalen Geldpolitik verdeutlicht: Die von den zehn größten Zentralbanken gehaltenen Vermögenswerte (alle Arten von Anleihen, aber teilweise auch Aktien) haben sich in den letzten Jahren mehr als verdreifacht – und ein Ende der Entwicklung ist aktuell nicht absehbar.



Die Tatsache, dass Zentralbanken direkt in den Markt eingreifen, ist indes kein neues Phänomen. Allerdings ist die Massivität dieser Eingriffe beängstigend. Und genau diese hat auch zu den Effekten auf die globalen Renditen und Risikoprämien geführt, die nun diejenigen als Argument dafür sehen, dass der Marktmechanismus durch eine sozialistische Preisfindung auf höchster Ebene abgelöst wurde. Vergleicht man beispielsweise die Aufgabenstellung der Staatsbank der DDR, war diese nicht nur zuständig für den gesamten in- und ausländischen Zahlungsverkehr, sondern eben auch für den Kauf von Wertpapieren und für die Vergabe von Krediten an die Volkseigenen Betriebe. Zieht man also diese Kriterien heran, muss sich die EZB durchaus den Vorwurf sozialistischer Politik gefallen lassen.

Das unserer Ansicht nach zentrale Problem liegt darin, dass die Effekte der ultralockeren Geldpolitik bereits so starke Verwerfungen nach sich ziehen, dass diese wiederum politisch bekämpft werden. Das jüngste Beispiel hierfür stellt der deutsche Gesetzesentwurf zur Bekämpfung der Immobilienblase dar. Durch direkte Eingriffe in Kreditvereinbarungen wird nun versucht, das Volumen von Immobiliendarlehen und folglich die Nachfrage nach Immobilien zu begrenzen. Dies sollte einen dämpfenden Effekt auf die Preisentwicklung haben. Hierzu wird u. a. die Einführung einer Obergrenze für den Fremdfinanzierungsanteil und die Festlegung eines Mindestrückzahlungsbeitrags, um tilgungsfreie Darlehen zu unterbinden, vorgeschlagen. Auch diskutiert wird darüber, eine Grenze für die Schuldentragfähigkeit des Kreditnehmers gesetzlich vorzuschreiben. Nun kann man diskutieren, ob diese Maßnahmen notwendig und zielführend sind (beides lässt sich bezweifeln), sie stellen aber auf jeden Fall einen Eingriff in die Vertragsfreiheit privater Wirtschaftssubjekte dar und dies kann eindeutig als sozialistisches Politikinstrument bezeichnet werden!

Kreditvergabekriterien festzulegen muss in einer Marktwirtschaft die Aufgabe des Bankensektors sein. Und private Haushalte damit von

⁴ Didi im Stadion: https://www.youtube.com/watch?v=7iaScDQoh_Y



Immobilienkäufen abzuhalten, da in einem extrem heterogenen Markt in bestimmten Teilsegmenten eine Preisblase vermutet wird, widerspricht jeglicher marktwirtschaftlicher Logik. Die Effekte solcher Eingriffe sind indes auf europäischer Ebene stark wettbewerbsverzerrend. Während Banken auf dem deutschen Immobilienmarkt einen Geschäftsrückgang zu verzeichnen haben, bleibt der Rest Europas unbehelligt. Das ist natürlich v. a. ein Problem für den deutschen Bankensektor, der angesichts verschärfter Regulierungsbestimmungen im Immobilienmarkt nach wie vor eigenkapitaleffiziente Erträge erwirtschaften kann. Hier wird wieder einmal das zentrale Problem der Krisenbekämpfung deutlich: Es findet keine Bekämpfung der Ursachen, sondern einzig der Effekte statt. Die Ursache ist indes offensichtlich in der Geldpolitik der EZB zu finden. Falls diese ihre ultralockere Geldpolitik beibehält, werden die Immobilienpreise weiter steigen und Immobilienkäufe weiterhin ertragreich sein. Beendet sie wider Erwarten die Zeit des billigen Geldes, werden die Konditionen für Immobiliendarlehen unattraktiver, was die Nachfrage nach Immobilien reduziert. Hierbei kann es natürlich dazu kommen, dass in dieser Situation ein Teil der Darlehensnehmer, die gerade eine Anschlussfinanzierung benötigen, diese letztlich nicht mehr bedienen können. Und somit kann es zu Zwangsversteigerungen kommen. Wenn allerdings der Gesetzgeber jetzt nach der Bankenrettung auch noch anfängt, private Haushalte zu retten, befinden wir uns durchaus in einer Art Planwirtschaft.

Fazit: Die EZB wird diese Effekte genau beobachten und es sollte nicht überraschen, wenn der politische Druck auf die EZB weiter zunimmt. Es ist indes schwer vorstellbar, dass die EZB eine Abkehr von ihrem geldpolitischen Kurs offiziell propagiert. Allerdings sinkt der Anreiz, Maßnahmen aufrechtzuerhalten, die sich bisher als weitestgehend nutzlos erwiesen haben. Sollten sich auch in 2017 keine realwirtschaftlich positiven Effekte einstellen, rückt ein Auslaufen der Kaufprogramme näher. Das würde zumindest einen temporären Anstieg der Renditen in der Eurozone nach sich ziehen.

Globalisierung vs. Protektionismus

Vor dem Hintergrund der zunehmenden Schiefe der globalen Vermögensverteilung tobt seit einiger Zeit die Diskussion, ob die positiven Effekte der Globalisierung nur reines neoklassisches Wunschdenken widerspiegeln. Die Vorteile des freien Handels und integrierter Kapitalmärkte waren seit den 1970er Jahren ein politisches Mantra, welches sich in vielen Entwicklungen, nicht zuletzt in der Schaffung der Europäischen Union, manifestiert hat. Die Globalisierung wird nun aber dafür verantwortlich gemacht, dass die Wohlverteilung weiter divergiert – das gilt international wie auch national. Diesem Thema hat sich die Politik in jüngster Zeit angenommen und spricht sich immer unverblümt für den Aufbau von Handelshemmnissen und der Abschottung der eigenen Volkswirtschaft gegenüber Einflüssen von außen (z. B. auch in der Migrationsdebatte) aus.

Die jüngsten Entwicklungen in Europa spiegeln diesen Trend wider. Die Farce bezüglich des CETA-Abkommens, bei dem 3,6 Mio. Wallonen den 500 Mio. Menschen zählenden Wirtschaftsraum der Europäischen Union blockieren können, lässt natürlich gewisse Zweifel bezüglich des Konstruktionsprinzips großer Wirtschaftsräume mit nationalstaatlichem Veto-Recht aufkommen. Die offene Drohung Großbritanniens mit Steuerdumping auf den potentiellen Verlust von Freiheitsrechten als Folge des Brexit zu reagieren, ist ein offener Affront gegen jegliche marktwirtschaftliche Logik und eine besonders rigide Art der „beggar my neighbour“-Politik, die auch in den 1970er Jahren so nicht vorgekommen ist.

Es lassen sich unzählige Beispiele auflisten – alle jedoch deuten klar darauf hin, dass ein gewisser ideologischer Trend hin zu mehr Protek-



tionismus um sich greift. Vor diesem Hintergrund erscheint es uns nicht unwichtig, die Risiken dieser Entwicklung aufzuzeigen. Betrachtet man die Welt als Ganzes und auch die Europäische Union im Speziellen, sind die positiven Wohlfahrtswirkungen offener Märkte schwer zu ignorieren. Allerdings stellen der freie Güter-, Produktionsfaktoren- und Kapitalverkehr keine Garantie dafür dar, dass der dadurch geschaffene Wohlfahrtsgewinn paritätisch verteilt wird. Dies ist wiederum Aufgabe der Verteilungspolitik innerhalb eines Wirtschaftsraums. Hier zeichnet sich allerdings keinerlei struktureller Wandel ab, wie bspw. auch die Diskussion über die Neuregelung der Erbschaftssteuer in Deutschland zeigt. Schränkt man nun die Globalisierung durch protektionistische Maßnahmen ein, führt das in erster Linie zu einem gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtsverlust – es gibt also weniger zu verteilen und nicht mehr! Die Annahme, dass weniger Wohlfahrt „gerechter“ verteilt werden kann als mehr Wohlfahrt, ist gelinde gesagt ökonomischer Nonsens, aber offensichtlich eine starke Waffe der Populisten. Um nicht allzu sehr in die Politik abzudriften, möchten wir im folgenden Exkurs eine Alternative aufzeigen und diese mit einer Hommage an die diesjährigen Wirtschaftsnobelpreisträger verbinden.

Exkurs:
Wie man effiziente Verträge gestaltet und ob der Staat am Kapitalmarkt aktiv sein soll

Die diesjährigen Träger des Wirtschaftsnobelpreises, Oliver Hart und Bengt Holmström, wurden für ihre Beiträge zur Vertragstheorie als Teilbereich der Principal-Agent-Theorie ausgezeichnet. Hierbei wird mathematisch beschrieben, wie Wirtschaftssubjekte angesichts von Informationsasymmetrien oder aufgrund individueller Risikoneigungen Entscheidungen treffen. Die Idee dahinter ist, Verträge jeglicher Art so zu gestalten, dass ein Wohlfahrtsmaximum erreicht werden kann. Hierbei geht es um sehr anwendungsnahe Phänomene, wie bspw. die Gestaltung von Bonuszahlungen für Banker, aber auch die Vertragsgestaltung in semi-staatlichen Bereichen, wie bspw. im Gesundheitswesen. Vor dem Hintergrund der oben diskutierten Themen wollen wir hier im Speziellen auf zwei Paper hinweisen, von denen man sich wünscht, dass sie von den europäischen Institutionen gelesen worden wären (was wir nicht ausschließen können, aber angesichts der realen Umsetzung vieler Verträge für unwahrscheinlich halten). Oliver Hart hat bereits Anfang der 1980er Jahre untersucht, wie die Management-Ineffizienzen („managerial slack“) in einem vollkommenen Wettbewerb automatisch reduziert werden.⁵ Die Idee dahinter basiert darauf, dass ein Gleichgewicht unter vollkommenem Wettbewerb ein Pareto-Optimum darstellt. Ein Grund hierfür liegt in der erzwungenen „Disziplin“, im Wettbewerb Kosteneinsparungen zu maximieren und die maximale Produktionsauslastung zu erreichen. Im Artikel werden zwei Unternehmen gegenübergestellt: eine klassische Eigentümerstruktur, die natürlicherweise gewinnmaximierend handelt und eine „gemanagte“ Firma. Deren Manager verfolgen eigene Ziele, die nicht unbedingt mit der Gewinnmaximierung für die Eigentümer im Einklang stehen. Hart zeigt, dass im Falle sinkender Inputkosten (welche alle Wettbewerber betreffen) gewinnmaximierende Firmen expandieren, was fallende Preise für das hergestellte Produkt nach sich zieht. Nicht gewinnmaximierende Firmen kommen dadurch unter Druck und dies reduziert den „Spielraum“ für das Management, eigene Ziele zu verfolgen. Folglich ist der „managerial slack“ in einem Wettbewerbsumfeld niedriger als bspw. im Falle nicht gewinnmaximierender Monopolunternehmen. Diese Erkenntnis mag banal klingen, aber die mathematische Beschreibung dieses Mechanismus erlaubt es, individuelle Verträge so zu gestalten, dass Wohlfahrtsgewinne entstehen. Betrachtet man nun beispielsweise die Subventionspolitik innerhalb der EU (bspw. die Allokation der Gelder aus dem Strukturfonds), stellt sich das Problem asymmetrischer Informationen und einer nicht

⁵ Hart, O. D. (1983): The Market Mechanism as an Incentive Scheme, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 14, No. 2, S. 366-382.



pareto-kompatiblen Anreizstruktur der Empfänger. Würde man hier Elemente der Vertragstheorie berücksichtigen, wären Wohlfahrtsgewinne möglich.

Der andere Preisträger, Bengt Holmström, hat sich zusammen mit Jean Tirole (Nobelpreis 2014) mit einem Thema beschäftigt, das die EZB interessieren könnte: nämlich der Frage, ob staatlich bereitgestelltes Kapital wohlfahrtssteigernd wirkt.⁶ Das wäre dann der Fall, wenn privat bereitgestellte Liquidität nicht genügt, um eine effiziente Produktion (und somit volkswirtschaftliches Angebot) zu gewährleisten. Holmström und Tirole zeigen, dass in Phasen ohne Liquiditätsschocks die private Bereitstellung von Kapital ausreichend ist, um den aggregierten Kapitalbedarf aller Unternehmen zu decken, wobei durch die Einführung von Intermediären (im Sinne von Banken) wiederum sogar jedes einzelne Unternehmen seinen Kapitalbedarf decken kann. Im Falle von generellen Liquiditätsschocks (die alle Firmen betreffen) hingegen entstehen negative Effekte auf den Produktionsprozess, da nicht genügend privates Kapital zur Verfügung gestellt werden kann. In diesem Fall kann der Staat eine Pareto-Verbesserung erreichen, indem er Firmen zusätzliches Kapital bereitstellt.

Die für uns relevante Erkenntnis aus dieser Idee liegt darin, dass ein funktionierender Kapitalmarkt auch vertragstheoretisch ausreichend ist, um eine pareto-effiziente gesamtwirtschaftliche Produktionsfunktion zu gewährleisten. Staatliche Eingriffe sind nur dann effizient, wenn alle Unternehmen simultan einen erhöhten Kapitalbedarf haben. Die Rolle des Staates muss also in erster Linie sein, einen friktionslosen Kapitalmarkt bereitzustellen, auf dem private Investoren ohne Einschränkung agieren können.

Was kann man aus diesem sehr rudimentären Ausflug lernen? Das Problem in Europa liegt hauptsächlich darin begründet, dass die europäischen Institutionen ineffizient arbeiten. Das betrifft einerseits die Abstimmungsmechanismen ebenso wie das Problem nationaler Zustimmungserfordernisse. Die Struktur der Entscheidungsfindung – anders ausgedrückt die Vertragsgestaltung – ist nicht pareto-effizient. Folgt man weiter den oben beschriebenen Mechanismen, stellt sich außerdem die Frage nach der Funktionsfähigkeit des europäischen Kapitalmarktes, der durch viele regulatorische Einschränkungen eben auch nicht den Charakter eines freien Marktes aufweist. Das wäre allerdings erforderlich um eine effiziente Allokation des Kapitals zu ermöglichen.

Diese v. a. strukturellen Probleme innerhalb der EU führen in letzter Konsequenz zu der aktuellen Situation, dass die Vorteile des freien Wettbewerbs in einem großen Wirtschaftsraum in den Hintergrund rücken und die Forderung nach protektionistischen Maßnahmen zunehmen. Im geschichtlichen Kontext ist die EU ein junges Gebilde und natürlich legt die Komplexität einer Wirtschafts- und Währungsunion nahe, dass es einer langen Entwicklungsphase bedarf, bis alle strukturellen Probleme beseitigt sind und die Effizienz des Konstrukts hervortritt. Allerdings zeigt der Brexit auf, dass hierfür möglicherweise nicht genug Zeit zur Verfügung steht. Falls die Vorteile des freien Handels und der Integration der Kapitalmärkte von den strukturellen Nachteilen überwogen werden (zumindest in den Augen vieler Beobachter), kann dies als Argument verwendet werden, um die klaren Vorteile der Globalisierung gegenüber protektionistischen Maßnahmen minder zu gewichten.

Fazit: Das Risiko aus Sicht der EU besteht darin, dass die Glaubwürdigkeit der Institution und damit konsequenterweise auch des Euro weiter an Wert verlieren. Eine Kombination aus Negativzinsen und anhaltenden Gerüchten eines Auseinanderbrechens des Wirt-

⁶ Holmström, B. und Tirole, J. (1998): Private and Public Supply of Liquidity, *The Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 1, S. 1-40.



schaftsraums belastet die Rolle des Euro als Leitwährung. Aus globaler Sicht besteht die Hauptgefahr protektionistischer Maßnahmen darin, dass es zu einem Wettlauf kommt, in dem die Antwort auf protektionistische Maßnahmen wiederum in genau solchen liegt. Das führt zwangsläufig zu den eingangs angesprochenen negativen Wohlfahrtseffekten.

X-Asset View

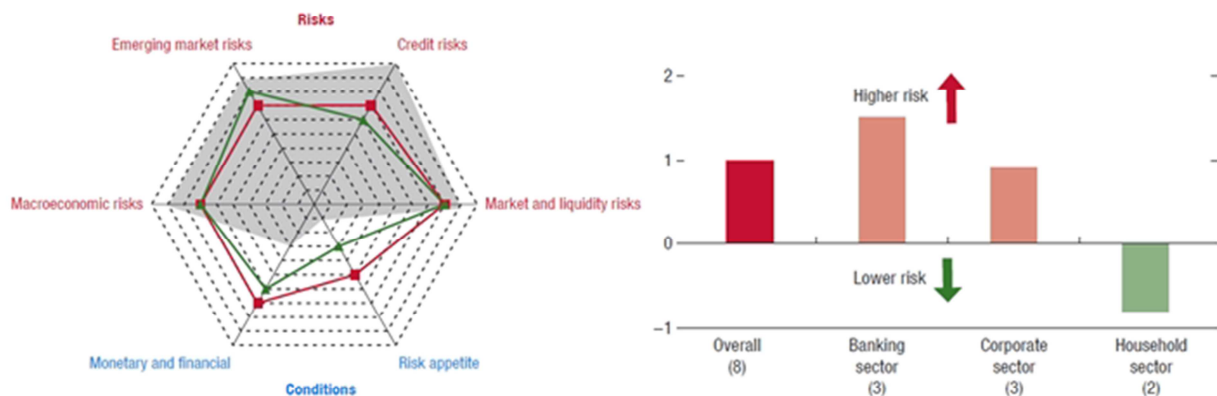
Wie in 2007 ... Kreditrisiko bleibt ein zentraler globaler Risikofaktor

Ein Effekt der Globalisierung und Integration der Kapitalmärkte liegt darin, dass die Volatilität an den Finanzmärkten höher sein kann als in einem protektionistischen System. Die Tatsache, dass Kapitalströme ungehindert fließen können, bedingt Wohlfahrtseffekte für alle Parteien – aber es kann auch zu Fehlallokationen kommen, deren Umkehr dann wiederum relativ starke Verwerfungen an den Märkten auslösen kann. Bereits in den letzten Ausgaben des Newsletters haben wir die Problematik des steigenden Verschuldungsgrades v. a. in den EM-Ländern detailliert dargestellt.

Im letzten Global Financial Stability Report greift der IWF dieses Thema erneut auf.⁷ Während der IMF einen Rückgang des kurzfristigen Risikos angesichts der Widerstandsfähigkeit der Märkte nach der Brexit-Entscheidung und dem Putschversuch in der Türkei sieht, steigen die mittelfristigen Risiken an. Den Hauptgrund hierfür sieht der IMF in der zunehmenden politischen Unsicherheit, niedrigem Wachstum und dem anhaltenden Niedrigzinsumfeld, das Banken, Versicherer und Pensionsfonds unter Druck setzt. Während in den Emerging Markets der Verschuldungsgrad nach wie vor auf hohem Niveau ist, bleibt der finanzielle Spielraum zur Bedienung derselben niedrig. Das bedeutet eben auch, dass der Spielraum für einen ausgewogeneren Politik-Mix gering bleibt und deshalb auch die Möglichkeit der Zentralbanken, realwirtschaftliche Impulse zu setzen. Betrachtet man die aktuelle Risikoeinschätzung des IMF, haben sich die o. g. Risiken in den letzten sechs Monaten weiter erhöht.

Wie Liquiditäts-, Kredit- und EM-Risiken zusammen hängen⁸

Quelle: IMF (Global Financial Stability Report Oktober 2016)



⁷ IMF: „Fostering Stability in a Low-Growth, Low-rate Era“; Global Financial Stability Report, Oktober 2016:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2016/02/pdf/text.pdf>

⁸ Anmerkung zur linken Grafik: Die roten Punkte und Linien beziehen sich auf den Global Financial Stability Report (GFSR) von Oktober 2016, die grünen auf den GFSR von April 2016; der grau schraffierte Bereich bezieht sich auf die globale Finanzkrise von 2007/08.



Interessant ist spätestens seit der Lehman-Pleite der Zusammenhang zwischen Liquiditäts- und Kreditrisiken einerseits und Makro- und EM-Risiken andererseits. Seit 2008 ist ersterer ein zentraler Punkt der Regulierungsmaßnahmen gewesen. Und zwar dahingehend, dass aus Liquiditätsengpässen leicht Engpässe in der Kreditvergabe werden können. Aktuell gestaltet sich die Situation eher umgekehrt. Angesichts des Niedrigzins- und Wachstumsumfelds verlieren v. a. europäische Banken an Profitabilität und schränken zusätzlich ihre Kreditvergabe ein. Das heißt, die von der Zentralbank bereitgestellte Liquidität kommt aufgrund des nicht funktionierenden Transmissionsmechanismus auch nicht in der Realwirtschaft an. Ein hohes Kreditrisiko bedingt also ein hohes Liquiditätsrisiko. Aktuell sind alle Risikodimensionen hoch korreliert. Die Finanzmärkte befinden sich also in einer Situation, die möglicherweise fatalere Wirkungen entfalten könnte als das bspw. während der globalen Finanzkrise der Fall war (siehe schraffierte Risikodimensionen in der linken Abbildung oben).

Strategische und taktische Positionierung

Im Oktober war bereits ein Vorgeschmack auf das zu spüren, was im europäischen Rentenmarkt unausweichlich erscheint. 10-jährige deutsche Staatsanleihen haben einen Renditesprung von knapp 40 bp (-20 auf + 20 bp) erleben dürfen. Angesichts des aktuellen Umfelds ist nicht davon auszugehen, dass sich das Niedrigzinsumfeld mittelfristig auflöst – allerdings werden temporäre, extrem volatile Bewegungen immer wahrscheinlicher. Jegliche Ankündigung der EZB bzgl. ihrer Kaufprogramme wird angesichts der geringen Liquidität an den Anleihemärkten zwangsläufig starke Bewegungen auslösen.

Die entscheidende Frage bleibt deshalb, ob eine Verlängerung des Kaufprogramms von Seiten der EZB angekündigt wird. Hier kann noch in diesem Jahr mit einem klaren Signal gerechnet werden, was für zunehmende Volatilität zum Jahresende hin spricht. Die EZB steht indes vor einem Dilemma. Ohne eine Verlängerung des Kaufprogramms muss davon ausgegangen werden, dass die Märkte eine relativ dramatische Reaktion zeigen werden und letztlich konterkariert sie somit ihre bisherigen Bestrebungen. Nämlich genau dann, wenn die Risikoprämien gerade in den Kreditmärkten stark ansteigen. Andererseits muss eine Verlängerung des Kaufprogramms auch umsetzbar sein. Wie anfangs erwähnt, schrumpft das Universum möglicher Anleihen im CSPP (Corporate Sector Purchase Program) in einem persistenten Niedrigzinsumfeld. Die EZB muss also glaubhaft vermitteln, dass sie an einen Erfolg des Kaufprogramms glaubt und dieses deshalb ausweitet. Unserer Ansicht nach kann die EZB nur einen positiven Effekt erzielen, wenn eine Verlängerung des Programms mit dem Einsatz neuer Instrumente einhergeht. Während die Bank of Japan bereits der größte Aktionär in Japan ist, hat die Schweizer Nationalbank SNB ihre Aktienpositionen in den letzten Jahren sukzessive ausgebaut. Um hier die größten Fehlallokationen und Wettbewerbsverzerrungen zu vermeiden, werden hauptsächlich liquide Index-Produkte (ETFs) eingesetzt. Dieses Mittel steht der EZB weiterhin offen – auch wenn die Effizienz dieser Maßnahme durchaus bestritten werden kann. Aber die EZB hat sich in eine Situation gebracht, in der sie entweder die geringe realwirtschaftliche Wirkung ihrer Maßnahmen zugibt und einen schrittweisen Ausstieg aus der exzessiven Liquiditätsversorgung ankündigt – mit den bekannten Folgen für die Finanzmärkte. Oder sie muss durch immer neue Programme die Hoffnung an die positiven Wirkungen ihrer Geldpolitik aufrechterhalten. Je länger sie das tut, desto schwerer wird der Ausstieg.



„Das Wesen der Dinge hat die Angewohnheit, sich zu verbergen“ (Heraklit). Auch wenn derzeit wenig erkennbare Risikofaktoren die Märkte belasten, sehen wir das größte Risiko in den marktimpliziten Fehlallokationen. Und wir sehen wenige Möglichkeiten für die Zentralbanken, von ihrer Niedrigzinspolitik abzuweichen. Die Abhängigkeit der Märkte von der EZB ist wiederum das Dilemma vieler Investoren: Um eine ausreichende Rendite erzielen zu können, müssen sie auf riskante Asset-Klassen ausweichen, wohlwissend, dass die EZB sogar schon durch eine Stagnation ihres Kaufprogramms einen starken Anstieg der Risikoprämien auslösen kann. Deshalb kommt der EZB aktuell die Rolle des „Devil in Disguise“ zu! Und sie wird dieser Rolle auch in 2017 treu bleiben.

Forecast-Tabelle

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

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

* Elvis lebt! Wir legen dem geneigten Leser die Version von den „Misfits“ nahe; 2003 veröffentlicht auf dem Cover-Album „Project 1950“.



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, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können zudem für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen.

Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode, Simulationen erfolgen in der Regel auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind unter Umständen in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken.

Diese Darstellung ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche sie gerichtet ist. Sie darf weder von anderen Personen verwendet werden, noch in Form von Veröffentlichung oder Weitergabe anderen Personen zugänglich gemacht werden.

Etwaige steuerliche Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen.

Der Inhalt dieser Darstellung ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der XAIA Investment GmbH weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.

© XAIA Investment GmbH 2016