X-ASSET NEWSLETTER

14 MRZ 2018

#35

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

Coolidge*

>>I'm not a cool guy anymore
As if I ever was before
I took a look at all the signs
They're rolling over in my mind.<<

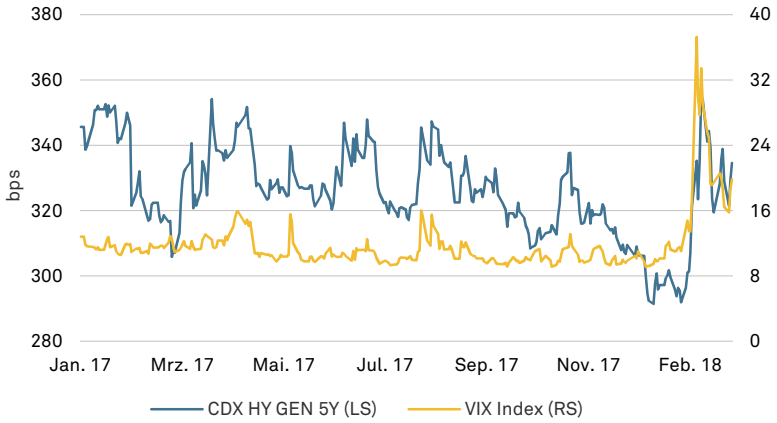
COOLIDGE*

Wir wollen diesen Newsletter entgegen sonstiger Gewohnheit dieses Mal mit einem positiven Statement eröffnen: „Niemand kann sagen, er hätte es nicht gewusst." Die US Administration ist gerade dabei eine Spirale protektionistischer Maßnahmen loszutreten, die Steuerreform in den USA bedingt v. a. Aktienrückkäufe und nicht zwingend Investitionen und es gibt keine Zweifel mehr, dass die Fed in ihren lange angekündigten Zinserhöhungszyklus eintritt. Zusätzlich schwächt der Ausgang der italienischen Wahlen die EU, die britische Regierung versteht allmählich die Tragweite der Brexit-Entscheidung und der „Flash Crash" Ende Januar hat uns vor Augen geführt, wie der Mechanismus der nächsten Krise an den Finanzmärkten ablaufen wird. Eigentlich alles gut, außer das eigene Wohlbefinden hängt von einer positiven Entwicklung der Aktienmärkte ab. Credits haben sich indes noch gut gehalten, weshalb eine zentrale Frage dieses Newsletter die nach möglichen Übertragungseffekten sein wird. Und es steht außer Frage, die entscheidenden Impulse werden auch während der nächsten Monate aus Washington kommen. Wir hoffen indes, dass POTUS nicht twittert: "I'm not a cool guy anymore…", um weitere – vermeintlich die USA stärkende – Änderungen der globalen Wirtschaftsordnung zu verkünden.

"Flash Crash" oder die Blaupause für die nächste Krise

Der Flash Crash war ein weiteres Beispiel dafür, dass den Märkten oftmals mehr zugetraut wird als sie im Stande sind zu leisten. In diesem Fall mangelte es offensichtlich an Informationseffizienz, da zunehmende Zinserhöhungserwartungen in den USA den stärksten Volatilitätsanstieg seit 2015 ausgelöst haben. Die Fed hat ja keinerlei Geheimnis daraus gemacht, in den Zinserhöhungszyklus einzutreten. Die abrupte Bewegung hat auch den lange angekündigten Mechanismus aufgezeigt, der in Krisensituationen zu Tage tritt: Ein relativ banaler und auf den ersten Blick nicht beängstigender Auslöser führt aufgrund der hohen Marktkonzentration und der gehebelten Positionen im Markt zu ungleich dramatischeren Bewegungen als das pure Ereignis vermuten lässt. In diesem Fall war die Konzentration und der Leverage im Volatilitätsmarkt (v. a Produkte auf den US VIX-Index) im Mittelpunkt der Abwärtsbewegung, wobei diese eben nicht nur auf dieses Segment beschränkt geblieben ist, sondern andere Marktsegmente in Mitleidenschaft gezogen hat.

VIX Index vs. CDX HY GEN 5Y
Quelle: Bloomberg, XAIA Investment



Deshalb neigen wir dazu, diese Bewegung nicht als einmalig und isoliert zu charakterisieren, sondern vielmehr als die Blaupause für den mittelfristig zu erwartenden Krisenmechanismus anzusehen.
So banal es sich anhört, so komplex ist die aktuelle Situation an den Finanzmärkten. Nachdem die Notenbanken über eine Dekade extrem expansive Geldpolitik betrieben haben, besteht nun eine Situation, in der zwei Phänomene aufeinander treffen: ein hoher Verschuldungsgrad und eine sehr sportliche Bewertung fast ausnahmslos aller Assetklassen. Diese Situation kann nur dann ein Gleichgewicht darstellen, wenn sie durch die zukünftige fundamentale Entwicklung gerechtfertigt wird. Und hierfür benötigt es augenscheinlich eine hervorragende fundamentale Entwicklung, was natürlich auch erklärt, warum jede Nachricht, die Zweifel an derselben aufkommen lässt, zu einer spürbaren Anpassung der Risikoprämien führt.
Und ganz offensichtlich bestehen aktuell einige potentielle Risikofaktoren, die dafür sorgen könnten, dass die Einschätzung der Investoren nachhaltig getrübt werden: Neben den wirtschaftspolitischen Entwicklungen in den USA (Importzölle & Steuerreform) und den Entwicklungen innerhalb Europas (italienische Regierungsbildung & Brexit-Verhandlungen) ist dies vor allem die Entwicklung der Zinserwartungen in den USA. Genau diesem Phänomen werden wir uns im nächsten Abschnitt zuwenden.

Multiple Effekte steigender Zinsen

Wenn es in einem kapitalistischen System einen zentralen Parameter gibt, dann sind dies die Kapitalkosten bzw. in unserer aktuellen Version des Kapitalismus der von den Zentralbanken festgelegte Zinssatz. Diese ziemlich banale Erkenntnis ist dennoch schwer zu greifen, da einerseits die direkten Effekte höherer Zinsen ziemlich offensichtlich sind. Um hingegen die wirtschaftliche Entwicklung wie auch die Entwicklung der Kapitalmärkte zu erklären, stehen allerdings die Wechselwirkungen von Zinseffekten in unterschiedlichen Märkten, bei den Entscheidungen von Wirtschaftssubjekten, in der Außenwirtschaft usw. im Mittelpunkt. Im Folgenden versuchen wir uns darin, den Zusammenhang mit Hilfe verschiedener Modelle darzustellen – wohlwissend, dass wir nicht allen gerecht werden können. Um die Wirkungskette einer Zinserhöhung nachzuzeichnen, bedienen wir uns folgender Ansätze:

(T) Die Taylor-Regel kann als Versuch verstanden werden, die Zinspolitik der Zentralbanken (ursprünglich der Fed) zu verstehen und gleichzeitig kann sie als Handlungsanweisung für Zentralbanken verstanden werden. In die Gleichung geht aber auch der reale Gleichgewichtszins ein.

(C) Über das CAPM geht dieser Zinssatz direkt in die Portfoliotheorie und damit die Kapitalmarktbewertung ein. Die Höhe des risikofreien Zinssatzes beeinflusst hier direkt die erwartete Rendite eines Finanzinstruments.

(B) Über Black & Scholes lässt sich zeigen, wie die Bewertung von Optionen beeinflusst wird.

(D) Dornbusch's Overshooting Modell[1] zeigt wie der Zinssatz die Anpassungsgeschwindigkeit an den Finanzmärkten beeinflusst, die zentrale Variable um Overshooting an den Devisenmärkten zu erklären.

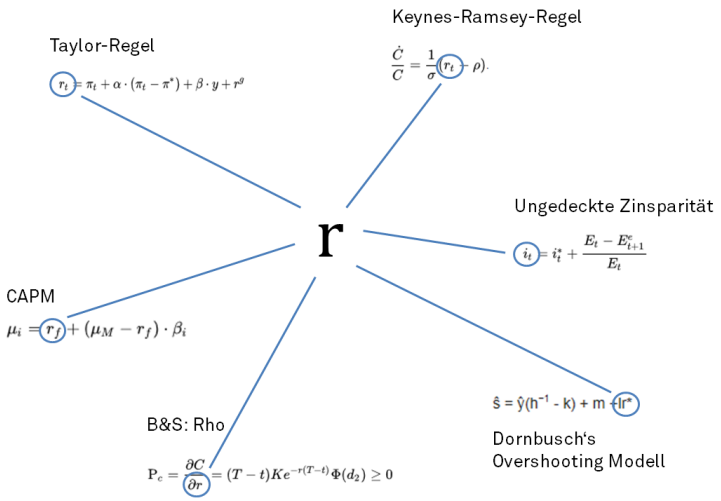
(Z) Die ungedeckte Zinsparität wiederum erklärt internationale Kapitalflüsse und ...

(KR) ... die Keynes-Ramsey-Regel findet sich in vielen keynesianischen Modellen wieder, so auch in der endogenen Wachstumstheorie und beschreibt den Konsumwachstum als Konsequenz intertemporaler Nutzenmaximierung.

[1] Dornbusch, R. (1976): Expectations and Exchange Rate Dynamics, Journal of Political Economy, 84 (6), S. 1161 ff.

Das Elektron der Weltwirtschaft

Quelle: XAIA Investment



(T): i↑ => r↑

Den Start- und Endpunkt unserer Wirkungskette stellt die Taylor-Regel in ihrer ursprünglichen Form dar. Sie besagt, dass der Zinssatz der Zentralbank eine Funktion der erwarteten Inflationsrate, des realen Gleichgewichtszinses, der Inflationslücke (die Abweichung zum Inflationsziel) und der Outputlücke, also der Differenz zwischen dem realen Output und dem Potentialoutput ist. Über den Realzins und die Inflationserwartung wird quasi der kurzfristige Zinssatz festgelegt, der in Einklang mit dem Inflationsziel steht. Erhöht die Zentralbank nun den Zinssatz, kann das unterschiedliche Ursachen haben. Hält man alle anderen Variablen konstant und schreibt man den Realzins als Funktion des Zinssatzes der Zentralbank, führt eine Erhöhung desselben zu einer ebensolchen des Realzinses.

(C): r↑ => μ↑

Nun kann man den realen Zins als Input im Portfoliomanagement begreifen: als die Rendite risikofreier Anlagen. Im Capital Asset Pricing Modell ergibt sich aus der Gleichung zur erwarteten Rendite eines Wertpapiers folgender Zusammenhang: Diese setzt sich im Gleichgewicht aus dem risikofreien Zins und einer Risikoprämie zusammen, wobei diese wiederum aus dem Marktpreis des Risikos und der Risikomenge ß berechnet wird. Steigt der risikofreie Zins, steigt ebenso die erwartete Rendite (bei gleichbleibender Risikoprämie).

(B): r↑ => P_C↑

Das B&S-Modell basiert auf der Grundidee, aus einer Aktie und einem Derivat ein risikoloses Portfolio zu konstruieren. Dieses Portfolio erwirtschaftet eine risikolose Rendite. Steigt diese, werden alle Ergebnisse des B&S davon beeinflusst. Bspw. hängt das Rho eines Calls positiv von r ab – der Preis einer Kaufoption nimmt also mit steigender risikofreier Rendite zu (und dementsprechend sinkt der Preis eines Puts).

(Z) i↑ => e↑

Ein Zinsanstieg im Inland führt zu einer höheren Rendite für Inlandsaktiva, weshalb internationale Investoren Inlandswährung nachfragen um im Inland zu investieren. Und dadurch wertet die Inlandswährung auf. Die Wechselkurserwartung e stellt sich im Gleichgewicht so ein, dass die reale Rendite einer Anlage in beiden Ländern gleich hoch ist, da es ansonsten Arbitragemöglichkeiten gäbe.

(D): i↑ => s↑↑

Dornbusch geht davon aus, dass die Zinsparität über die Zeit hält. Eine inländische Zinserhöhung führt sofort zu einer Aufwertung der Währung (s), während Güterpreise nicht so flexibel sind (bspw. aufgrund länger laufender Verträge). Der kurzfristige Wechselkurs überschießt somit sein langfristiges Gleichgewicht.

(KR): $i\uparrow \Rightarrow \hat{c} > 0$

Die Keynes-Ramsey-Regel stellt die intertemporale Verteilung des Konsums mit Hilfe des Zinssatzes und der individuellen Zeitpräferenzrate dar. Ist der Zinssatz größer als die Zeitpräferenzrate, wird ein Haushalt den Konsum folglich in die Zukunft verlegen; die Wachstumsrate des Konsums ist also positiv. Diese einfache Regel findet sich in vielen intertemporalen Modellen wieder, bspw. auch in der endogenen Wachstumstheorie.[2]

Folgt man nun diesen einfachen Abhängigkeiten, lässt sich die Wirkung einer Zinserhöhung in den USA bspw. wie folgt beschreiben: Die Zinserhöhung führt zu einer Erhöhung der Realzinsen und der erwarteten Renditen. Es kommt zu einer verstärkten Dollarnachfrage, weshalb ein Anstieg des USD gegenüber dem Rest der Welt erwartet wird. Da allerdings die Weltmarktpreise kurzfristig starr sind, überschießt der USD sein langfristiges Gleichgewicht (und somit auch die Erwartungen der Marktteilnehmer). Die Auslandsnachfrage nach amerikanischen Produkten geht zurück und aufgrund des steigenden Zinses bei einer konstanten Zeitpräferenzrate auch der inländische Konsum. Die Wirkungen auf die US Wirtschaft sind also auf den ersten Blick ziemlich offensichtlich. Die gute Nachricht ist: Put-Optionen werden aufgrund der gestiegenen risikolosen Rendite günstiger: ein Produkt, das man in dem oben beschriebenen Szenario dann auch gut gebrauchen kann. Dies war nur eine sehr rudimentäre Darstellung der marktwirtschaftlichen Mechanismen, die durch eine Erhöhung der Leitzinsen ausgelöst wird. Allerdings zeigt sie auf, wie stark die Wechselwirkungen sind und wie diese auf die Weltwirtschaft wirken. Wobei wir bspw. völlig vernachlässigt haben, dass die Refinanzierungskosten in den Emerging Markets (die sich zu einem großen Teil in USD verschulden) steigen. In der Realität sind die Effekte also weitaus vielschichtiger und diese Wirkung wird teilweise noch verstärkt durch die Erhebung von Importzöllen. Mit genau diesen beschäftigen wir uns im nächsten Absatz.

„Man kann einen Krieg genauso wenig gewinnen wie ein Erdbeben“

Jeannette Rankin, 1880-1973, US Republikanerin

Angesichts der Aufruhr, die diese Aussage ausgelöst hat, zitieren wir an dieser Stelle einmal mehr POTUS: “*When a country (USA) is losing many billions of dollars on trade with virtually every country it does business with, trade wars are good, and easy to win. Example, when we are down $100 billion with a certain country and they get cute, don’t trade anymore – we win big. It’s easy!*“[3] Das ist ein typischer Trump-Tweet und man kann sich vorstellen, wie so etwas zustande kommt. Natürlich ist es so, dass alle Staaten weltweit für bestimmte Produkte Zölle erheben, um ihre heimische Industrie zu schützen. Hiervon ist die EU auch nicht ausgenommen und wer ganz viel Muse für dieses Thema entwickeln kann, dem sei der aktuelle WTO-Jahresbericht ans Herz gelegt.[4] Hier werden auf 250 Seiten alle bestehenden bilateralen Zollvereinbarungen aufgeführt. Und dort ist auch ersichtlich, dass bei bestimmten Produkten die Zolltarife in der EU über denen der USA liegen. Das ist natürlich für den globalen Populismusbeauftragten eine Steilvorlage dafür, zu schlussfolgern, dass relativ höhere Zölle bei einem Handelspartner einen Verlust für die USA bedeuten. Natürlich ist diese Argumentation gänzlich falsch. Um kurz auszuholen: Die WTO hat 1995 ihre Arbeit aufgenommen, die einerseits aus dem Abbau globaler Handelsschranken und andererseits aus einer Schlichtungsfunktion besteht. Die WTO hat dabei weltweit gültige Regeln etabliert, denen alle Mitgliedsländer sogar dahingehend verpflichtet sind, dass sogar der nationale Rechtsrahmen WTO-konform sein muss. Und natürlich wäre es wünschenswert, dass weltweit alle Handelsschranken komplett abgebaut werden würden, was allerdings eine vollkommen harmonisierte globale Wirtschaftspolitik erfordern

[2] Romer, P.M. (1990): Endogenous Technological Change, Journal of Political Economy, Nr. 5, 1990, S. 71 ff.

[3] Tweet von D. Trump vom 2. März 2018.

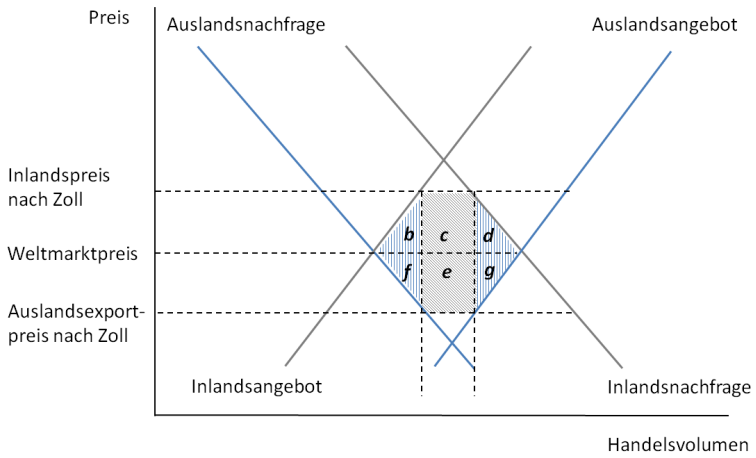
[4] WTO, World Tariff Profiles 2017: https://www.wto.org/english/res_e/booksp_e/tariff_profiles17_e.pdf

würde. Ein prominentes Beispiel der Aufgaben der WTO war der Streit zwischen den USA und der EU nachdem die USA (als Reaktion auf im Zuge der Asienkrise zunehmende Billigimporte aus Asien) Schutzzölle auf Stahl eingeführt hatte. Die WTO urteilte damals, dass dies nicht mit den WTO-Regeln vereinbar sei. Die WTO kann auch dann eingreifen, wenn Staaten Exportsubventionen gewähren und damit ihrer heimischen Industrie einen Wettbewerbsvorteil im globalen Handel ermöglichen. Allein diese Aufgaben verdeutlichen, dass die Regelung des Welthandels eine sehr komplexe Aufgabe darstellt und der Vergleich von Zöllen allein wenig hilfreich ist, diese Probleme zu lösen. Der globale Handel beruht in großem Maße auf Verhandlungslösungen und nicht auf starren Regeln bzgl. der Höhe von Zöllen, um eben auch regionalen Entwicklungen Rechnung zu tragen oder Arbeitsbedingungen in einzelnen Ländern zu berücksichtigen.
Es besteht allerdings Klarheit darüber, dass die Anhebung von Zöllen keine Steigerung der nationalen Wohlfahrt nach sich zieht. Da dies den meisten Entscheidern klar ist, besteht ja die Hoffnung, dass dies nur ein wahltaktischer Kommentar ist und nicht das Verständnis der US Regierung bzgl. der Mechanismen des Außenhandels wiederspiegelt. Wobei wir zugeben müssen, dass diese Hoffnung zu nehmend schwindet.

In folgender Abbildung werden die Effekte eines Importzolls dargestellt. Um die Wohlfahrtswirkung zu quantifizieren, werden Renten von Produzenten, Konsumenten und staatliche Zolleinnahmen als gleichwertig angesehen. Die Einführung von Zöllen erhöht nun den Inlandspreis und senkt den Auslandspreis (der Weltmarktpreis ist ja fixiert). Durch die Preiserhöhung entsteht im Inland ein Verlust der Konsumenten und ein Gewinn der Produzenten, wobei letzterer geringer ist. Zusätzlich entstehen Einnahmen des Staates, jedoch verbleibt ein Effizienzverlust im Inland in Höhe von *b*+*d*. Im Ausland verlieren die Produzenten mehr als die Konsumenten gewinnen und es entsteht ein „*terms of trade*“-Gewinn (*e*) im Außenhandel durch den gesunkenen Auslandsexportpreis (-> wodurch das Handelsvolumen steigt). Der verbleibende Effizienzverlust aus Sicht des Auslandes spiegelt sich in den Flächen *f* und *g* wieder. Der globale Wohlfahrtsverlust beläuft sich somit auf: *b*+*d*+*f*+*g*.

Die Wohlfahrtswirkung von Importzöllen

Quelle: XAIA Investment



Wie auch in der letzten Ausgabe des Newsletters ausführlich beschrieben, besteht theoretisch kein Zweifel an der Sinnhaftigkeit des Freihandels. Obige Abbildung verdeutlicht sehr eingängig die Wohlfahrtswirkungen in einem vereinfachten Zwei-Länder-Modell. Nun ist die Welt weitaus komplexer mit einer Vielzahl von Handelsbeziehungen und es geht der US Administration ja nicht darum, sich zwischen Freihandel und Protektionismus entscheiden zu müssen, sondern vielmehr darum, einzelne Industrien (Aluminium & Stahl) zu schützen.

Das Argument, warum die USA selbst kostenintensiver Stahl produzieren soll als der Rest der Welt, basiert ja nicht auf ökonomischen Überlegungen, sondern auf dem Argument der „nationalen Sicherheit“. Eine nationale Stahlproduktion garantiert Unabhängigkeit auch in politischen Krisen. Kommt es nun deshalb zum „Handelskrieg“ zwischen den USA und dem Rest der Welt, sind die globalen Wohlfahrtseffekte jedoch eindeutig negativ. Das heißt nicht, dass die Importzölle in allen Ländern negative Wirkung entfalten – aber in Gesamtheit wird es einen Wohlfahrtsverlust geben, der dazu führt, dass global weniger Wohlfahrt umverteilt werden kann. Das wiederum verschärft eines der zentralen Probleme der Weltwirtschaft: die Schiefe der Vermögensverteilung wird tendenziell ausgeprägter. Zusammenfassend darf man durchaus schlussfolgern, dass diese Entwicklung das Potential zum ganz großen Showdown an den Märkten hat.

Aussagen wie diese werden sehr wahrscheinlich nicht weniger werden – vor allem nicht, solange der Druck auf den US Präsidenten bspw. in der Russlandaffäre zunimmt. Diese Ablenkungsversuche lösen aber nicht nur „temporären“ Druck auf die Finanzmärkte aus, sondern werden immer mehr zur Bedrohung des globalen Wachstums. Bis es soweit ist, behalten sie allerdings ihren volatilitätsfördernden Charakter. Deshalb erwarten wir auch keinen kontinuierlichen Kursrückgang an den Aktienmärkten in H1 2018, sondern vielmehr eine tendenzielle Abwärtsbewegung unter extrem hohen Schwankungen. Die oftmals beschworene Unterstützung der Märkte durch die positive ökonomische Entwicklung wird unserer Ansicht nach überschätzt, da diese bereits weitestgehend eingepreist ist. Es müsste also zu positiven Wachstumsüberraschungen kommen, um stützende Impulse an die Finanzmärkte zu senden. Vielmehr ist davon auszugehen, dass es zu einigen Enttäuschungen kommt, die logischerweise dämpfende Effekte auf die Märkte haben. Es ist wie es immer ist: Die Märkte folgen nicht der Realwirtschaft – die Realwirtschaft folgt den Märkten. Dass das auch in Europa der Fall ist, diskutieren wir im nächsten Abschnitt.

Flasche leer? „Woran es liegt, dass der Einzelne sich nicht wohl fühlt, obwohl es uns allen so gut geht“[5]

Auch der Wahlausgang in Italien hat gezeigt, dass aktuell europakritische Politik nicht nur mehr die Zustimmung des Proletariats genießt, sondern durchaus in der Bourgeoisie angekommen ist. Zählt man die Stimmen, die auf alle europakritischen Parteien entfallen, zusammen, endet man bei ca. zwei Dritteln der Wähler. Das ist also alles andere als eine Erscheinung, die sich durch den Unmut der unteren Klasse erklären lässt, sondern ein über die ganze Gesellschaft verbreiteter Konsens. Der Chef der Lega Nord, Matteo Salvini, der sich selbst als Populist bezeichnet, glänzt mit der Aussage, dass „... die Italiener über Italien entscheiden. Nicht Berlin, nicht Paris, nicht Brüssel und auch nicht die Finanzmärkte.“ Das ist angesichts der institutionalisierten Staatsverschuldung Italiens, dem Zustand des dortigen Bankensystems und der zwingend benötigten Liquiditätsversorgung durch die EZB eine Aussage, die wenig zur Vertrauensbildung an den Finanzmärkten beitragen dürfte.

Auch wenn die Verhältnisse extrem sind, ist Italien leider kein Einzelfall. Und komischerweise geht es faktisch den meisten Ländern (Griechenland explizit ausgenommen) der Eurozone historisch betrachtet relativ gut, wodurch sich die Überschrift dieses Absatzes erklärt: Warum fühlt sich der einzelne Bürger und das einzelne Land in der EU nicht wohl, obwohl es doch der Gesamtheit wirtschaftlich gut geht? Hierbei gibt es viele Gründe, die mit dem sogenannten Identitätsverlust erklärt werden – also, man ärgert sich darüber, dass die EU Kommission vorschreibt, was in einen italienischen Parmaschinken gehört. Viel tiefgründiger ist aber wohl, dass die EU solange keine

[5] Der Titel des Buches, an dem der Protagonist der Helmut Dietl Serie „Der ganz normale Wahnsinn“, Maximilian Glanz, arbeitet und das sich als hervorragende Metapher für den Zustand der EU eignet.

identitätsstiftende Wirkung entfalten kann, solange man sich nicht ganz darüber einig ist, wie dieses Konstrukt als Ganzes überhaupt zu funktionieren hat. Das ist eigentlich die Stunde der Wirtschaftswissenschaft – oftmals als brotlose Kunst verschrien, hätte sie nun die Chance, Großartiges zu leisten, indem sie dem aufgeklärten Feinschmecker wie auch dem pöbelnden Mob erklärt, warum es Ihnen besser geht als sie sich fühlen. Genau dazu scheint sie allerdings nicht in der Lage zu sein, wie exemplarisch das kürzlich im Spiegel veröffentlichte Streitgespräch der Ökonomen Clemens Fuest und Heiner Flassbeck verdeutlicht.[6] Beide sehen unterschiedlichen Ursachen für den aktuellen Zustand und somit auch abweichende Lösungen, wobei eine Parallele besteht: eine gewisse Ausblendung der Wechselwirkung zwischen den Maßnahmen der EU und den Mechanismen auf den Finanzmärkten.
Auf die Frage nach den Ursachen der Krise des Euroraums, sieht Fuest den massiven Kapitalfluss nach der Einführung des Euro sowie eine mangelhafte Bankenaufsicht und die fehlende Glaubwürdigkeit der „No Bailout-Klausel“ als ursächlich an. Flassbeck hingegen sieht als zentrale Ursache den Wettbewerbsvorteil Deutschland, der über Lohndumping erreicht wurde. Laut Fuest haben die Banken und die Kapitalmärkte nicht richtig funktioniert, weshalb es erst zu dem starken Anstieg der Verschuldung kommen konnte, während Flassbeck die Sparquoten aller Wirtschaftssubjekte (v. a. der Staaten) für zu hoch hält. Dementsprechend unterschiedlich generieren sich folglich die Lösungsansätze. Laut Flassbeck benötigt die Eurozone ein gemeinsames Inflationsziel in allen Ländern, wodurch eine Anpassung der Löhne an die Produktivität erreicht werden soll. Faktisch entspräche das einer europaweiten zentralen Lohnsteuerung. Außerdem sollen Staaten mehr Schulden machen, um der deflationären Politik entgegen zu steuern. Fuest hingegen plädiert dafür, dass Mitgliedsstaaten die Kosten ihrer Verschuldung nicht auf andere Mitgliedsländer abwälzen können, um keine falschen Anreize zu setzen. Die Bankenregulierung muss geändert, die No-Bailout-Klausel konsequent umgesetzt und Arbeitsmärkte flexibler werden. Außerdem fordert Fuest harte Budgetrestriktionen für alle Mitgliedsländer.
Der geneigte Leser muss sich nun entscheiden, welche der völlig diametralen Positionen ihm mehr zusagt. Trotz der Kürze des Interviews hätte man sich allerdings mehr wissenschaftliche und weniger ideologische Argumente erhofft – was angesichts der Ausrichtung beider aber wenig verwunderlich ist: Fuest kann man dem ordoliberalen Lager zuschreiben, während Flassbeck sich zum Keynesianismus bekennt. Aber in einer Sache darf man beiden Positionen Einigkeit attestieren: Die Bedeutung der Mechanismen an den Finanzmärkten spielt (wenn überhaupt) eine eher untergeordnete Rolle.

Wir haben zwar an dieser Stelle vielfach über die Eurokrise und die strukturellen Probleme der Eurozone geschrieben – aber die zentralen Argumente und Lösungsvorschläge sollen an dieser Stelle nochmal aufgeführt werden:

- Der schon damals als Königsweg titulierte und von Ökonomen präferierte Vorschlag war die Schaffung einer politischen Union, auf die dann eine Währungsunion aufgebaut werden konnte. Angesichts der politischen Opportunität wurde bewusst die „schnellere“ Variante gewählt: eine Währungsunion ohne die flankierenden politischen Institutionen zu schaffen. Die damit verbundenen Risiken waren damals bekannt und haben sich genauso materialisiert.
- Es gibt im Maastrichter Vertrag ganz klar formulierte Schuldengrenzen. Diese waren eine zentrale Forderung ausnahmslos aller

[6] Der Spiegel, Nr. 10, 3.3.2018, S. 74 ff. Vorab muss gesagt sein, dass der Autor beide Ökonomen kennenlernen durfte (den einen als angehenden Professor während des Doktorandenstudiums, den anderen von diversen Paneldiskussionen) und zugegebenermaßen weitaus weniger volkswirtschaftliches Wissen aufzuweisen hat. Die folgende Kritik kann somit auch als die eines mit gesundem Halbwissen ausgestatteten Laien eingeordnet werden.

Ökonomen bei der Frage wie eine funktionierende Währungsunion geschaffen werden soll. Das Problem war indes, dass diese Schuldengrenzen trotzdem von fast allen Mitgliedsländern im Lauf der letzten 20 Jahre nicht eingehalten wurden.

- Das Problem „impliziter Garantien“ wurde in diesem Format das erste Mal 2012 diskutiert.[7] Nachfolgend die relevanten Aussagen: „...liegt die Bedeutung einer impliziten Garantie darin, dass sich diese aus der Sache heraus ergibt, also in unserem Fall vom Markt angenommen wird.“ In der Eurozone bestehen implizite Garantien für die einzelnen Mitgliedsstaaten und für die Banken der Mitgliedsländer. Das führt dazu, dass Risikoprämien nicht adäquat (also aufgrund ihres fundamentale Werts) gepreist werden, Kapital fehlallokiert und der Marktmechanismus außer Kraft gesetzt wird. Die Vermeidung impliziter Garantien ist folglich eine Grundvoraussetzung für das anreizkompatible Funktionieren einer Währungsunion.

Also bedarf es der Schaffung von Institutionen, die nicht direkt in den Markt eingreifen, sondern sich vielmehr darum kümmern, dass der Markt funktionieren und eine Währungsunion ihre Vorteile ausspielen kann. Indes können die Vorteile der Grundfreiheiten eines Binnenmarktes nur dann zur vollen Entfaltung kommen, wenn sie auf flexible Faktormärkte treffen. Und es ist vollkommen klar, dass eine Währungsunion bestehend aus wirtschaftlich heterogenen Nationalstaaten nur dann Bestand haben wird, wenn Transfermechanismen etabliert werden. Genauso wie es in den einzelnen Mitgliedsstaaten bereits der Fall ist (z. B. in Deutschland durch den Länderfinanzausgleich). Und auch dann bleiben eine Menge struktureller Probleme bestehen, deren Beseitigung Jahrzehnte in Anspruch nehmen wird, während die schiefe Verteilung von Vermögen kein explizites Problem der Währungsunion darstellt und verteilungspolitisch gelöst werden muss (regelmäßige Leser kennen den Faible des Autors für sehr hohe Erbschaftssteuersätze).[8]
So abschreckend sich diese Thesen lesen, sie sprechen eben nicht gegen eine Währungsunion, falls man sie gegen die damit verbundenen Vorteile aufwiegt. Man muss sich nur mal die Mühe machen, diese Vorteile nicht zu ignorieren. Und genau das darf man vom Bildungsbürgertum erwarten, wobei deren daraus erwachsende Erkenntnisse dann eben auch den momentanen Hype um europakritische Parteien beenden werden. Etwas frech formuliert leitet sich daraus die zentrale Forderung nach einem europäischen Bildungshaushalt ab!

X-Asset View

Die ersten Blasen platzen? “BITtesteigeCOIN” oder wie Kryptowährungen zu Tulpen wurden

„Nichts sagen wenn man keine Ahnung hat“ ist eine Handlungsanweisung, die – unter der Annahme globaler Anwendung – viel Nerven sparen würde. Deshalb werden wir mit gutem Beispiel vorangehen und keinerlei Prognosen für die Entwicklung von Kryptowährungen abgeben. Die entscheidende Frage, die sich allerdings viele Investoren stellen ist die, ob der Kursverfall der Kryptos ein Warnsignal für die Aktienmärkte darstellt.
Seit dem zwischenzeitlichen Hoch im Dezember 2017 haben Kryptos im Schnitt ca. 50 % ihres Werts verloren – nachdem sie in 2017 eine beispiellose Rally hingelegt haben. Dabei haben sie von der zunehmenden Popularität der Idee einer Abkehr von inflationärem Fiat-Geld profitiert, aber auch durch rationale Argumente wie niedrige Transaktionskosten, effiziente Abwicklung und ideologiefreier Geldschaffung

[7] Damals noch unter dem Label *Credit Newsletter*, Nr. 5, Juli 2012, S. 2 ff.

[8] In diesem Sinne ein Hinweis auf den aktuellen OXFAM-Report „Reward Work, not Wealth“, Januar 2018: https://www.oxfam.org/sites/www.oxfam.org/files/file_attachments/bp-reward-work-not-wealth-220118-en.pdf.

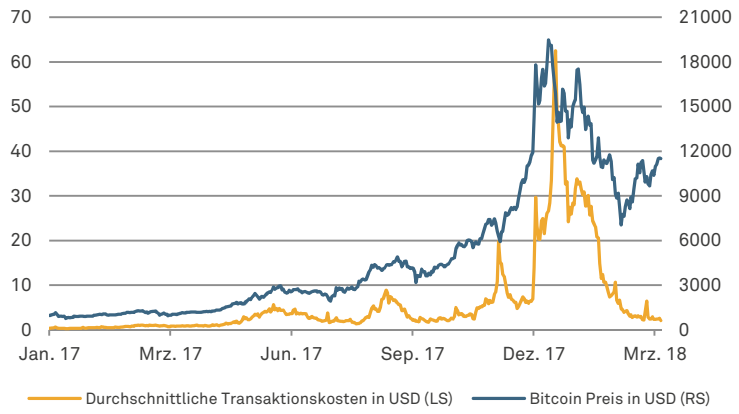
viele Unterstützer gewonnen. Inklusive derjenigen, die die Blockchain-Technologie dahinter als Zukunft des globalen Settlement-Prozesses sehen. Zusätzlich hat die „Kommerzialisierung" von Kryptos in den Finanzmärkten (über Handelszulassungen, die Entwicklung von Krypto-Fonds, die Entstehung von Krypto-Derivaten) zusätzliche Nachfrage nach Kryptos generiert, was einen Teil des dramatischen Kursanstiegs in 2017 erklärt. Aber die Initialzündung für Kryptos ist nach wie vor in der Krisenpolitik der Zentralbanken zu sehen, die dadurch einen spürbaren Vertrauensverlust v. a. bei nicht-institutionellen Investoren ausgelöst haben. Und genau hier bestehen offensichtliche Parallelen zu den Entwicklungen auf den Aktien- und auch den Kreditmärkten.

Diese Märkte haben insbesondere durch die Inflationierung der Geldmenge von Seiten der Zentralbanken profitiert – das Phänomen der Asset-Price-Inflation wurde bereits in vielen Newslettern diskutiert. Auch wurden Aktien in den letzten Jahren von vielen Protagonisten als Real Assets beworben. Egal was mit dem Geldsystem passiert – Firmenanteile werden immer einen Wert besitzen. Auch wenn dem Autor dieses Argument nie verständlich war (was möglicherweise am Autor und nicht am Argument liegt), hat es wohl dazu beigetragen, dass Aktien in der letzten Dekade eine begehrte Assetklasse gewesen sind. Zusätzlich haben Instrumente wie ETFs dazu beigetragen, dass eine Risikokonzentration in bestimmten Marktsegmenten stattgefunden hat. Folglich gibt es einige Faktoren, von denen traditionelle Märkte wie auch Kryptos in den letzten Jahren profitiert haben.

Nun hat sich in den letzten Monaten herausgestellt, dass die an sich ideelle Motivation zur Schaffung von Kryptos möglicherweise eine ganz profan eigennütze war. Spätestens seit der Mitbegründer der Kryptowährung Ripple im Dezember in den Top Ten der Forbes-Liste aufgetaucht ist (und sich erstmal jeder gefragt hat, wer dieser Typ denn sei) stellten einige Kryptofans fest, dass nicht alle Kryptowährungen von selbstlosen Gutmenschen geschaffen wurden. Die Kursexplosion in 2017 hat außerdem einen starken Anstieg der Transaktionskosten ausgelöst und damit ein zentrales Argument für Kryptos konterkariert.

Kosten von Bitcoin-Transaktionen

Quelle: coinmetrics.io, XAIA Investment



Und die Rolle der Miner kam spätestens dann in die Kritik als nachgerechnet wurde, dass der Stromverbrauch von Mining-Farmen bei stark angestiegenen Kryptokursen dem eines mittelgroßen Landes entspricht. Immer öfter wird auch die Frage gestellt, warum Kryptowährungen aufgrund der von allen Seiten hochgelobten Blockchain-Technologie an Wert gewinnen müssen – die Blockchain ist notwendig für Kryptos, aber nicht vice versa. Das ultimative Risiko für Kryptos ist allerdings weiterhin regulatorischer Natur. Nachdem bereits einige Länder entweder den Handel mit Kryptos eingeschränkt oder teilweise ganz verboten haben, haben inzwischen fast ausnahmslos alle namhaften Institutionen (BIS, EZB, etliche Finanzminister usw.) vor

Kryptos gewarnt und zukünftige regulatorische Maßnahmen angemahnt. Letztlich stellt sich immer mehr die Frage, ob Kryptos nicht ein ganz banales inhärentes Problem mit sich bringen. Die Länder, die eine stabile Währung aufweisen (z. B. Schweiz), haben einen geringen Anreiz, Kryptos zu regulieren, da nicht davon auszugehen ist, dass diese das Geldmonopol des Staates nachhaltig beschränken. Aber genau in diesen Ländern ist ein zentrales Argument für Kryptos – und zwar die Instabilität des Geldsystems – hinfällig. In den Ländern hingegen, in denen Kryptos einen echten Mehrwert für die Nutzer bedeuten würde (z. B. Simbabwe), würde das Geldmonopol des Staates ernsthaft in Gefahr geraten und genau deshalb ist dort eher mit regulatorischen Eingriffen zu rechnen. Und als wäre das nicht schon genug, ist die Technik-begeisterte Jugend aufgrund der rasanten Fortschritte von Computern mit Quantum-Prozessoren aufgeschreckt worden, die aufgrund ihrer gigantischen Rechenleistung durchaus eine Gefahr für auf Verschlüsselungstechnologien basierenden Währungen darstellen.[9]

Was haben nun die Aktien- und Kreditmärkte damit zu tun? Zumindest einige der oben aufgeführten Argumente können in derselben Form auf diese Märkte übertragen werden. Natürlich sind diese weitaus weniger stark gestiegen und deshalb ist davon auszugehen, dass auch die Ausschläge nach unten weniger stark ausgeprägt sein werden. Die sich bereits abzeichnende Abkehr von der Niedrigzinspolitik sollte dazu führen, dass das Vertrauen in Fiat-Geld wieder ansteigt und somit zwei populären Argumenten für Aktien den Wind (zumindest tendenziell) aus den Segeln nimmt: die Aktie als Real-Asset und die relative Attraktivität von Dividenden gegenüber risikofreien Assets. Ein entscheidender Unterschied besteht allerdings zwischen Kryptos und Aktien: während es ein durchaus mögliches Szenario ist, dass Kryptowährungen approximativ gegen Null tendieren, ist diese Gefahr in den Aktienmärkten deutlich geringer.

Spillover zu Credits – wo, wie, wann, wieso, wie viele?

Nach der Frage der negativen Übertragungseffekte zwischen Marktsegmenten taugt die Subprime-Krise nur bedingt als Blaupause. Damals war ein Teil des Kreditmarktes das krisenauslösende Segment, während die Aktienmärkte anfänglich noch unbehelligt geblieben sind. Der offensichtlichste Auslöser einer Ausweitung der Risikoprämien sind die Zinserwartungen der Marktteilnehmer. Und damit die Signale v. a. der Zentralbanken, wobei die Fed natürlich im Zyklus der EZB mindestens zwei Jahre voraus ist. Es lassen sich jetzt bereits mehrere Effekte steigender Zinserwartungen auf den Kreditmarkt erkennen – bspw. ist die Neuemissionstätigkeit von Floatern auch in Europa seit Jahresanfang stark angestiegen – offensichtlich weil die Investoren steigende Zinsen erwarten. Die zentralen Übertragungsmechanismen steigender Zinsen auf die Kreditmärkte sind allerdings andere:

- Relative Bewertung: Spreads/Zins-Ratio. Vor allem Multi-Asset Investoren (die aktuell eine prominente Rolle im Kreditmarkt einnehmen) denken in relativer Attraktivität – je höher der Spreadertrag im Vergleich zu dem risikofreien Zins (was immer das bedeutet) ist, desto attraktiver ein Investment in Credits. Steigende Zinsen reduzieren diese Attraktivität gegenüber Staatsanleihen.
- Fremdkapitalkosten: Die Refinanzierungskosten der Unternehmen steigen, wobei das im Zyklus logischerweise auf Niedrigzinsphasen folgt, die i.d.R. dazu genutzt werden, den Verschuldungsgrad zu erhöhen. Höhere Fremdkapitalkosten treffen also auf zyklisch bedingt höher verschuldete Unternehmen.
- Das Korrelationsparadoxon: Im idealtypischen Kreditzyklus sind Zins- und Spreaderträge negativ korreliert. In Wachstumsphasen sinken die Ausfallraten, was zu engeren Spreads und somit einen

[9] Aggarwal, D. et al. (2017): "Quantum attacks on Bitcoin, and how to protect against them". https://arxiv.org/abs/1710.10377.

positiven Spreadertrag führt. Gleichzeitig erhöht die Zentralbank in Wachstumsphasen tendenziell die Zinsen, was zu einem negativen Zinsertrag führt. Analog dazu ist der Spreadertrag in rezessiven Phasen negativ, der Zinsertrag positiv. Unternehmensanleihen bieten also generell einen impliziten Hedge gegen weitere Spreads und höhere Zinsen. Das funktioniert aber nur, falls noch genug „Raum“ für Spreads und Zinsen vorhanden ist. In einer Phase von Niedrigzins und niedrigen Spreads hingegen, kann keine der Ertragsfaktoren die negative Performance des jeweils anderen kompensieren.

Timing

Die oben beschriebenen Mechanismen bedürfen allerdings Zeit. Wir gehen nicht davon aus, dass wir eine Situation wie im Anschluss an die Lehman-Pleite erleben, als sich Credit Spreads in Rekordtempo auf Rekordniveau geschraubt haben. Aber wir erwarten tendenziell eine schubweise Ausweitung der Spreads im Verlauf von 2018, wobei das Timing sehr stark durch die politische Agenda der USA bestimmt sein wird. Wir sehen noch nicht, dass es kurzfristig zu selbsterfüllenden Prozessen am Kreditmarkt kommen wird, sehen mittelfristig (frühestens H2 2018, wahrscheinlicher aber in H1 2019) darin jedoch die logische Konsequenz der aktuellen Marktsituation. Ein Anstieg der Ausfallraten geht einher mit der Reallokation aus den Kreditmärkten, wobei die hohe Konzentration an Kreditrisiken bei wenigen Marktteilnehmern zu einer gewissen Enge beim Auflösen der Positionen führen wird, was wiederum den Prozess weiterer Spreadniveaus beschleunigen wird.

Angesichts der jüngsten politischen Aussagen von vielen und besonders einer Quelle versuchen wir Bildung vorzutäuschen und Robert Frost (amerikanischer Dichter) zu folgen: „Bildung ist die Fähigkeit, fast alles anhören zu können, ohne die Ruhe zu verlieren oder das Selbstvertrauen.“ Das mit dem Selbstvertrauen klappt schon ganz gut – wir arbeiten nun an der Ruhe.

Forecast-Tabelle

2018	3M	6M	9M	12M
Credit				
IG Cash	o	o	-	-
IG CDS	o	-	-	-
HY Cash	-	--	--	--
HY CDS	-	--	--	--
Fin Cash	o	o	-	-
Fin CDS	o	o	-	-
Staatsanleihen				
AAA/AA	o	o	o	-
Peripherie	o	o	o	o
Volatilität (long)	++	++	++	++
Euro-Aktien	--	--	--	--

? = „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)

* Descendents (1987). Am 13. Juli live im Backstage München.

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

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

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

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

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

© XAIA Investment GmbH 2018