

26 NOV 2012

1

Rawhide*

*Movin', movin', movin',
Though they're disapprovin',
Keep them dogies movin', rawhide.
Don't try to understand 'em,
Just rope an' throw an' brand 'em.
Soon we'll be living high and wide.
My heart's calculatin',
My true love will be waitin':
Waitin' at the end of my ride.*

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

RAWHIDE

Was wirklich am Ende des Ritts wartet, ist unserer Meinung nach sehr viel weniger klar als es die Mehrheit der Marktteilnehmer aktuell sieht. Liest man die 2013er Ausblickspublikationen, scheint bezüglich der mittelfristigen Entwicklung der Märkte weitgehend Konsens zu bestehen. Die akute Gefahr eines Auseinanderbrechens der Eurozone ist spätestens durch das unorthodoxe Eingreifen der EZB abgewendet worden. Wenngleich die fundamentale Situation in Europa alles andere als rosig erscheint, gehen die meisten Analysten davon aus, dass die Markttechnik überwiegen wird und angesichts der exorbitanten Liquiditätssituation in einem anhaltenden Niedrigzinsumfeld riskante Assetklassen weiterhin als „the place to be“ gesehen werden. Sogar das Risiko einer „financial repression“ als ein eleganter Ausweg aus der Schuldenkrise führt dazu, dass gerade die Kreditmärkte und alternative Assetklassen profitieren. Obwohl wir durchaus die Meinung vertreten, dass die Eurozone länger Bestand haben wird als es aktuell möglich erscheinen mag, kommen wir zu anderen Schlussfolgerungen – was im Folgenden zu belegen versucht wird. Hierbei kommen wir nicht umher, einen kleinen Umweg über Griechenland zu machen.

Die völlig logische Entwicklung in Griechenland

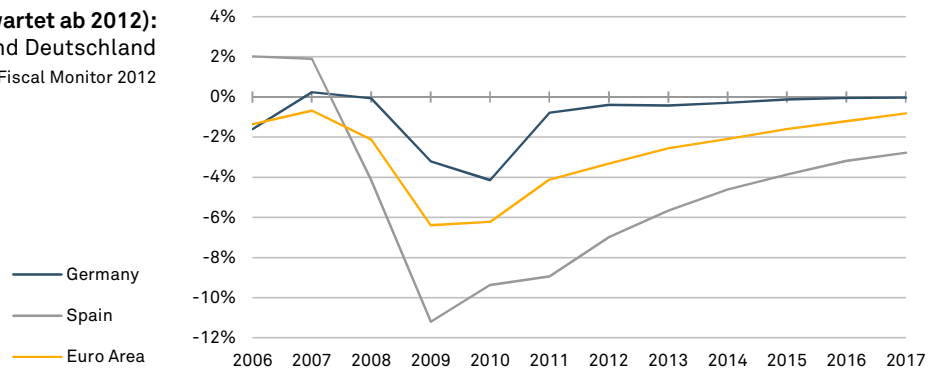
Die immer stärker werdenden Proteste gegen die von Europa diktierten Sparmaßnahmen in den südlichen Peripherieländern haben deutlich gemacht, dass die Hoffnung einer kurzfristigen Lösung des europäischen Schuldenproblems unrealistisch bleibt. Die ökonomischen Zusammenhänge sind weithin bekannt und wir wollen sie an dieser Stelle nicht wiederholen – allerdings kann man durchaus verwundert auf die Entwicklung Griechenlands blicken. Nicht deshalb, weil die vereinbarten Konsolidierungsziele nicht eingehalten werden können und ein weiterer Schuldenschnitt droht, sondern deshalb, dass dies manche Politiker zu überraschen scheint. Bei der „Rettung“ Griechenlands wurden sehr viele Fehler begangen, die zu der aktuellen Situation geführt haben. Es hätte ein Zeitfenster gegeben (2010), in dem ein Austritt Griechenlands mit weitaus weniger fatalen Konsequenzen möglich gewesen wäre als das aktuell der Fall wäre. Zum Schutz des europäischen Bankensystems wurde diese Lösung allerdings verworfen und anfänglich wurden sehr halbherzige Hilfspakete zur Verfügung gestellt, die an den Märkten nur kurzfristig für Erleichterung sorgten, mittelfristig allerdings nachteilige Auswirkungen auf die Eurozone insgesamt hatten. Sie trugen dazu bei, die Refinanzierungskosten für alle Peripherieländer in die Höhe zu treiben. Wenn man sich für den Bailout entscheidet, dann mit allen Konsequenzen, ansonsten generiert man Unsicherheit.

Der aber mit Abstand größte Fehler lag in der Umsetzung der Restrukturierung griechischer Staatsanleihen durch das PSI. Hierbei wurde die zentrale Klausel eines jeden Kreditvertrages gebrochen – die pari passu Stellung der Gläubiger. Einerseits bedient Griechenland nach wie vor seine nach internationalem Recht begebenen Anleihen (und wird es aller Voraussicht nach weiter tun), andererseits steht genau die Befreiung des offiziellen Sektors (EZB, EIB) nun im Mittelpunkt der Kritik und deren Aufhebung wird bei der Diskussion eines weiteren Schuldenschnitts bereits offen angesprochen.



Letztendlich hat die Rettungsstrategie rein ökonomisch (von der politischen Wirkung mal ganz abgesehen) versagt und die Situation kann sich auf absehbare Zeit nicht verbessern, da es ökonomisch völlig ausgeschlossen erscheint, dass Griechenland eine Schuldenreduktion aus eigener (ökonomischer) Kraft schaffen kann. Soweit stimmen wir hier mit dem Konsensus überein. Das Problem ist hierbei kein idiosynkratisches – die ganze Eurozone wird voraussichtlich noch mehrere Jahre mit einem Primärdefizit umgehen müssen. Die Problematik mag relativ betrachtet pro Jahr geringer werden – absolut betrachtet bleibt das zentrale Problem ungelöst: Die Staaten geben mehr Geld aus als sie einnehmen.

Primärdefizit (in % BIP; erwartet ab 2012):
Eurozone, Spanien und Deutschland
Quelle: IMF Fiscal Monitor 2012

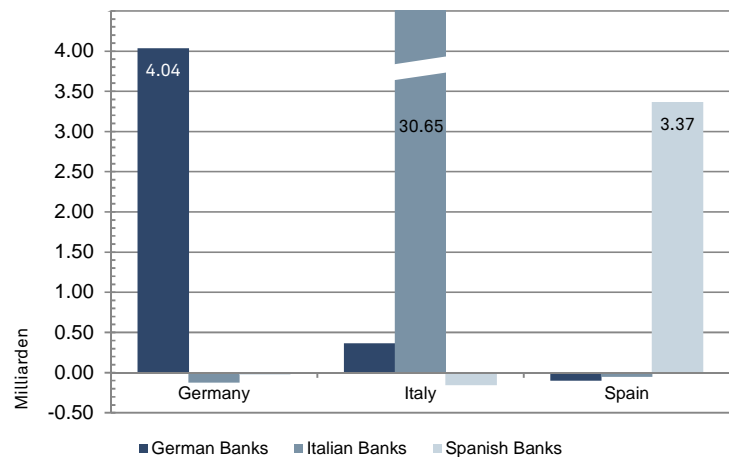


Was die aktuellen ökonomischen Alternativen anbelangt, tun wir das eher nicht. In der jetzigen Situation stellt der Austritt Griechenlands keine Option dar. Wohl wissend, dass auf die Geberländer weitere Belastungen zukommen werden, müssen diese in Vergleich zu den Kosten eines Austritts Griechenlands gesetzt werden – und letztere sind ungleich höher. Allein der erwartete Anstieg der Refinanzierungskosten an den Kapitalmärkten, der zumindest für Portugal und Spanien weitere Hilfsmaßnahmen nötig machen würde, würde höhere Kosten bedingen als weitere Transferzahlungen an Griechenland (bzw. der Verzicht auf Forderungen). Nachdem das Zeitfenster, in dem ein Austritt Griechenlands möglich gewesen wäre, verpasst wurde, bleibt aus Sicht Europas die dominante Strategie die Bereitstellung weiterer Hilfgelder, auch wenn es äußerst wahrscheinlich erscheint, dass das nötige Bailout-Volumen sukzessive ansteigen wird.

Der zentrale Kritikpunkt bleibt unserer Ansicht nach die Ignoranz von Seiten der europäischen Autoritäten gegenüber den Mechanismen des Kapitalmarktes. Das einzig Logische – während der letzten drei Jahre der Umsetzung immer neuer und wenig abgestimmter Rettungsmaßnahmen – war die Reaktion der Finanzmärkte. Diese mögen in den Augen vieler moralisch bedenklich wirken, aber es ist nun mal eine ökonomische Tatsache, dass die enormen Refinanzierungsherausforderungen des nächsten Jahrzehnts innerhalb Europas angesichts der hohen Schuldenquoten der Staaten sich ohne Zugang zu außereuropäischem Kapital nicht bewerkstelligen lassen. Gerade vor diesem Hintergrund erscheint es wenig hilfreich, die Funktionsweise der Märkte einzuschränken, da dies der Bewältigung der Refinanzierungsbemühungen diametral entgegen steht. Die aktuelle Situation der Krisenbekämpfung kann als „Pseudonationalisierung“ der Staatsverschuldung gesehen werden, wie in der folgenden Abbildung anschaulich dargestellt ist. Dies stellt eine reine Verschiebung von Forderungen dar und trägt in keinsten Weise zur Lösung des europäischen Dilemmas bei!



**Änderung der Bestände
inländischer Staatsanleihen:**
Deutschland, Italien und Spanien
(31.12.2011 vs 30.6.2012)
Quelle: EBA



Um hier sofort dem Anschein der Proklamation simplen fundamental-liberalen Gedankenguts entgegenzutreten, bleibt zu sagen, dass es für Europa nur eine realistische Alternative zur Geldbeschaffung am Kapitalmarkt gibt – die Umwandlung von privatem in staatlichen Wohlstand bspw. über die Einführung von Vermögenssteuern. Aber auch diese Möglichkeit kann nur komplementär genutzt werden, da globale güterwirtschaftliche Interaktion eine ebensolche an den Kapitalmärkten voraussetzt. Es führt letztlich kein Weg an einer Haushaltskonsolidierung in Kombination mit weiteren Transferleistungen vorbei. Deshalb werden die Stimmen, die ein Auseinanderbrechen der Eurozone proklamieren, nicht so schnell verstummen – zu Unrecht, wie wir im Folgenden aufzeigen werden.

**Ist die Eurozone in einem
Gefangenendilemma?**

Eine immer beliebtere Methode zur Analyse der Finanzmärkte basiert auf spieltheoretischen Modellen. Wir wollen uns diesem Trend nicht verwehren und stellen dar, wie anhand des wohl berühmtesten „Spiels“ innerhalb der Wirtschaftswissenschaften – dem Gefangenendilemma – gezeigt werden kann, warum die Eurozone aller strukturellen Probleme zum Trotz noch länger Bestand haben wird als es die aktuelle Situation vermuten lässt. Wohl wissend, dass „das eigentlich Charakteristische dieser Welt [...] ihre Vergänglichkeit“ (Franz Kafka) ist.

Das Auseinanderbrechen der Eurozone scheint vorerst abgewendet, wobei oft das Argument verwendet wird, dass jedes Land seine Kosten und seinen Nutzen eines Verbleibs in der Eurozone gegeneinander abwägt. Dabei kann man argumentieren, dass sich eine gewisse Parallele der Euroländer mit den Protagonisten des Gefangenendilemmas herstellen lässt. Die Idee des Gefangenendilemmas ist mehr als 60 Jahre alt und geht auf A. W. Tucker zurück, der es entwickelte, um das Problem individueller versus kollektiver Rationalität aufzuzeigen. Hierbei werden zwei Gefangene betrachtet, die einer gemeinsamen Straftat verdächtigt werden. In getrennten Räumen verhört, haben beide die Möglichkeit, die Straftat zu gestehen oder zu schweigen, wobei die Höchststrafe bei sieben Jahren liegt. Kooperieren sie (beide schweigen), werden beide zu drei Jahren Haft verurteilt, gestehen beide, werden sie angesichts ihres Geständnisses zu jeweils fünf Jahren Haft verurteilt. Gesteht einer, während der andere schweigt, wird Ersterer zur Höchststrafe verurteilt, Letzterer in einer Art Kronzeugenregelung zu nur einem Jahr. Nachfolgend die kumulierten Gefängnisstrafen abhängig von der jeweiligen Strategie, die in diesem symmetrischen und einmaligen Spiel ohne Kenntnis der Strategie des anderen verfolgt wird.



	B schweigt		B gesteht	
A schweigt	-6	A: -3 B: -3	-8	A: -7 B: -1
A gesteht	-8	A: -1 B: -7	-10	A: -5 B: -5

Kollektiv rational ist es, wenn beide Spieler schweigen, da in diesem Fall die geringste akkumulierte Gefängnisstrafe eintritt (6 Jahre). Individuell rational ist es allerdings, dass beide Spieler gestehen, da sich unabhängig von der Strategie des anderen der jeweilige Spieler besser stellt. Gestehen ist also die dominante Strategie. Folglich verleitet die individuell rationale Strategie zu einem suboptimalen kollektiven Ergebnis, ein so genanntes Nash-Gleichgewicht – in diesem Fall ein nicht pareto-effizienter Zustand.

Übertragen auf die Eurozone referenzieren wir auf die viel zitierte Studie der Bertelsmannstiftung (www.bertelsmannstiftung.de), die sich wiederum auf den Weltreport 2012 der Prognos (www.prognos.com) stützt und in der die Kosten eines Ausstiegs-szenariums Griechenlands für die Weltwirtschaft abgeleitet werden. Obwohl die direkten ökonomischen Kosten eines Austritts Griechenlands (Staatsbankrott und daraus abgeleitete Forderungsausfälle) sich „nur“ auf ca. 400 Mrd. Euro belaufen, können potentielle Übertragungseffekte auf Portugal, Spanien und Italien zu weitaus höheren Kosten führen. Die in diesem Fall auftretenden Wachstumseinbußen und der Vertrauensverlust der Finanzmärkte werden in den oben genannten Studien mit knapp 1.200 Mrd. Euro (Griechenland und Portugal treten aus), über mehr als 3,6 Billionen Euro (Griechenland, Portugal, Spanien), bis hin zu mehr als 7.7 Billionen Euro (inkl. Italien) beziffert. Wir schenken diesen Prognosen zumindest relativ zu den Kosten der Rettung Griechenlands und der Etablierung eines langfristigen Transfermechanismus betrachtet im Folgenden Glauben und nehmen deshalb an, dass die Kosten eines Austritts für alle Länder höher sind als wenn diese Länder in der Eurozone verbleiben.

Auf die Situation des Gefangenendilemmas lässt sich diese Annahme wie folgt übertragen: Wir betrachten wiederum zwei Länder, die Teil einer größeren Währungsunion sind. Die Kosten eines gemeinsamen Austritts sind angesichts der oben beschriebenen Effekte für beide Länder (jeweils -5) von den höchsten kumulativen Kosten begleitet (-10). Verbleiben beide Länder im Währungsverbund, entstünden insgesamt Kosten von -6 (jeweils -3), die sich auch ökonomisch rechtfertigen lassen. Das eine Land ist ein Geberland und muss Transferleistungen anbieten, damit das andere Land in dem Währungsverbund verbleiben kann. Dieses ist ein Nehmerland und der Verbleib in der Währungsunion führt auch hier zu Kosten, da notwendige fiskalische Maßnahmen (inkl. Konsolidierung des Staatshaushalts) zu Anpassungskosten (Steuererhöhungen, Wachstumseinbruch, Arbeitslosigkeit) zu verkraften sind. Die Analogie dieses Beispiels mit der Situation Deutschlands und Griechenlands ist bewusst gewählt. Tritt allerdings nur ein Land aus, während das andere Land verbleibt, muss es nur niedrige Kosten tragen (-1), während auf das verbleibende Land sehr hohe Kosten von -7 zukommen. Bezogen auf die EWWU könnte man argumentieren, dass das aussteigende Land sich die Option einer Währungsabwertung billig erkaufte, die letztlich die notwendigen strukturellen Anpassungen zu vermeiden hilft, während das andere Land auf den kollektiven Kosten innerhalb des Währungsverbundes sitzen bleibt; man denke bspw. an potentielle Forderungen aus dem Target II-System. Die Auszahlungsmatrix sähe also wie folgt aus:



	Land B bleibt			Land B steigt aus		
Land A bleibt	-6	A: -3	B: -3	-8	A: -7	B: -1
Land A steigt aus	-8	A: -1	B: -7	-10	A: -5	B: -5

Befänden wir uns in einem klassischen Gefangenendilemma, würden sich beide Länder wiederum individuell rational verhalten, indem sie das Ausstiegsszenario wählen, da sich unabhängig von der Entscheidung des anderen Landes besser stellen. Wir haben also erneut das klassische Phänomen des Gefangenendilemmas mit der Folge, dass beide Länder die Währungsunion verlassen. Da sich diese Argumentation auf alle Länder des Währungsraums anwenden ließe, würde die Währungsunion zwangsläufig zerbrechen – mit den oben angesprochenen, extrem hohen Kosten für alle Beteiligten. Ist der Austritt der Euroländer also die dominante Strategie?

Die Situation des Gefangenendilemmas ist natürlich der Festlegung der Auszahlungsparameter geschuldet. Auch wenn man der Argumentation Glauben schenkt, sind die ökonomischen Kosten nur ein Teil der Gesamtkosten, die dem Land entstehen, welches austritt. Es kommen hier zusätzlich sehr hohe politische Kosten auf das Land zu. Im Falle der Europäischen Union muss damit gerechnet werden, dass das austretende Land politisch isoliert wird. Letztlich führt eben ein Austritt eines Landes nicht dazu, dass es völlig unabhängig von den in der Union verbleibenden Ländern agieren kann und hierbei in Zukunft wirtschaftlich „geschnitten“ wird. Es kommt also zu einer Situation, die in der Spieltheorie als „tit for tat“ (wie du mir, so ich dir) bekannt geworden ist. Das heißt, das austretende Land wird in Zukunft in der ökonomischen Interaktion mit den anderen Ländern von eben diesen „bestraft“, womit die Situation der Länder der EWWU einem Gefangenendilemma mit unendlichen Wiederholungen gleicht. Und genau dadurch wird kooperatives Verhalten ausgelöst, es ist eben nicht mehr individuell rational auszutreten, sondern der Verbleib lohnt sich angesichts der Wiederholung der Spielsituation. Deshalb kommt es in der Währungsunion zu Verhandlungslösungen, die implizit den Bestand derselben sichern!

Die Europäische Union ist in letzter Konsequenz sehr viel mehr als der Verbund von ökonomisch rational agierenden Individualstaaten, was oftmals von den Eurokritikern und Ausstiegsbefürwortern ignoriert wird. Folgt man dieser Argumentation, bleibt die EWWU aller Probleme zum Trotz sehr viel länger bestehen als das von vielen Seiten derzeit proklamiert wird. Das tut sie allerdings mit allen ökonomischen Konsequenzen für die Mitgliedsländer. Eine dieser potentiellen Gefahren könnte eine Inflationierung der Staatsschulden als eleganter Ausweg aus der Schuldenmisere sein, weshalb wir uns nun diesem Thema zuwenden.

Die Mär von der »financial repression«

Spätestens seit der Veröffentlichung des Papiers „*The Liquidation of Government Debt*“ von Reinhart und Sbrancia (NBER Working Paper No. 16893, März 2011) ist das Phänomen der „*financial repression*“ in aller Munde. Von vielen Experten (v. a. den Anhängern „realer“ Assets) wird dies als letzte Möglichkeit zur Bekämpfung der Schuldenkrise gesehen, wobei die Voraussetzungen derselben denkbar einleuchtend und praktikabel erscheinen:

1. Der Staat hat die Möglichkeit, Zinssätze zu kontrollieren.
2. Der Staat besitzt praktisch die Macht, das eigene Bankensystem zu kontrollieren (durch faktische Beteiligungen oder regulativ).
3. Der Staat kann die heimischen Finanzinstitute zum Halten von Staatsanleihen zwingen (wir verweisen hier auf die später folgende Analyse des „Collateral-Engpasses“; bspw. durch die Liquiditätsanforderungen in Basel III oder die Collateralanforderungen durch die Umsetzung der *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR)).



4. Der Staat hat die Möglichkeit, Kapitalkontrollen einzusetzen, um den Abfluss von Kapital zu verhindern.

Sind diese Voraussetzungen gegeben, hat der Staat die Möglichkeit, Anleihen zu niedrigen nominellen Zinsen zu emittieren und angesichts negativer Realzinsen (unter der Annahme inflationärer Tendenzen) reduziert sich sukzessive die Staatsverschuldung. In der Vergangenheit konnte man empirisch diese „Politikmaßnahme“ bei vielen Emerging Markets-Ländern nachweisen, wobei das am häufigsten zitierte Beispiel nach wie vor die Politik der USA nach dem Zweiten Weltkrieg darstellt. Angesichts der Einfachheit dieser Lösung und des seit Jahren zunehmenden Hanges in jeglichem staatlichen Handeln eine Verschwörung zu sehen, nimmt die Zahl derjenigen zu, die exakt dies für die Eurozone erwarten. Es gibt aber einige ökonomische Tatsachen, die bei genauerem Hinsehen gegen finanzielle Unterdrückung sprechen.

Das schwächste Argument hierbei ist, dass die europäischen Regierungen faktisch keine Möglichkeit haben, das Zinsniveau zu beeinflussen – dieses Monopol liegt in den Händen der EZB. Jedoch hat die Ankündigung des unbegrenzten Aufkaufs von Staatsanleihen der Krisenländer einigen Zweifel an deren Unabhängigkeit aufkommen lassen (Voraussetzung 2). Und aktuell lässt sich nicht leugnen, dass die Zinssätze extrem niedrig sind und deshalb einige Länder zu sehr günstigen Konditionen refinanzieren können. Deutschland bspw. lässt sich durch die Emission von Staatsanleihen mit negativen Renditen in den letzten Monaten immer wieder dafür bezahlen, dass es sich Geld leiht. Die zweite Voraussetzung ist in der Praxis ebenfalls gegeben. Europäische Finanzinstitute sind entweder in den Händen des Staates oder werden enormen regulatorischen Maßnahmen unterworfen und somit kann der Staat seine Finanzinstitute eben auch zum Halten von Staatspapieren veranlassen (Voraussetzung 3).

Ganz so einfach wird das Erfüllen der vierten Voraussetzung nicht. Offensichtlich bestehen keinerlei (direkte) Kapitalkontrollen in Europa und auch die geplante Einführung der Europäischen Finanztransaktionssteuer (Anfang 2014) kann nicht als Barriere interpretiert werden, mit der europäisches Kapital an der Migration in nicht europäische Länder gehindert werden kann (eher das Gegenteil ist der Fall). Kann man Kapital nicht daran hindern, dass es dorthin fließt, wo es seine höchste Rendite erwirtschaftet, dann funktioniert die finanzielle Unterdrückung nicht! Zumindest nicht für den Teil der Finanzindustrie, der direkten Staatseingriffen ausweichen kann, bspw. der Fondsindustrie, die eben dann höher rentierende Anlagemöglichkeiten im Ausland sucht. Nun ist es aber so, dass in den großen Ökonomien die ersten drei Voraussetzungen erfüllt sind (Europa, USA, Japan) und somit eine faktische Besteuerung des Kapitals durch „financial repression“ auch bei vollkommener Mobilität des Kapitals möglich ist.

In diesem Zusammenhang sei allerdings auf den globalen Systemwettbewerb hingewiesen. Es gibt einige Länder, die eine interessante Alternative zu denjenigen Ländern darstellen, die potentiell durch „financial repression“ einen eleganten Weg aus der Schuldenfalle suchen. Das erklärt bspw. den starken Zufluss in Emerging Markets, wobei auch China eine Rolle spielen könnte, indem das Land genau dann seine Finanzmärkte weiter öffnet, wenn „Fluchtgelder“ der finanziell Unterdrückten eine neue Heimat suchen. Die ökonomische Tatsache fast völlig mobilen Kapitals spricht also stark gegen den Erfolg einer Politik der „financial repression“. Aber es spricht dafür, dass die Zinsen langfristig auf niedrigem Niveau verharren, was uns zu der anschließenden Thematik führt.



Where is the money, Lebowski?

Die Reaktion der regulatorischen Autoritäten auf die Krisen der letzten Jahre ist völlig verständlich, aber manchmal überwiegt hier der gute Wille die Effizienz in der Umsetzung der Regulierungsmaßnahmen. Wir haben bereits mehrmals die diametralen Wirkungen verschiedener Regulierungsansätze beschrieben und wollen uns deshalb an dieser Stelle auf ein äußerst interessantes Phänomen beschränken – der ökonomischen Tatsache, dass die von den Regulatoren geforderten Sicherheiten das Finanzsystem in einen Engpass treiben, da es diese überhaupt nicht zur Verfügung stellen kann!

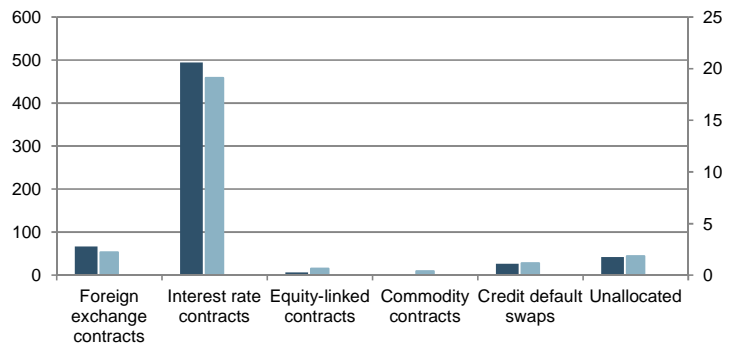
Ein zentraler Punkt dieser Argumentation ist darin zu sehen, dass in Basel III für Banken im Zuge der Erkenntnisse der letzten Jahre ein effizienteres Liquiditätsmanagement vorgesehen ist. Die dominante Kennziffer hierbei stellt die "Liquidity Coverage Ratio" dar, mit der die Liquiditätsdeckung eines Finanzinstituts beschrieben wird. Durch die Einhaltung dieser Kennziffer soll die kurzfristige Zahlungsunfähigkeit einer Bank vermieden werden, bzw. soll sicher gestellt werden, dass eine potentielle Liquiditätslücke in einem Stress-Szenario durch einen ausreichenden Liquiditätspuffer abgesichert ist. Dieser Liquiditätspuffer kann nur durch liquide und qualitativ hochwertige Vermögenswerte generiert werden, also solche, die auch in gestressten Märkten jederzeit und bei moderaten Geld-Brief-Spannen liquidiert werden können. Diese Liquiditätsdefinition im engeren Sinne umfasst Zentralbankreserven, liquide Mittel und Staatsanleihen. In einer weiteren Definition können mit einem Haircut von 20-40 % Pfandbriefe und Unternehmensanleihen berücksichtigt werden. Also genau die Assetklassen, bei denen die Bildung einer spekulativen Blase angesichts der extrem niedrigen Renditeniveaus zumindest nicht ausgeschlossen werden sollte. Genau diese Finanzinstrumente erfahren durch die Liquiditätsanforderung im Basel III Regime zusätzliche Nachfrage.

Global ausstehendes Volumen OTC-Derivate

(in 1.000 Mrd. USD)

Quelle: BIS

- Notional amounts outstanding (total = US\$ 639 trillion; left axis)
- Gross market values (total = US\$ 25 trillion; right axis)



Aber diese zusätzliche Nachfrage hat noch einen anderen – wenn auch regulatorischen – Treiber: die gewünschte „Abschaffung“ des OTC-Marktes, bzw. die Collateralanforderungen in Clearinghaus-Regimes.

Das Clearing von Kreditderivaten in den USA über die ICE hat in 2009 den Anfang gemacht – EMIR wird das zentrale regulatorische Instrument in Europa sein, um OTC-Derivate über Clearinghäuser abzuwickeln und am 1.1.2013 in Kraft treten. Auch wenn es einige Zeit in Anspruch nehmen wird, bis im Rahmen von EMIR der Großteil der OTC-Derivate auf Clearinghäuser übertragen werden, zeichnet sich jetzt schon ein Problem ab – und zwar die mangelnde Verfügbarkeit von Sicherheiten! Der Hintergrund hierbei ist, dass ein Clearinghaus ja gerade deshalb von den regulatorischen Autoritäten gewünscht ist, damit Kontrahentenrisiken minimiert werden (die logische Folge der Paranoia eines weiteren Lehman-Falles). Dafür benötigt es Sicherheiten, die von den Transaktionspartnern gestellt werden müssen. Nun stellt sich wiederum die Frage, welche Sicherheiten das sein sollen und auch hier gleicht die Definition derjenigen des Basel III

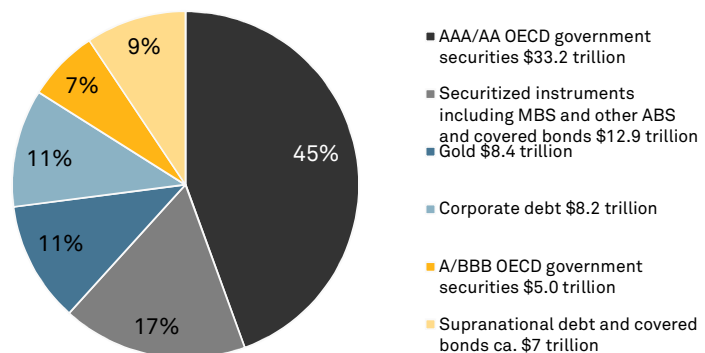


Regimes, womit wir erneut bei der Frage wären, wo denn das ganze Material für Sicherheitenstellung herkommen soll.

Im obigen Diagramm ist das globale Volumen an ausstehenden OTC-Kontrakten aufgezeigt, welches sich auf ein Vielfaches des globalen Sozialproduktes beläuft und bei knapp 640 Billionen USD liegt (nur um sicherzugehen: Wir verwenden die europäische Definition von Billion und sprechen folglich von 640 Tausend Milliarden USD). Der Marktwert (der letztlich mit Sicherheiten hinterlegt werden muss) beläuft sich aktuell auf 25 Billionen USD, schwankt aber natürlich mit der Volatilität der den Derivaten zugrunde liegenden Assets. Bspw. würde ein starker Anstieg des Zinsniveaus dramatisch steigende Collateral-Erfordernisse mit sich bringen.

Global ausstehendes Volumen an potentiellen Sicherheiten (total 74.400 Mrd. USD):

Quelle: IMF GFSR 04/12



Vergleicht man das Volumen ausstehender OTC-Derivate mit dem der aktuell als Sicherheiten ausstehender Finanzaktiva, wird eines sehr deutlich: Es fehlt an originären Sicherheiten! Einer Schätzung Morgan Stanleys zufolge würde sich der Bedarf an Sicherheiten allein bei Zinsderivaten (ausstehendes Volumen = 462 Billionen USD und unter der Annahme, dass 75 % der Transaktionen gecleared werden, auf etwa 1,1 % belaufen, also etwa 1.300 Milliarden USD. Das könnte laut IMF wiederum zu einem Nachfrageschub für Safe-Haven-Assets in Höhe von 2.000-4.000 Milliarden USD führen. Auch wenn wir uns in den letzten Jahren an einige Nullen gewöhnt haben, erscheinen diese Beträge jenseits des aktuell Machbaren oder anders formuliert wird der Markteinfluss regulatorischer Sicherheitenanforderungen nicht unterschätzt werden.

Vor diesem Hintergrund gibt es ein anderes Phänomen, das bereits von den Aufsichtsbehörden durchleuchtet wird – der Trend zu Collateral-Transformation. Hierbei werden Safe-Havens ihrer besten Verwendung zugeführt, indem bspw. Geldmarktfonds – die hohe Bestände von Sicherheiten, z. B. Staatsanleihen, halten – Banken diese zur Verfügung stellen, indem die Banken andere Assets (bis hin zu russischen Aktien) „swappen“ und hierfür einen Barausgleich im Falle von market-to-market Schwankungen sorgen. Die Zunahme dieser Transaktionen in den letzten Jahren zeigt deutlich die Knappheit des Gutes Collateral-adäquater Finanzinstrumente, wobei der aktuelle Rating-Trend (siehe Verlust AAA-Rating Frankreichs bei Moody's) diese Knappheit in den nächsten Jahren eher verschärfen sollte! Letztlich soll die Abschaffung des OTC-Marktes die systemischen Risiken des Finanzmarktes verringern – sie schafft aber nur neue systemische Risiken an anderer Stelle! Deshalb verwundert es nicht, dass auch in unserem Ausblick für 2013 Regulierungstendenzen eine dominante Rolle spielen.



**Cross-Asset-View:
In the long run, we are all debt!
(frei nach J.M. Keynes)**

In einer Niedrigzinsphase à la Japan gibt es nur einen Gewinner und der scheint der Mehrheit der Analystenmeinungen folgend für 2013 sicher zu sein: Credits. Offensichtlich gibt es einige gute Argumente, die für die Kreditmärkte sprechen, wobei es sich weniger um rein fundamentale Gründe handelt, sondern vielmehr um technische. Wir erinnern uns gerne an das als „technical bid“ bezeichnete Phänomen der Jahre 2005-2007, in dem die Kreditmärkte von der enormen Aktivität am Structured-Credit-Markt profitiert haben, sodass trotz sich eintrübender fundamentaler Daten Credit-Spreads ein historisches Tief erreicht haben. Wir sind aktuell in einer ähnlichen Situation – obwohl die Gefahren bezüglich der Entwicklung der Weltwirtschaft von den meisten Marktteilnehmern als hoch eingeschätzt werden, profitieren die Kreditmärkte von der Ermangelung attraktiver Alternativen. Und es gibt wirklich einige technische, aber auch fundamentale Gründe, die auch in 2013 für Credits sprechen:

1. Die anhaltend hohe Liquiditätsversorgung (LTROs laufen erst Ende 2013 bzw. Ende 2014 aus) spricht dafür, dass vor allem die Fixed-Income-Märkte weiter stark nachgefragt werden.
2. Die Suche nach zusätzlichem Collateral (s. o.) wird einen Nachfrageschub von „neuen“ Investoren (solche, die auf der Suche nach „billigem“ Collateral sind) bedingen, der v. a. hohen Qualitäten (bis Single-A) zu Gute kommt.
3. Der Verschuldungsgrad im aktuellen Credit-Zyklus ist nach wie vor auf relativ niedrigem Niveau – eben auch angesichts der Tatsache, dass die Refinanzierungskosten absolut betrachtet historisch niedrig sind. Auch dies gilt wiederum vor allem für gute Qualitäten.

Es bestehen allerdings einige Gefahren, die wir als zentrale Risiken der aktuell niedrigen Risikoaversion an den Märkten sehen. Die Niedrigzinsphase birgt immense Risiken für Asset-Liability getriebene Investoren, v. a. für Versicherungen. Je länger diese Phase anhält, desto höher die Wahrscheinlichkeit, dass es zu einem systemischen Schock in diesem Segment und den damit verbundenen negativen Übertragungseffekten kommt. Genau der Faktor, dem die größte Unterstützung der Märkte in 2013 zugesagt wird, stellt eben auch das größte Risiko dar.

Ein unserer Ansicht nach zentraler Punkt wird weitgehend ignoriert. Obgleich „financial repression“ bei den meisten Investoren als Gefahr für die Investoren betrachtet wird, werden realwirtschaftliche Konsequenzen weitestgehend ignoriert. Wenn die finanzielle Unterdrückung aus oben genannten Gründen auf die Investoren unserer Ansicht nach einen weniger starken Einfluss hat, besteht natürlich eine andere Möglichkeit des Staates, die ungleiche Verschuldungsverteilung zwischen den Sektoren der Volkswirtschaft zu nivellieren – und zwar, indem Unternehmen eine höhere Abgabenlast schultern müssen.

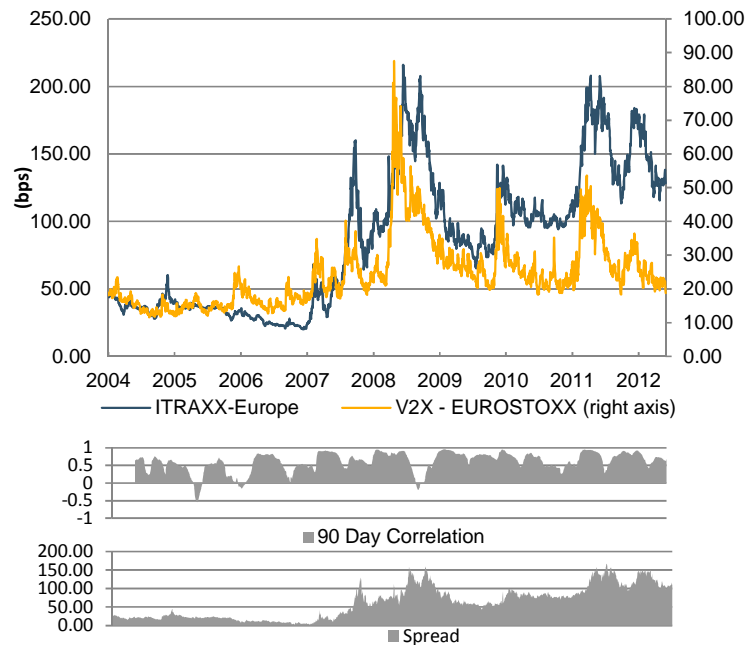
Letztendlich darf die generöse Liquiditätsversorgung durch die Zentralbanken allerdings auch nicht darüber hinwegtäuschen, dass natürlich nicht alle Unternehmen davon profitieren. Die wirtschaftliche Abkühlung in Europa und den USA wird vor allem zyklische Unternehmen, die keinen Zugriff zu billiger Refinanzierung haben (HY) in eine schwierige Situation bringen. Gerade angesichts des immensen Runs auf HY-Anleihen als letzte Möglichkeit vieler Fixed-Income-Investoren zur Renditesteigerung in 2012 verteuerte das Segment relativ. Hier sollte sich folglich eine zyklisch bedingte Spreadausweitung als erstes zeigen und das kann durchaus in 2013 schon der Fall sein. Obwohl „Yield-Jäger“ weiter auf den HY-Zug aufspringen werden, zeichnen sich erste Warnsignale ab – vor allem am amerikanischen HY-Markt. Während die implizite Volatilität an den Aktienmärkten nach wie vor extrem niedrig ist (VIX @ 15 % im Vergleich zum langjährigen Durchschnitt von ca. 20 %), ist die Volatilität an den US HY-Märkten im Herbst stark angestiegen.



Vor dem Hintergrund, dass Credits auch in 2013 als die Assetklasse, in der man sein muss, gesehen wird, haben klassische Alternativen wie Staatsanleihen und Aktien einen schweren Stand. Aktien erfahren eben durch die Liquiditätsversorgung eine sehr viel geringere technische Unterstützung als die Kreditmärkte, während Unternehmen mit Gewinnrückgängen in einem Umfeld leicht rezessiver Tendenzen rechnen müssen. Im folgenden Chart ist die implizite Volatilität im Vergleich zum iTraxx Main abgebildet und es zeigt sich deutlich, dass wir uns aktuell in einer Phase historisch attraktiver Spread-Niveaus im Vergleich zur Aktienvola befinden.

Implizite Volatilität EuroStoxx (%) und iTraxx Europe in bp

Quelle: Mark-IT; Bloomberg



Wir denken nicht, dass die Blase in Staatsanleihen in 2013 platzen wird. Niedrige Zinsen sind elementarer Bestandteil der Rettungsbemühungen der Eurozone ebenso wie bei der Refinanzierung der USA – das Grundproblem der „formerly known as safe haven“ Assetklasse Staatsanleihen liegt einfach in ihrem extrem beschränkten Performancepotential. Viel mehr Sinn macht es vor diesem Hintergrund sich Gedanken über die Spread-Divergenzen zwischen den Ländern der Eurozone zu machen – auch ohne an eine Wiederholung des exzessiven Konvergenz-Trades zwischen den Ländern bis 2008 zu glauben, spricht eine Aufrechterhaltung des Status quos dafür, dass die Renditeaufschläge der „Süd-Länder“ relativ zu den „Nord-Ländern“ rückläufig sein werden. Unser Augenmerk liegt Anfang 2013 weniger auf dem Risiko des „fiscal cliff“, da wir davon ausgehen, dass es eine Einigung auf politischer Ebene geben wird. Nicht nur Anhänger der Österreichischen Schule sehen langfristig vielleicht die größere Gefahr in einer Einigung, da das amerikanische Schuldenproblem letztlich nur verschoben und damit gravierender, aber nicht gelöst wird. Wir denken vielmehr, dass für den europäischen Investor die Einführung von EMIR einen nicht zu unterschätzenden Effekt haben könnte. Es ist hierbei durchaus davon auszugehen, dass es gerade zum Jahresanfang zu einer rückläufigen Liquidität an den Derivatemärkten kommen kann, womit mit zunehmender Volatilität gerechnet werden muss.

Eine weitere Idee, die auch auf regulatorische Eingriffe zurückzuführen ist, betrifft die relative Attraktivität von Financials versus Staatsanleihen. Nach der Einführung des Leerverkaufsverbots



auf europäische Staatsanleihen können Investoren keine Short-Positionen über Staaten-CDS aufbauen – jegliche Shorts werden folglich über das am stärksten korrelierende Instrument aufgebaut. Und das ist nunmal der iTraxx Financials Senior & Subordinated Index. Das spricht dafür, dass eine Rückkehr der Risikoaversion bzgl. der Entwicklung in Europa vor allem Financials unter zusätzlichen Druck durch den Kauf von indirekter Protection auf Europa setzen wird. Letztlich wird auch das Jahr 2013 einen sich fortschreibenden Trend hin zu alternativen Anlageklassen erfahren, wobei hier mehrere Faktoren zusammenspielen: die Abkehr von der traditionellen Portfoliotheorie, die mangelnde Attraktivität traditioneller Assetklassen sowie regulatorische Änderungen, die bestimmte Anlagestrategien gegenüber traditionellen Asset-Klassen bevorzugen. Aber genau in diesem Punkt besteht auch die Gefahr alternativer Anlagekonzepte: Wie in den Vorgänger-Publikationen dieser Veröffentlichung oftmals angesprochen, stellt die fortschreitende Regulierung einige Konzepte auf den Prüfstand – vor allem die Umsetzung von EMIR Anfang 2013 und die für 2014 geplante Einführung einer europäischen Transaktionssteuer.

In diesem Sinne wünscht Ihnen das gesamte XAIA-Team ein erfolgreiches 2013 und legt Ihnen die Weisheit des Paten ans Herz: „Nur wer seinen eigenen Weg geht, kann von niemandem überholt werden.“ (Marlon Brando)

2013er Forecast-Tabelle

	Q1	Q2	Q3	Q4
Credit				
IG Cash	+	+/o	o	o
IG CDS	+	+	+/o	+/o
HY Cash	+	o	-	--
HY CDS	+	+/o	o	-
Fin Cash	o	o	o	o
Fin CDS	-	-	-	-
Staatsanleihen				
Nord-Länder	o	o	o	O
Süd-Länder	+	+	+	+
iTraxx SovX WE	+/o	+/o	+/o	+/o
Volatilität (long)	o	+	+	++
Euro-Aktien	o	-	-	--

- ++ = "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)

* Von Frankie Lane (1958) als Titelsong der gleichnamigen Westernserie interpretiert und von den Blues Brothers (1980) aus purer Selbsterhaltung gecovered ohne den Sound wirklich zu mögen – vielleicht die bevorzugte Strategie der Mehrheit der Investoren in 2013.

Ein besonderer Dank geht an Nadja Ferger, Benjamin Pfister und Lars Kelpien, die bei der Fehlervermeidung wie auch bei deren Behebung wieder einmal tolle Arbeit geleistet haben. Die verbleibenden Fehler gehen natürlich auf das Konto des Autors.



Disclaimer

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

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

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Verkaufsprospekt) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Alle in der Darstellung geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der XAIA Investment GmbH zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die XAIA Investment GmbH behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die XAIA Investment GmbH kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können zudem für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen.

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

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

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

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

© XAIA Investment GmbH 2012