



## Der schwere Duft von Anarchie\*

Dr. Jochen Felsenheimer, Telefon +49 89 519966-120, jochen.felsenheimer@assenagon.com

**"Unser Wirtschaftssystem ist ein Gebilde von höchster und subtilster Differenziertheit bei grundsätzlicher Anarchie."**

*Wilhelm Röpke (Deutscher Ökonom)*

Ein bisschen Anarchie hat noch nie geschadet, allerdings nimmt die Zahl derjenigen Investoren stetig zu, die anfängt ökonomisch wenig rationale Entscheidungen angesichts steigender Ängste, bezüglich eines Totalzusammenbruchs des Systems, zu treffen. Letztlich zeigt auch die aktuelle Situation in den europäischen Peripherieländern klar auf, dass es nur zwei Alternativen gibt: Ein Auseinanderbrechen oder eine Transferunion. Beides hat mit Anarchie relativ wenig zu tun. In diesem Newsletter diskutieren wir die aktuelle Situation, die Möglichkeit eines Mad-Max-Szenarios und die impliziten Informationen, die aus CDS-Quantos abgeleitet werden können.

### Und täglich grüßt das Murmeltier

#### Das verlorene Jahrzehnt?

Die Wahlen in Griechenland (s. u.) wurden in den letzten Wochen als das zentrale Risiko eines Zusammenbruchs der Währungsunion stilisiert. Derweil kann hier höchstens von einer notwendigen, aber keinesfalls hinreichenden Bedingung für den Fortbestand des Euros in seiner jetzigen Form gesprochen werden. Wenn man die letzten zwei Jahre der Krisenbekämpfung Revue passieren lässt, hat es inzwischen einige Situationen gegeben, die als der zentrale Mechanismus verstanden wurden, die Eurokrise nachhaltig zu lösen: Die Restrukturierung der griechischen Staatsanleihen (PSI), die zwei Rettungspakete für Griechenland, die Rettungsmaßnahmen für Portugal und Irland, die Etablierung des EFSF und des ESM, die Marktinterventionen der EZB und erst kürzlich die Bereitstellung von Geldern aus den Rettungsfonds für das spanische Bankensystem. All diese Maßnahmen kann man im Einzelnen kritisieren, aber es wäre auch völlig realitätsfern zu glauben, dass eine einzelne Maßnahme in der Lage sei, die in über mehr als einer Dekade aufgebauten realökonomischen, aber auch monetären Ungleichgewichte aufzulösen.

Die aktuelle Kritik an der europäischen Krisenpolitik muss eher als eine mangelnde Abstimmung der einzelnen Maßnahmen verstanden werden, die teilweise kon-

träre Wirkungen an den Märkten ausgelöst und sich somit eben auch zumindest zum Teil gegenseitig neutralisiert haben. Und es kann den handelnden Institutionen natürlich vorgeworfen werden, dass sie die zentralen Mechanismen an den Kapitalmärkten weitgehend ignorieren und somit die notwendige Glaubwürdigkeit der Rettungsaktionen an den Märkten weiter konterkariert wird. Man darf aber auch nicht außer Acht lassen, dass es letztlich keine effiziente supranationale Institution in Europa gibt, die die notwendigen Politikmaßnahmen umsetzen könnte, womit der Krisenplan eher als Flickwerk erscheint und bisher wenig Effizienz in der Krisenbekämpfung gezeigt hat.

#### Krisenbekämpfung: Learning by doing

Ohne an dieser Stelle nochmals die bisherigen Rettungsmaßnahmen in Frage stellen zu wollen und in der Wahrnehmung, dass bzgl. der Effizienz dieser Maßnahmen auch in Zukunft nicht mit Besserung gerechnet werden darf, da hierfür ein starker Einschnitt in oligopolistische Bankenstrukturen notwendig wäre, bleiben letztlich drei zentrale Erkenntnisse aus den Ereignissen der letzten Jahre.

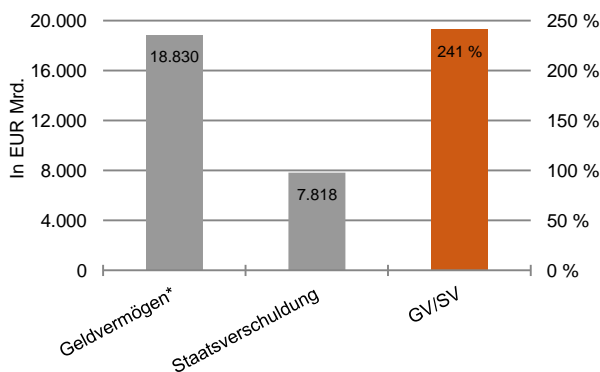
- Erstens wird das elementare Problem der zu engen Verflechtung der europäischen Banken und Staaten keine kurzfristige Lösung erfahren. Die Politik wird sich nicht dazu durchringen können, dem Bankensektor eine schnelle Konsolidierung zuzuführen, vielmehr muss hier mit einem an Japan erinnerndes "Ausschwitzen" der Probleme gerechnet werden. Und das kann – wie eben auch das Beispiel Japan zeigt – mehr als zwei Jahrzehnte dauern. Der Bailout des spanischen Bankensystems verdeutlicht, dass sogar bewusst eine weitere Verstärkung des Banken-Staaten-Verflechtungsproblems in Kauf genommen wird, und somit die irische Blaupause zur Konsolidierung des Bankensystems (die bereits erste Erfolge aufweist) für andere europäische Länder nicht in Frage kommt.
- Zweitens wird die Bekämpfung der Krisensymptome sehr viel Zeit in Anspruch nehmen. Die aktuellen Probleme in Spanien und Italien, die nach wie vor kritische Situation in Portugal und Griechenland und vor allem die geringe Abstimmung zwischen den einzelnen Hilfsprogrammen, die immer wieder Neuverhandlungen notwendig machen werden, sprechen gegen einen bald zu erwartenden Befreiungsschlag.



Es gibt in letzter Konsequenz zwei Extreme von Rettungsmaßnahmen: Solche, die eine schnelle und harte Anpassung nach sich ziehen und eben jene, die versuchen, die negativen Effekte über Jahre hinweg zu verteilen. Kurze Legislaturperioden in der Politik führen meist dazu, dass letztere Handlungsweisen bevorzugt werden.

- Drittens (und wir entschuldigen uns für die fortlaufende Wiederholung) gibt es auch einen äußerst erfreulichen Aspekt der europäischen Krise: Sie ist nämlich keine Schuldenkrise im klassischen Sinne, in der die Solvenz einer Volkswirtschaft aufgrund ihrer geringen Leistungsfähigkeit in Frage gestellt wird. Sie ist vielmehr eine Umverteilungskrise zwischen einzelnen Staaten, aber noch vielmehr zwischen einzelnen Sektoren der Volkswirtschaft. Wenn der Privatsektor in der Eurozone in der Lage ist, durch einen Transfer von 40 % seines Vermögens alle Staatsschulden komplett zu tilgen (siehe nachfolgende Abbildung), gleichzeitig die Ungleichverteilung (Gini, Hoover u. a.) in den europäischen Ländern zugenommen hat, wurde eben Wohlfahrt zu Kosten aller (des Staates) an wenige (Privathaushalte) umverteilt.

**Eurozone: Geldvermögen vs. Staatsverschuldung**



\* EA-17 ex Luxemburg, Malta, Zypern

Quelle: Allianz Global Wealth Report/Bloomberg

Dieses Argument darf unserer Ansicht nach durchaus strapaziert werden, da es nicht nur einen völlig vernachlässigten Aspekt der Krise aufzeigt, sondern diesem Aspekt eben auch zentrale Bedeutung bei den Lösungsansätzen zukommt. Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion ist ein politisches Gebilde, das auf keiner ökonomischen Legitimation beruht. Die realwirtschaftliche Entwicklung der Mitgliedsländer konvergiert nicht in dem Maße, dass keinerlei Ausgleichsmechanismen benötigt werden. In Abwesenheit der klassischen Ausgleichsmechanismen wie Wechselkurs-, nationale Geld- und Fiskalpolitik etc., muss dieses Konstrukt künstlich am Leben gehalten werden. Und dies ist ein-

zig und allein durch Transferzahlungen zu bewerkstelligen. Die Politik sollte nur so transparent sein, genau dies zu sagen und dann muss jedes Land die Kosten und Nutzen eines Verbleibs in der Union abwägen.

Es mag individuelle Gründe geben, warum immer mehr Stimmen zu einem Auseinanderbrechen der Währungsunion raten – unserer Ansicht nach gibt es aber wenig ökonomische Argumente im kollektiven Sinne. Die Etablierung von Transfermechanismen sind die Kosten, die man zu tragen hat, um die ökonomischen und politischen Vorteile eines gemeinsamen Währungsraums nutzen zu können. Dies darf durchaus kritisch beurteilt werden, aber man sollte nicht vergessen, dass Europa im Vergleich zu klassischen Schuldenländern (Argentinien) einen großen Vorteil hat: Es hat kein Solvenzproblem, das zwangsläufig in Währungsreformen usw. gipfeln muss, sondern "nur" ein Umverteilungsproblem. Dieses ist vielleicht nicht einfacher zu lösen, aber es ist aus ökonomischer Sicht weniger "existenziell".

**My Big Fat Greek Divorce ... Die Effekte des Wahlausgangs**

Auch wenn die europäischen Regulatoren es nicht immer wahr haben wollen – manches weiß der Markt einfach besser. So auch die Prognosen den Wahlausgang in Griechenland betreffend. Während die Umfragewerte noch kurz vor den Wahlen stark schwankten, konnte man schon Wochen zuvor die sehr hohe und gleichbleibende Wahrscheinlichkeit eines Sieges der Nea Dimokratia (70 % auf intrade.com) implizit aus Marktpreisen ablesen.

Nach dem sehr kurzem Aufatmen der Märkte am Montag nach der Verkündung des Wahlergebnisses kehrte sofort die Skepsis an die Märkte zurück, da bei realistischer Betrachtungsweise zwar das Schlimmste verhindert werden konnte, aber es immer noch sehr viele Möglichkeiten für das Eintreten des Zweitschlimmsten gibt.

Falls es Griechenland schaffen sollte, eine einigermaßen stabile Regierung zu bilden, die sich klar zum Euro bekennt und in der Lage ist, notwendige Strukturreformen umzusetzen, dann sind die Voraussetzungen für einen Verbleib in der Eurozone gegeben und die Gefahr eines ungeordneten Austritts abgewandt. So die Idee der europäischen Politik. Ganz so einfach wird es aber nicht werden. Griechenland befindet sich bereits in der Zahlungsunfähigkeit, nur zahlt sie eben die Dinge nicht, bei denen es nicht direkt zu einer Insolvenz kommt (Gehälter von Staatsbediensteten etc.). Das Land bezahlt aber auch nach dem PSI noch ihre Kupons und Fälligkeiten auf die noch ausstehenden International Bonds und sogar auf Anleihen nach griechischem Recht, die allerdings vom PSI ausgenommen waren. Ein Ausfall dieser Anleihen würde nämlich zu einer sofortigen Fest-



stellung des Zahlungsausfalls führen, womit genau das eintreten würde, was Europa seit zwei Jahren versucht zu verhindern: Die ungeordnete Insolvenz Griechenlands.

Aber gehen wir nun davon aus, dass Griechenland all das glückt, was die Troika als unabdingbare Voraussetzung dafür ansieht, dass die Hilfgelder freigegeben werden. Die griechische Regierung muss innenpolitisch – wie ja bereits angekündigt – trotzdem eine Lockerung der Sparaufgaben erreichen, was die Troika in eine schwierige Situation bringt. Was soll die Troika machen? Sie muss auf die Prolongation der Rückzahlungen eingehen, da es ein schmaler Grat zwischen Härte zur Durchsetzung von Reformen und sozialen Unruhen ist. Man wird letztlich Entgegenkommen zeigen müssen, da es ja keinen Masterplan für die Sparaufgaben gibt, sondern sich diese eines recht freien Verhandlungscharakters erfreuen dürfen. Jegliche Erleichterung der Sparaufgaben für Griechenland wird Nachverhandlungen anderer Krisenländer nach sich ziehen, womit die Troika noch eine Zeit lang beschäftigt wäre. Ohne klare Sanktionsregeln erscheinen vorher fixierte und nicht änderbare Krisenaufgaben vor diesem Hintergrund ein wichtiges Element zu sein, wenn es um die Etablierung dauerhafter Krisenmechanismen geht.

**Exkurs: "Capital Controls – An idea whose time is gone" (Rüdiger Dornbusch)**

Das Risiko von Kapitalflucht und Bank-Runs wird in der öffentlichen Diskussion immer stärker mit der Einführung von Kapitalkontrollen entgegnet. Und das, obwohl der freie Kapitalverkehr einen Grundpfeiler der Europäischen Union darstellt. Ohne uns rühmen zu wollen, die EU-Verträge bis ins Detail zu verstehen, hat sich am Markt die Meinung durchgesetzt, dass die Einführung von Kapitalkontrollen vertragskonform wäre, wenn es sich um eine außergewöhnliche Situation handelt. Von einem Status des Extraordinären darf aktuell getrost ausgegangen werden. Kapitalkontrollen werden unserer Ansicht nach sehr wahrscheinlich eingeführt, wenn ein Land die Eurozone verlässt und eine eigene Währung einführt. Ohne auf die technische Ausgestaltung von Kontrollen eingehen zu wollen (die aber durchaus eine entscheidende Rolle spielt) bewegt sich die Bandbreite zwischen regulatorischen Kapitalaus- und Kapitaleinfuhrkontrollen, bis hin zu eleganteren Lösungen wie Steuern auf grenzüberschreitende Kapitaltransaktionen. Neben der Frage, welche dieser Maßnahmen die effizienteste Lösung in spezifischen Situationen darstellt, besteht ein grundsätzliches Problem bei dieser in ökonomischen Kreisen durchaus als Holzhammermethode bezeichneten Maßnahme. Das große Risiko allein bei der Diskussion um die Einführung von Kapitalkontrollen ist nämlich, dass das Kapital von den

*Anlegern antizipativ abgezogen wird, da sie damit rechnen müssen, dies eben in Zukunft nicht mehr tun zu können. Vor diesem Hintergrund kann es zu selbsterfüllenden Effekten kommen, was letztlich dafür spricht, Kontrollen sehr schnell einzuführen. Da sich die politischen Entscheidungsträger in Europa in den letzten Jahren nicht gerade durch ihre Handlungsschnelligkeit ausgezeichnet haben, trägt die aktuelle Situation weder dazu bei, das Vertrauen der Investoren zu erhöhen, noch die nach wie vor anhaltende Kapitalflucht einzudämmen. Das Vorziehen von Kontrollen stellt in jedem Fall eine glaubwürdige Krisenbekämpfungsmaßnahme dar.*

*Ein Aspekt aus Credit-Perspektive spielt allerdings eine entscheidende Rolle – und zwar die Auswirkung auf die Unternehmen des Landes, welches Kontrollen einführt (siehe hierzu auch Lorenzen, H. (May 2012): Capital controls in Europe, Citi Credit Research). Hierbei ist die Art der Kontrolle maßgeblich und kann auch historisch belegt, starke Auswirkungen auf die Ausfallraten haben. Wenn Kapitalkontrollen auf rein "spekulative" Kapitalströme ohne realwirtschaftlichen Hintergrund abzielen, wird der Effekt auf die Unternehmen relativ gering sein. Anders gestaltet sich das Problem, falls auch Kapitalströme international tätiger Konzerne betroffen sind und möglicherweise der Liquiditätstransfer zwischen einzelnen Entitäten des Konzerns beschränkt wird. In diesem Fall kann es eben auch dazu kommen, dass Unternehmen der Zugang zum Kapitalmarkt erschwert wird. Im Extremfall kann man sich sogar vorstellen, dass die Unternehmen durch die Kontrollen daran gehindert werden, ihre Anleihen zu bedienen bzw. Kupons zu zahlen, was in der Standarddokumentation ein Kreditereignis auslösen würde. Genau in diesen Fällen führen Kontrollen eben zu steigenden Ausfallraten auf der Unternehmensseite, weshalb man sich durchaus Dornbusch's Meinung (s. o.) anschließen und von Kapitalkontrollen absehen sollte. Das gilt sogar im Falle des Austritts eines Landes aus der Währungsunion.*

**Das Mad-Max-Szenario**

**Mon Dieu, Montesquieu!**

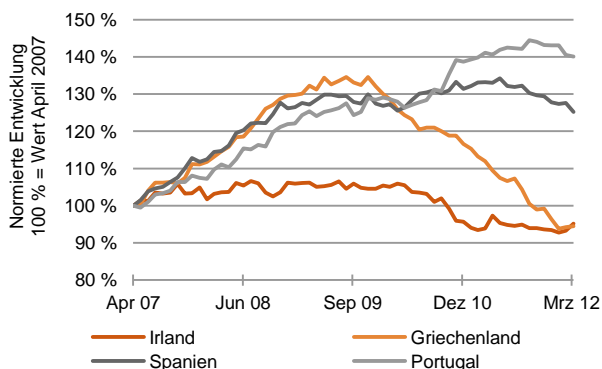
Viele Investoren fürchten inzwischen den Zusammenbruch des Systems. Nicht nur das Auseinanderbrechen der Europäischen Währungsunion, sondern auch den Zusammenbruch des Finanzsystems als Folge des Austritts eines oder mehrerer Länder aus der Währungsunion. Die Folge lässt sich seit Monaten an den Märkten beobachten. Deutsche Staatsanleihen rentieren auf Rekordtiefs, die Risikoaufschläge bei Bankanleihen handeln auf Rekordniveaus und Krisenwährungen wie Gold erfreuen sich einer wachsenden Fangemeinde. Allerdings erscheinen einige Krisen-Hedges als wenig sinn-



voll, sollte es wirklich zu einem Mad-Max-Szenario kommen.

Die Befürchtungen eines Totalzusammenbruchs sind auch deshalb gestiegen, da der Abzug von Bankeinlagen sowie ausländischen Kapitals (siehe Credit Newsletter 2012-03) aus den Krisenländern inzwischen besorgniserregende Ausmaße angenommen haben. In der folgenden Abbildung sind die Reaktionen der Sparer dargestellt.

**Einlagen von Privatkunden und Unternehmen bei Banken der Krisenländer**



Quelle: EZB, "Aggregated balance sheet of euro area monetary financial institutions, excluding the Eurosystem", Punkt 2.2.3

Das Problematische an Bank-Runs ist ihr selbsterfüllender Charakter. Den Teufelskreis zwischen schwindenden Bankeinlagen und der damit verbundenen steigenden Wahrscheinlichkeit, dass es zu Bankenpleiten kommt, ist von Regierungen nur dann zu durchbrechen, wenn sie glaubwürdig für die Einlagen der Bankkunden Garantien aussprechen können. Genau das muss bei Griechenland, Portugal und teilweise auch bei Spanien in Frage gestellt werden. Vor diesem Hintergrund ist es ein Segen für diese Länder, dass sie in einer Währungsunion eingebunden sind, da die Glaubwürdigkeit nicht nur von dem Land selbst abhängt, sondern eben auch von den supranationalen Institutionen. Das griechische Bankensystem würde isoliert betrachtet keine Überlebenschance haben, nur die Einbindung desselben in das europäische Target-2-System hält es am Leben. Die griechischen Banken besitzen eben die Möglichkeit, sich über die eigene Zentralbank mit Euros zu versorgen, um den rudimentären Zahlungsverkehr aufrechterhalten zu können.

Nichtsdestotrotz sind besorgniserregende Entwicklungen neben diesen rein monetären Phänomenen zu beobachten, die wiederum viele Investoren ein Mad-Max-Szenario fürchten lassen. Beispielsweise kursieren seit Wochen Meldungen über den Anstieg des Schusswaffenverkaufs in Portugal (plus 20 % gegenüber dem Vor-

jahr) oder der vermehrten Nachfrage nach Jagdgewehren in Griechenland (Schätzungen zufolge gibt es derzeit rund eine Million Jagdgewehre bei gerade mal knapp elf Millionen Einwohner), die als Ausdruck des Zweifels gegenüber des Funktionierens der Exekutive (oder noch gravierender der Gewaltenteilung!) gewertet werden können. Folglich steigt die Angst vor anarchischen Zuständen, die letztlich nichts mit ihrer ursprünglichen Idee zu tun haben, sondern vielmehr grundlegende Eigentumsrechte in Frage stellen. Spätestens jetzt muss man sich die ökonomischen Zusammenhänge klar machen, die völlig unabhängig von irgendwelchen politischen Erwägungen im Falle eines Auseinanderbrechens der Währungsunion wirken, um die "Anarchiegefahr" realistisch einschätzen zu können. Im Folgenden ist der Versuch dargelegt, die Konsequenzen unterschiedlicher Szenarien zu beschreiben.

**Anarchie-Alternativen**

Betrachtet man die möglichen Worst-Case-Szenarien, wird schnell deutlich, dass Anarchie ein eher unwahrscheinliches Ereignis sein wird. Was könnte (man beachte den Konjunktiv) aber realistischerweise passieren?

**1. Griechenland tritt aus der Währungsunion aus**

Falls es die griechische Politik nicht schaffen sollte, die eigene Bevölkerung von einem Verbleib im Euro zu überzeugen, wird sie nicht den nötigen Rückhalt für die harten, aber aus Sicht der Troika notwendigen, Reformbemühungen erhalten. Griechenland würde (zumindest) aus der Währungsunion austreten, die Drachme neu einführen und einen Staatsbankrott erster Güte fabrizieren. Für interessierte Leser empfiehlt sich folgendes Papier des ifo Instituts: Born et al., "Austritt Griechenlands aus der Europäischen Währungsunion", April 2012. Unserer Ansicht nach wären die Verwerfungen für Griechenland enorm, die direkten Auswirkungen für Europa aber durchaus überschaubar. Rein realwirtschaftlich spielt Griechenland eine sehr untergeordnete Rolle in Europa, was eben auch gegen irgendwelche realwirtschaftlichen Schocks (Exportrückgänge etc.) spricht. Angesichts der Tatsache, dass der Großteil (mehr als 95 %) der griechischen Staatsanleihen bereits restrukturiert wurde, kann man auch nur schwerlich desaströse Effekte auf Investoren ableiten. Es bleiben vor allem die Ängste vor negativen Übertragungseffekten, die natürlich größte Relevanz besitzen. Das entscheidende Argument ist hierbei, dass diese doch schon längst aufgetreten sind! Welche Schockwellen soll Griechenland noch senden, die die Investoren nicht schon mehrfach bekommen haben? Es könnte sogar zu dem gegenteiligen Effekt kommen, nämlich dass an den Märkten eine gewisse



Erleichterung eintritt. Dieses Szenario hätte fatale Folgen für Griechenland, aber das Risiko eines Zusammenbruchs des europäischen Kapitalmarktes erscheint unserer Ansicht nach äußerst gering. Das gilt auch wenn man die Forderungen aus dem Target-2-System betrachtet, die gegenüber Griechenland bei etwa EUR 100 Mrd. liegen. Das ist für Kern-europa ein überschaubares Problem.

## 2. **Mehrere Länder treten aus der Währungsunion aus**

Nehmen wir an, alle Peripherieländer verlassen die Eurozone, es verbleiben aber die "guten" Länder in der Währungsunion und der Euro hat weiterhin Bestand. In diesem Fall würden die Schockwellen das europäische Bankensystem angesichts der Peripherierisiken auf den Bankbilanzen komplett aus den Angeln heben. Genau in diesem Fall stünde das Finanzsystem vor einem Szenario, welches die Lehman-Pleite leicht in den Schatten stellt. Hier kommt es zu einigen adversen Effekten, die einen massiven Eingriff der EZB erfordern würde. Ansonsten muss man davon ausgehen, dass keine einzige europäische Bank diese Situation überleben würde. Der Euro würde allerdings in diesem Szenario profitieren, da die verbleibenden Euroländer eine sehr viel stabilere Union bilden, als das aktuell der Fall ist. In dieser Situation profitieren relativ gerade die Investoren, deren Asset-Basis juristisch in der "neuen" Währungsunion verbleibt, da der Außenwert desselben zunehmen wird. Die Forderungen aus dem Target-2-System würden in so einem Fall bestehen bleiben, wobei deren Rückzahlungszeitpunkt prolongiert werden würde. Aber auch hier sind wir weit von einem Anarchieszenario entfernt.

## 3. **Die totale Währungsreform in Europa**

Die Europäische Währungsunion zerbricht in ihre Bestandteile und alle Mitgliedsländer kehren zu ihren Landeswährungen zurück. Aus der Sicht Deutschlands unterscheidet sich dieses Szenario im Kern nicht von demjenigen in Punkt 2. Die Forderungen aus dem Target-2-System werden logischerweise nicht signifikant höher sein, während Investoren, die ihre Asset-Basis in den guten Ländern halten, nicht mit Vermögenswertdeflation rechnen müssen, sondern eher mit dem Gegenteil. Auch in diesem wohl schlimmsten anzunehmenden Unfall aus Sicht Europas bedeutet das in keinsten Weise, dass die logische Alternative Anarchie heißt. Letztlich werden alle Länder ihre Währungen frei floaten lassen, womit der Anpassungsdruck von den Faktormärkten (z. B. Arbeitsmarkt) dieser Ökonomien weicht. Die jüngere Historie (bspw. Argentinien) zeigt, dass Währungsreformen ein durchaus geeignetes Instrument sein können, um langfristig aufgebaute realökonomische Ungleichgewichte zu beseitigen. Für die Volkswirt-

schaft entstehen hier natürlich Anpassungskosten, aber diese sind steuerbar, ohne dass es deshalb zu nachhaltigen gesellschaftspolitischen Umwälzungen kommt!

## Sag mir Quanto, sag mir wann...

### Opportunitäten in Quanto-CDS

Seit dem Ausbruch der Eurokrise ist ein Marktsegment in den Mittelpunkt gerückt, das vorher eher ein Schattendasein geführt hat: CDS-Quantos, mit denen bei europäischen Staaten-CDS die Spread-Differenzen zwischen US-Dollar (Standard) und Euro-denominierten Credit Default Swaps gehandelt werden. Der Hintergrund von Quantos ist relativ simpel. Kauft man eine CDS-Versicherung auf ein Land in der Landeswährung, hängt im Falle eines Kreditereignisses die Kompensationszahlung aus Sicht eines ausländischen Versicherungskäufers von der Entwicklung der Landeswährung ab. Im Kreditereignis ist davon auszugehen, dass dieselbe stark abgewertet wird, was den Wert der Kompensationszahlung entsprechend verringert. Deshalb ist beispielsweise Versicherung auf die USA in Euro teurer (mehr Wert aus Sicht des Versicherungskäufers) als in US-Dollar. Vor dem Hintergrund einer Währungsunion gewinnt dieses Instrument aber zunehmend an Bedeutung.

Die theoretische Modellierung von Quanto-Risiken ist allenfalls als rudimentär zu bezeichnen. Es wird versucht, eine mögliche Abwertung der Inlandswährung gegenüber der Referenzwährung (Standardwährung) im Falle eines Kreditereignisses zu quantifizieren und somit eine arbitrage-freie Preisbeziehung zwischen den zwei CDS-Kontrakten abzuleiten. Letztlich wird die Differenz des Expected Loss der zwei Kontrakte im Default Leg unter der Annahme eines Sprungs der Währungsrelation berechnet und somit ein Spread-Abschlag des CDS referenzierend auf die Inlandswährung gegenüber dem Standard-CDS abgeleitet. Man kann in die Preismodellierung des CDS auch Währungsvolatilitäten und -korrelationen einführen, womit sich Preisabweichungen zwischen beiden CDS-Kontrakten nicht nur im Default Leg, sondern auch im Survival Leg ergeben. Diese Effekte sind bei hohen Ausfallwahrscheinlichkeiten unserer Ansicht nach eher zu vernachlässigen.

Das war die schnöde Theorie. In der Praxis lassen sich hier sehr viel interessantere Erkenntnisse ableiten. Obwohl inzwischen mehrere Banken aktiv am Quanto-Markt beteiligt sind, lässt sich eine ziemlich starke Abweichung der Preisindikationen feststellen. Offensichtlich ist der Grund dafür eher in den Handelsbüchern der Banken und in Angebots-/Nachfrage-Konstellationen zu finden als in Abweichungen der Modellannahmen. In der folgenden Tabelle sind einige indikative Quanto-Bewertungen für europäische Staaten-CDS aufgeführt.



**Sovereign-CDS-Quantos (Indikationen)**

Land	5 Jahre Quanto (bid/offer) in bp
Belgien	105/115
Deutschland	60/80
Frankreich	95/110
Italien	75/85
Niederlande	45/55
Österreich	70/90
Portugal	1,5/3 Prozent Upfront
Spanien	125/140
Zypern	0/0

Quelle: Broker runs

Die Abweichungen in den Quanto-Bewertungen zwischen Banken sind einerseits in der geringen Markttiefe begründet, weshalb größere Kundenanfragen sehr schnell zu einer Risikoposition auf den Bankbüchern führen, die letztlich nicht adäquat abgesichert werden können. Andererseits spielen eben auch interne Währungsrisikoparameter eine Rolle. Aus Sicht einer US-Bank entfalten Eurorisiken (u. a. bilanziell) eine völlig andere Wirkung als bei einer europäischen Bank, deren Bilanz in Euro bewertet wird. Hier ergeben sich aus Sicht der Investoren immense Opportunitäten, da diese unterschiedlichen Positionen ausgenutzt werden können. Das gilt insbesondere dann, wenn man bestimmte Fälligkeiten auf den CDS-Kurven betrachtet. Vor allem bei europäischen Staaten-CDS lassen sich aus diesem Marktsegment allerdings noch andere Erkenntnisse ableiten.

**Das Ausfallszenario**

Ein gutes Beispiel hierfür war die Situation Griechenlands. Euro-denominierte Griechenland-CDS haben in der Spitze ca. 100 bp (abhängig von der Laufzeit) im laufenden Spread unter USD-denominierten CDS gehandelt. Aus Sicht eines europäischen Investors mit einer Euro-P&L, der CDS-Versicherung kaufen möchte, birgt der Euro-CDS keine Währungsrisiken und ist sogar noch erheblich günstiger. Gerade bei Griechenland dürfte auch die Frage gestellt werden, ob der Euro im Falle eines Kreditereignisses überhaupt gegenüber dem USD fallen würde, oder ob nicht der Austritt des Landes den Euro stärken würde, da es sich ja um sein schwächstes Mitgliedsland handelt. Das Argument trifft auf alle kleinen Euroländer zu, während bei Deutschland eine große Spread-Differenz zwischen Euro- und US-Dollar-CDS ökonomisch vollkommen rational erscheint vor dem Hintergrund, dass ein Kreditereignis auf Deutschland auch das Ende des Euros bedeuten würde. Je höher also die Wahrscheinlichkeit, dass der Euro wirklich durch ein Kreditereignis eines seiner Mitgliedsländer geschwächt

wird, desto größer sollte diese Spread-Differenz sein. Offensichtlich spielt der Währungseffekt vor allem im Ausfallszenario eine dominierende Rolle, weshalb sich Quanto-Preise in der speziellen Situation einer Währungsunion eben dazu nutzen lassen, implizite Austrittswahrscheinlichkeiten abzuleiten, auch wenn sich dieser Effekt quantitativ nicht ohne weiteres von den Währungseffekten trennen lässt.

Da ein Austritt aus der Währungsunion (unter Annahme einer Re-Denominierung der Währung bzw. einer Restrukturierung der Staatsschulden) in jedem Fall ein Kreditereignis im CDS auslöst, sprechen bei den Krisenländern niedrige Quantos gerade bei sehr hohen Ausfallwahrscheinlichkeiten (der Wert der beiden CDS in der Auktion ist derselbe) für eine sehr geringe Auswirkung auf das Konstrukt der Währungsunion und auf die Gemeinschaftswährung.

Bei "guten" Ländern (Deutschland, Finnland etc.) hängt der Quanto eben nicht von der Ausfallwahrscheinlichkeit ab, sondern vor allem von der Größe bzw. der Bedeutung des Landes. Je größer das Land, desto größer ist eben auch die im Kreditereignis implizit angenommene Währungsabwertung. Falls Deutschland ohne Quanto handeln würde, würde das bedeuten, dass Euroversicherung genauso viel wert ist wie US-Dollarversicherung, was für einen Verbleib Deutschlands in der Währungsunion spricht.

Wohl wissend, dass diese Analyse äußerst rudimentär ist und viele Effekte ohne gewisse Annahmen v. a. bzgl. der Währungsentwicklung nicht quantifiziert werden können, so bietet das Segment fantastische Opportunitäten für Investoren angesichts des Preisfindungsmechanismus und der geringen Transparenz des Marktes.

**2012/2 – ist Besserung in Sicht?**

**Durchwursteln...**

Die Wahlen in Griechenland haben gezeigt, dass die Grundsituation seit Monaten unverändert besteht: Es gibt nicht viel zu gewinnen, aber viel zu verlieren. Jeder weitere Schritt in Richtung Unionen (Fiskalunion, Bankenunion, politische Union) sollte auch in den nächsten Monaten als notwendige aber nicht hinreichende Bedingung für einen einigermaßen stabilen Marktverlauf verstanden werden.

Allen Rettungsmaßnahmen zum Trotz handeln die Risikoaufläufe der Krisenländer nahe ihrer Rekordstände (mit Ausnahme Irlands), was einzig und allein die bisher vom Markt als unzureichend empfundenen Rettungsmaßnahmen reflektiert. Die Grundproblematik ist noch nicht ansatzweise gelöst und es wäre vermessen zu glauben, dass eine nachhaltige Lösung in den nächsten Monaten umgesetzt werden kann. Folglich glauben wir immer noch, dass das japanische Szenario das bes-



te Beispiel für die weitere Entwicklung an den Märkten liefert. Das bedeutet stark schwankende Aktienmärkte in einem Niedrigzinsumfeld mit relativ weiten Credit-Spreads.

Aber bei allen Befürchtungen der Investoren bezüglich eines ungeordneten Zusammenbruchs des Finanzsystems zumindest in Teilen Europas, sollte man die Selbsterhaltungskräfte des Systems nicht unterschätzen! Die EZB weiß um die Problematik direkter Markt eingriffe und die sinkende Halbwertszeit ihrer zukünftigen Rettungsmaßnahmen, sie wird allerdings bei der realen Gefahr eines Bankenzusammenbruchs in einem Land wieder eingreifen und zusätzliche Liquidität bereitstellen. Die EZB hat hier noch einiges an Maßnahmen im Repertoire und könnte es der Fed gleichtun, die aktuell 15 % aller US-Staatsanleihen und 12 % aller Quasi-Staatsanleihen (bspw. Agencies und Government Sponsored Entities) hält.

Die Diskussion um Euro-Bonds wird nicht so schnell abebben, wie sich das die deutsche Politik wünscht, da sie ein sehr populistisches Instrument für einige europäische Regierungen darstellt. Letztlich ist die Riege derjenigen Länder, die von Euro-Bonds profitieren, eben auch weitaus größer als diejenige, die dadurch Nachteile erleidet. Es ist zu befürchten, dass es zu einer Kompromisslösung kommt, die letztlich nichts anderes bewirken wird, als den europäischen Institutionen etwas Zeit zu verschaffen. Die große Gefahr besteht darin, ein einmal aus kurzfristigen Gründen eingeführtes falsches Instrument langfristig zu legitimieren. Euro-Bonds helfen nicht dabei, die grundlegenden Probleme Europas zu beseitigen, sie verringern sogar die Wahrscheinlichkeit dafür. Aber sie helfen kurzfristig die Symptome zu kaschieren.

Auch wenn die Einführung einer supranationalen Transaktionsteuer noch in weiter Ferne scheint, hat Frankreich eine Vorreiterrolle übernommen und wird im August eine Finanztransaktionssteuer einführen. Von Transaktionssteuern ist allerdings keinerlei Verhinderung von Krisensituationen zu erwarten, sie dienen einzig und allein der Umverteilung der mit einer Krise verbundenen Kosten.

In den nächsten Monaten werden sicherlich einige Schritte hin zu einer sogenannten "Bankenunion" und einer Stärkung der Europäischen Bankenaufsicht (EBA) gemacht werden, wobei hier keinerlei kurzfristige Effekte auf den Kapitalmärkte zu erwarten sind.

**... und anschnallen**

Relativ unbeobachtet hat sich Zypern in den letzten Monaten in den Kreis der Krisenländer geschmuggelt, was erst richtig aufgefallen ist, seitdem es Griechenland als Mitglied des iTraxx-Western-Sovereign-Index abgelöst hat. Inzwischen ist ein EUR 10 Mrd. Hilfspaket im Gespräch, was angesichts der bisherigen Rettungspakete rein monetär betrachtet eine untergeordnete Rolle spielt. Problematischer erweist sich hingegen einer der üblichen Verdächtigen in Europa, denn nach Spanien scheint der Krisenkelch an Italien weitergereicht zu werden. Die Ansteckungsgefahr ist hierbei in den letzten Monaten in keinsten Weise geringer geworden.

Die Märkte werden sich auch in den nächsten Monaten im Krisenmodus befinden. Headline-Risiko aus dem Staaten/Banken-Segment kann jederzeit einen Ansprung der Risikoaversion auslösen, während wir nicht davon ausgehen, dass defensiv ausgerichtete Investoren eine großartige Rallye an den Märkten verpassen werden.

**Fazit: Es muss ja nicht gleich immer Anarchie sein – die aktuelle Situation ist schlimm genug. Aber weit entfernt von den Horrorszenarien einiger Investoren, wobei man die Selbsterhaltungskräfte des Systems nicht unterschätzen sollte.**

**"Anarchie ist Ordnung ohne Herrschaft." (Pierre Joseph Proudhon) – Genauso sollte man das verstehen.**

**Spread-Forecast-Tabelle: CDS relativ attraktiver**

	1 – 3 m	3 – 6 m	12 – 24 m
iTraxx Main	o	o/-	o/-
iTraxx Fin	o/-	o/-	o/-
iTraxx X-Over	o	o/-	o/-
iTraxx SovX	o	o	o
Euro HG Cash	o/-	-	-
Euro HY Cash	o/-	-	-

++ = muss man haben; + = schön zu haben; o = kann man haben;  
 - = braucht man nicht zu haben; -- = sollen gern die anderen haben

\* Rocko Schamoni (2002): Der schwere Duft von Anarchie/liegt in deinem dunklen Haar./Du bist so gefährlich wie noch nie./Alles scheint auf einmal klar. Sogar die Größen des Genres haben sich im Laufe der Jahre von der Anarchie abgewandt – genau das sollten Investoren auch tun. Es gibt nämlich keinen Hedge dagegen.



### Kontakte

#### Assenagon Credit Management GmbH

- Ulrich von Altenstadt  
Telefon +49 89 519966-121  
ulrich.vonaltenstadt@assenagon.com
- Sabine Cziepluch  
Telefon +49 89 519966-124  
sabine.cziepluch@assenagon.com
- Dr. Jochen Felsenheimer  
Telefon +49 89 519966-120  
jochen.felsenheimer@assenagon.com
- Konstantin Hammerschmidt  
Telefon +49 89 519966-122  
konstantin.hammerschmidt@assenagon.com
- Dr. Wolfgang Klopfer  
Telefon +49 89 519966-130  
wolfgang.klopfer@assenagon.com
- Dr. Jan-Frederik Mai  
Telefon +49 89 519966-131  
jan-frederik.mai@assenagon.com
- John D. Ryan  
Telefon +49 89 519966-127  
john.ryan@assenagon.com
- Christofer Vogt  
Telefon +49 89 519966-123  
christofer.vogt@assenagon.com

#### Assenagon Asset Management S.A.

- Hans Günther Bonk  
Telefon +49 89 519966-410  
hans-guenther.bonk@assenagon.com
- Michael Huber  
Telefon +49 89 519966-452  
michael.huber@assenagon.com
- Ronald Siebel  
Telefon +49 89 519966-420  
ronald.siebel@assenagon.com
- Marcus Steudner  
Telefon +49 89 519966-451  
marcus.steudner@assenagon.com
- Martin Weithofer  
Telefon +49 89 519966-450  
martin.weithofer@assenagon.com

Assenagon Credit Management GmbH, Franziska-Bilek-Weg 9, D-80339 München, [www.assenagon-credit.com](http://www.assenagon-credit.com)

#### Rechtliche Hinweise

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 Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Client Service GmbH, München, die Assenagon Credit Management GmbH, München und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung 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 einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe 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. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.