



Standpunkt

August 2010

Die weltweite Suche nach sicheren
Anlagen – und die Folgen ihrer Knappheit

©2010. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Die weltweite Suche nach sicheren Anlagen – und die Folgen ihrer Knappheit

- ◆ Der Prozess, der zur Finanzmarktkrise 2007-2009 geführt hat, ist ein komplexes Zusammenspiel von Staatsversagen und Marktversagen.
- ◆ Seit dem Ausbruch der Krise standen „Boom und Bust“ an den angelsächsischen Immobilienmärkten als Auslöser der Krise im Mittelpunkt der zurückblickenden Analysen. Den Entwicklungen am Immobilienmarkt allein die Schuld zu geben, greift aber zu kurz.
- ◆ Wir sehen das Ungleichgewicht am Markt für sichere Kapitalanlagen als wesentlichen Faktor an, der zur Finanzmarktkrise beigetragen hat. Während im Zuge der Globalisierung die Vermögensbestände, die sicher angelegt werden sollen, weltweit stark gewachsen sind, ist das Angebot an sicheren Assets natürlicherweise eng begrenzt, denn Sicherheit ist im Gegensatz zum Vermögen nicht beliebig vermehrbar. Dies führte zu einer permanenten Überschussnachfrage nach sicheren Kapitalanlagen („Anlagenotstand“), was eine permanente Überbewertung sicherer Assets auslöste.
- ◆ Diese Überbewertung äußerte sich im niedrigen Zinsniveau von Staatsanleihen, viel zu niedrigen Spreads von Credits und der künstlichen Generierung vermeintlich sicherer, liquider Assets durch die Banken unter Einsatz von Leverage und Derivativen (ABS/MBS). Makroökonomisch führte das permanente Niedrigzinsniveau zu Überkonsum, Überinvestitionen, Überschuldung und übersteigertem Leverage.
- ◆ Dies deutet darauf hin, dass das Umfeld für die Weltwirtschaft und die Kapitalmärkte turbulent bleiben könnte, was im Prinzip Spielraum für aktives Management eröffnet. Nach den vielen Krisen der letzten Jahrzehnte dürfte die Risikoaversion der Anleger aber hoch bleiben, so dass die zukünftig weiter steigenden Vermögensbestände weltweit eine noch höhere Nachfrage nach sicheren Anlagen erzeugen werden. Auf der anderen Seite geht das Angebot an sicheren Anlagen eher zurück, weil kaum noch irgendetwas als sicher erscheint.
- ◆ Für die ultimativen verbleibenden „Safe Haven“ wie die Staatsanleihen einiger Kernländer der Welt (Norwegen, Deutschland, Schweiz) mag dies zunächst eine gute Botschaft sein. Aber wie werden sich die Anleger verhalten, wenn irgendwann auch die letzten sicheren Anlagen ihre Risiken offenbart haben?
- ◆ „Nichts ist sicher in dieser Welt außer dem Tod und den Steuern“ (Benjamin Franklin).

Die weltweite Suche nach sicheren Anlagen – und die Folgen ihrer Knappheit

Das Ende der „Overconfidence“

Nach der Ziehung kennt jeder die Lottozahlen. Und nach der Finanzmarktkrise kann sie jeder erklären. Mehr noch: Jeder kann sich erinnern, dass er irgendwann in 2005 oder in 2006 vor ihr gewarnt hat. Wollte nur keiner hören, weil die anderen alle blind waren.

Und tatsächlich haben auch viele Anleger den einen oder anderen Aspekt der Probleme gesehen, wie beispielsweise die überbewerteten Immobilienmärkte, die volkswirtschaftlichen Ungleichgewichte, die geringen Sparquoten der Amerikaner, die stark expandierenden Geldmengenaggregate, die extrem niedrigen Zinsen und Spreads, die extrem hohen Anteile der Gewinne der Banken an den Unternehmensgewinnen insgesamt. Aber dies alles in eine Prognose umzusetzen, wann es einen globalen Crash welcher Größenordnung und welche Vermögenswerte betreffend gibt - und nur das hilft wirklich bei der Vermögensanlage - das war doch für (fast?) alle Marktbeobachter außerhalb der Reichweite.

In Wirklichkeit muss man also konstatieren, dass die Zusammenhänge und Interdependenzen der globalen Ökonomie mittlerweile so kompliziert und unberechenbar geworden sind, dass sie weder für die Modellierung in quantitativ-ökonomischen Modellen geeignet, noch für den einfachen menschlichen Verstand vollständig intellektuell erfassbar sind. Die Verbindungen von Weltwirtschaft und Kapitalmärkten und die Menge der Bestimmungsfaktoren für die Erträge der einzelnen Assetklassen sind im Zuge der fortschreitenden Globalisierung so komplex geworden, dass man die eigenen Prognose-, und vor allem Timingfähigkeiten mit großer Demut beurteilen sollte. Sokrates hatte mit seiner These „Ich bin der Weiseste der Weisen, denn ich weiß, dass ich *nichts* weiß“ wohl doch den Kern der Sache getroffen.

Dennoch geben wir hier einen kurzen Rückblick auf die Kette der Ereignisse, die zur Finanzmarktkrise der Jahre 2007-2009 beigetragen haben (falls man auf etwas, das noch gar nicht richtig vorbei ist, überhaupt zurückblicken kann), um zu untersuchen, welche Faktoren noch immer wirken, was sich durch die Krise verändert hat und was das für die nächsten Jahre bedeuten kann.¹

Der Weg zur Krise

Begonnen hat das Drama in den 1980er und 1990er Jahren mit dem Wunsch der US-Regierung, dass die Masse der Bevölkerung der USA die Möglichkeit haben sollte, preiswertes Wohneigentum zu erwerben. Dazu setzte man halbstaatliche Institutionen wie Fannie Mae, Ginnie Mae oder Freddie Mac ein, förderte private Immobilienbanken und den gesamten Immobilienmarkt, erleichterte die steuerliche Absetzbarkeit von Immobilienbesitz und subventionierte Immobilieneigentum in vielen Bereichen. Die Politik wollte den Kauf von Immobilien mit allen Mitteln so billig und einfach wie möglich machen (Ziel einer „Teilhabergesellschaft“ bzw. „Ownership Society“).

Die Banken griffen die Vorlage gerne auf, denn sie witterten Chancen auf das große Geschäft. Da seit den 1970er Jahren dank Ginnie Mae die Finanzinnovation „Verbriefung“ zur Verfügung stand, lockerten sie gerne die Kreditvergabebedingungen, erweiterten ihren Kundenkreis und steigerten stetig die Volumina, weil sie die Kredite am Markt verkaufen konnten und das Risiko (vermeintlich) nicht tragen mussten. Die Deregulierung der 1980er Jahre und das Ende des Trennbankensystems in den USA (Auflösung des Glass-Steagall Acts Ende 1999) erleichterten die Transaktionen und trugen zur massiven Expansion des Marktes sowie zum weltweiten Export der US-Immobilienmarktrisiken bei.

Weder der Staat in Form der Regulierungsbehörden noch die Ratingagenturen, welche die neuen Emissionen für den Markt bewerten und überwachen mussten, waren wirklich in der Lage, als echte Kontrollinstanzen zu wirken. Wenn tendenziell die besten Absolventen eines Ausbildungsjahrgangs der großen Universitäten wegen der Anreizsysteme (Bezahlung, Renommee und Freiheit) zu den Investmentbanken gehen, die eher sicherheitsorientierten Absolventen der zweiten Reihe hingegen zu den Ratingagenturen und den staatlichen Institutionen, ist die Basis des Wettbewerbs zwischen Investmentbank und Überwachungsinstitutionen in einem deregulierten Markt relativ klar. Es ist ziemlich unwahrscheinlich, dass die Investmentbanken diesen Wettbewerb verlieren, selbst wenn man außer acht lässt, dass die Überwachungsbehörden und Ratingagenturen über ihre Anreizsysteme selbst korrumpiert und von Interessenkonflikten getrieben sein könnten.² Daher ist eine qualitative Aufwertung der Aufsicht unerlässlich, um ein „Level Playing Field“ mit den Investmentbanken sicherzustellen.

Im Laufe der Jahre entstand durch den permanenten Verbriefungsprozess immer neuer Kredite (und eines immer weiter spannenden Universums verbrieftbarer, illiquider Cash Flows) ergänzend zum regulierten Bankensystem ein regelrechtes Schattenbankensystem aus Zweckgesellschaften (Finanzunternehmen im Bereich des Verbriefungsprozesses), die arbeiteten wie Banken, aber nicht der staatlichen Aufsicht unterlagen.³ Diese Schattenbanken erlaubten es den eigentlichen Banken, die Regulierung gezielt zu umgehen, um die Ausweitung der Gewinne zu erleichtern, ohne permanent neues Risikokapital zur Verfügung stellen zu müssen. Im späteren Crash trug dieses Schattenbankensystem ganz wesentlich zum Zusammenbruch bei, weil sich diese Vehikel im Geldmarkt refinanzieren, um langfristige Risiken zu nehmen, was den Weg von der Illiquidität zur Insolvenz in Zeiten fallender Assetpreise sehr kurz macht.

An dieser Stelle kommt stärker die Globalisierung ins Spiel. Ihr Siegeszug löste in den letzten Jahrzehnten einen gewaltigen Wohlstandszuwachs in der Welt aus, der aber regional und interpersonell sehr ungleich verteilt war. Dies führte in den Gewinnerländern der Globalisierung und in der Hand der besonders profitierenden Reichen und Ultrareichen

zum Aufbau explodierender Vermögensbestände, was über die Jahre einen regelrechten Anlagenotstand auslöste, weil all die neu entstehenden Vermögen nach sicheren - und dennoch ertragreichen - Anlagemöglichkeiten suchten (Überersparnis, „Savings Glut“).⁴

Insbesondere viele Emerging Markets wie China und Russland häuften gewaltige Devisenreserven auf, die in die Kapitalmärkte des Westens strömten, während die Länder der entwickelten Welt (insbesondere die USA und Großbritannien) immer mehr als Schuldner mit Leistungsbilanzdefiziten auftraten. Es kam also zu extremen volkswirtschaftlichen Ungleichgewichten, deren langfristiger Ausgleich durch permanente Devisenmarktinterventionen vieler Zentralbanken verhindert wurde.⁵

Einen Sonderfall in diesem Zusammenhang stellten die deutschen Landesbanken dar, die im Vorfeld des Auslaufens der Gewährträgerhaftung im Juli 2005 enorme Finanzmittel an den Märkten aufgenommen hatten, ohne dazu passendes Geschäft auf der Aktivseite zu haben, was bei ihnen einen besonderen Anlagenotstand generierte. Sie trugen in der Krise durch ihre faul gewordenen Investments in US-Assets nicht unwesentlich zur Ausbreitung der „Finanzpandemie“ nach Deutschland bei.⁶

Befeuert wurden diese Prozesse durch eine zumindest seit der Rettung des Hedge Funds LTCM im Jahre 1998 überexpansive Geldpolitik. Die Zentralbanken hatten damals gelernt, dass sie die regelmäßig entstehenden Krisen der Globalisierung durch eine aggressive, expansive Geldpolitik lösen können. Diese Erfahrung prägt die Geldpolitik bis heute und hat dazu geführt, dass die Welt seit mehr als einem Jahrzehnt von Liquidität überschwemmt ist. Das dadurch ausgelöste hartnäckige Niedrigzinsumfeld hat den vorher beschriebenen Prozess der Immobilienfinanzierung durch die Banken und das ihnen angeschlossene unregulierte Schattenbankensystem weiter befeuert. Letztlich sind die Banken in der Volkswirtschaft dafür da, die Liquidität, welche die Zentralbank zur Verfügung stellt, in Kredite, Neugeschäft und realwirtschaftliche Impulse zu transferieren.

Ein Teilaspekt all dieser Prozesse war die Frage falscher Anreizsysteme.⁷ Die Situation in den Banken ist Spiegelbild dessen, was sich in den

letzten Jahrzehnten auch in der Gesellschaft insgesamt stark verändert hat. Die Bedeutung des Monetären für den einzelnen ist in den letzten dreißig Jahren enorm gewachsen. Die ökonomische und gesellschaftliche Steuerung wurde immer mehr in Richtung monetärer Anreize und Individualismus verändert.

Im Bankensystem spielt sich dies in den modifizierten Entlohnungssystemen im Sinne einer angelsächsischen Revolution wieder. Die wachsende Bedeutung leistungsbezogener Bonuszahlungen oder Gewinnbeteiligungen steigert zwar tatsächlich die Einsatzbereitschaft, kann aber zum überzogenen Eingehen von Risiken verleiten, wenn es im System keine Sanktionierung für negative Konsequenzen eingegangener Risiken gibt, oder wenn mangels Transparenz keine klaren Zuordnungen von Verantwortlichkeiten existieren (Moral Hazard, Prinzipal-Agent-Probleme). Anreizsysteme, die viele Beteiligte zu verantwortungslosem Risikoverhalten und Kurzatmigkeit von Entscheidungen verführt haben, trugen zweifellos zum Aufbau der Krise bei. Sie sind aber nur ein kleiner Mosaikstein, nicht die Ursache dieses komplexen Prozesses der Fehlsteuerung, der auf eine verworrene Mischung von Staatsversagen und Marktversagen zurückzuführen ist.

Die Rolle sicherer Anlagen

Zweifellos standen die angelsächsischen Immobilienmärkte im Mittelpunkt der allmählichen Entstehung der Krise, und der Einbruch der Immobilienpreise in den USA und Großbritannien war der unmittelbare Auslöser des weltweiten Kapitalmarktcrashes, der die Weltwirtschaft in 2008 verwüstet hat.

Dennoch könnte man mit einer gewissen Berechtigung sagen, dass die große Bedeutung der angelsächsischen Immobilienmärkte einer einmaligen historischen Sondersituation geschuldet war, aber irgendwie nicht der wirkliche Kern des Problems ist. Das auch zukünftig anhaltende Kernproblem der Weltwirtschaft stellt vielmehr die globale Knappheit sicherer finanzieller Assets dar.⁸

Wie beschrieben, ist die Globalisierung der letzten Jahrzehnte von einem wachsenden Wohlstand, stei-

genden Vermögensbeständen, einer gewissen Übersparnis und einer permanent überexpandierenden Geldmenge begleitet gewesen, was zu einer automatischen Nachfrage nach sicheren Anlagen führte. Sichere Assets waren aber schon immer knapp und sind in den letzten Jahrzehnten nicht viel zahlreicher geworden.⁹ Diese strukturelle Knappheit an sicheren Anlagen hat angesichts der explodierenden Nachfrage, speziell auch aus den Emerging Markets, zu einer vehementen Blasenbildung an den Märkten für sichere Anlagen geführt, was beispielsweise zum extrem niedrigen Zinsniveau des letzten Jahrzehnts beigetragen hat.

Daher kann man obige Argumentation auch umdrehen. Die Übernachfrage nach sicheren Assets im Zuge der Globalisierung hat die Banken, die im Mittelpunkt der Nachfrage von Investoren nach Kapitalanlagen stehen, dazu veranlasst, vermeintlich sichere Assets künstlich zu generieren. Der Verbriefungsmarkt (ABS und MBS) ist als Antwort der Banken auf die Nachfrage der Investoren nach sicheren Anlagen entstanden und im Laufe der Zeit - getrieben von fast unbegrenzter Nachfrage nach Sicherheit - explosiv gewachsen. Mit Hilfe der Finanzalchemie, durch den immer weiter ausgedehnten Einsatz von Derivativen und Leverage, ist es den Banken gelungen, aus unsicheren und stark risikobehafteten Assets (mit dem Schwerpunkt Immobilienkredite) über die Bündelung und Kapitalmarktverbriefung vermeintlich höherverzinsliche „Safe Haven“-Anlagen mit AAA-Rating zu erzeugen, auch wenn das ganze letztlich nur eine große Illusion war. Kaum einer der Akteure bei den Banken, den Regulatoren, den Ratingagenturen, den Asset Managern oder beim Anleger selbst hatte die impliziten Risiken dieser Finanzinnovationen vollständig erfasst.

Der Nachfrageüberhang am Markt für sichere Assets erzeugte in den letzten Jahrzehnten Rückkopplungseffekte in die Realwirtschaft und trug im Vorfeld der Krise vielfältig zu ihrer Entstehung bei. Insbesondere das extrem niedrige Zinsniveau und die historisch engen Credit Spreads täuschten die Emittenten (die Anleger sowieso) über die eigentlichen Risiken ihres Geschäfts hinweg und führten zu einer übermäßigen Expansion in vielen Bereichen.

Letztlich ist dies der Kern des Problems, der zu überhöhtem Leverage und der Überschuldung der Welt in den letzten Jahren geführt hat, weil der Markt einfach nicht die richtigen Signale ausgesendet hat. Der mit Schulden finanzierte Überkonsum der Amerikaner, die New Economy-Hausse der 1990er Jahre und der mit Schulden finanzierte permanent expandierende Wohlfahrtsstaat vieler OECD-Länder ist auch darauf zurückzuführen, dass die Zinsen für die meisten Kreditnehmer, Anleiheemittenten und Staaten seit Jahren viel zu niedrig sind. Viele Zinsen wären viel höher, wenn der Markt die Risiken der Kredite und Anlagen wirklich realistisch bepreisen würde. Von Markteffizienz kann hier nicht die Rede sein.

Was heißt das für die Zukunft?

Es fällt schwer zu argumentieren, dass das Problem des Ungleichgewichts am Markt für sichere Assets nach der Finanzmarktkrise gelöst sei. Wir argumentieren hier im Gegenteil, dass das Problem eher noch größer geworden ist und daher auch zukünftig die Kapitalmärkte und Volkswirtschaften bedrohen kann. In der Folge der Finanzmarktkrise ist nämlich die Nachfrage nach sicheren Assets weiter gestiegen und das Angebot an sicheren Anlagen geschrumpft, der Markt also noch ungleichgewichtiger geworden als im Vorfeld der Krise.

Wenn die Marktteilnehmer aus den Kapitalmarktkrisen der letzten Jahrzehnte, die seit den 1980er Jahren immer häufiger geworden sind, etwas gelernt haben, dann die Tatsache, dass es zwar keinen Ertrag ohne Risiko, aber sehr wohl Risiko ohne Ertrag gibt. Man hat auch konstatieren müssen, dass das Risikomanagement in den meisten Institutionen in diesen Jahrzehnten der Unsicherheit sehr schnell an seine Grenzen gestoßen ist.¹⁰

Zwei Aktiencrashes in einem Jahrzehnt, mehrere Zusammenbrüche von Immobilienmärkten, welche die Welt an den Rand der Deflation gebracht haben, kollabierende Hedge Funds und Private Equity-Unternehmen, immer volatiler werdende Rohstoffmärkte, Währungskrisen und Bankenzusammenbrüche – wahrlich kein Umfeld, das dem risikoaversen Investor Mut macht. Und in der Tat: die folgenden Abbildungen zeigen, dass der risikoaverse Investor in den letzten zwanzig Jahren durch-

aus erfolgreich war, dass das Eingehen von Risiken entgegen der Kapitalmarkttheorie auch über Jahrzehnte nicht entlohnt wurde und dass der risikoaverse Investor daher zur Zeit die starken Argumente auf seiner Seite hat (vgl. Abbildung 1 und 2).¹¹

Abbildung 1: Aktien vs. Staatsanleihen, Total Return Indizes

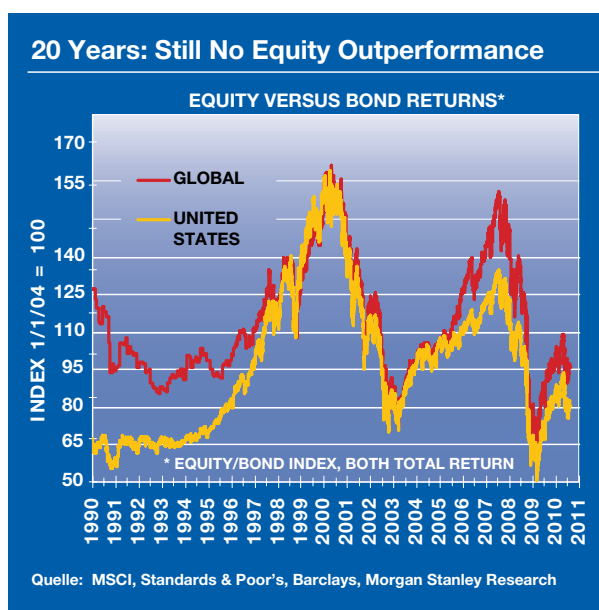
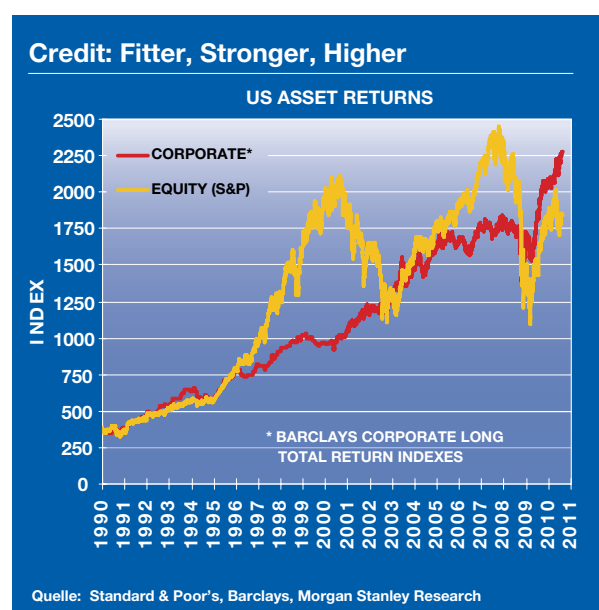
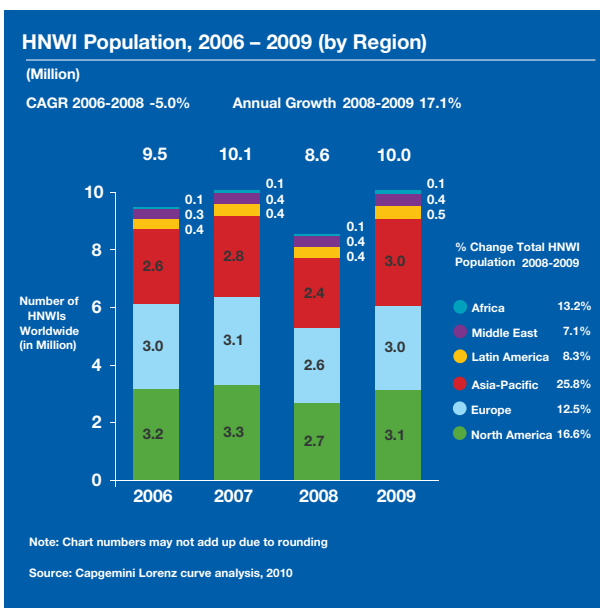


Abbildung 2: Aktien vs. Unternehmensanleihen, Total Return Indizes



Vieles spricht also dafür, dass die Risikoneigung der Investoren global gesehen auch in den kommenden Jahren eher begrenzt bleiben dürfte und sie weiter nach Sicherheit suchen werden. Gleichzeitig werden die weltweiten Vermögensbestände weiter wachsen. Der Prozess der Globalisierung ist durch die Finanzmarktkrise nur kurz ins Stocken gekommen, läuft mittlerweile aber mit vollem Schwung weiter. Die Entwicklung einer regional und interpersonell ungleichgewichtigen Vermögensballung hat sich eher noch einmal beschleunigt, weil die Emerging Markets mittlerweile noch schneller Reserven ansammeln als in der Vergangenheit, während die großen Vermögensbestände durch die Rettungsaktionen des Staates mehr oder weniger unversehrt durch die Krise gekommen sind und schon wieder steigen (vgl. Abbildung 3).¹²

Abbildung 3: Zahl der Reichen (High Net Wealth Individuals) weltweit



Wenn die Nachfrage nach sicheren Assets schon nicht zurückgeht, wie steht es denn dann auf der Angebotsseite aus? Konnte hier der Markt erweitert werden?

Offensichtlich ist das Gegenteil der Fall. Durch das Scheitern der Verbriefungsmärkte hat sich ein großer Teil der vermeintlich sicheren Assets als Illusion erwiesen. Der Verbriefungsmarkt ist über die letzten Jahre nicht nur fast zum Stillstand gekommen, sondern es würde heute auch niemand mehr von der sicheren Anlage ABS/MBS sprechen.

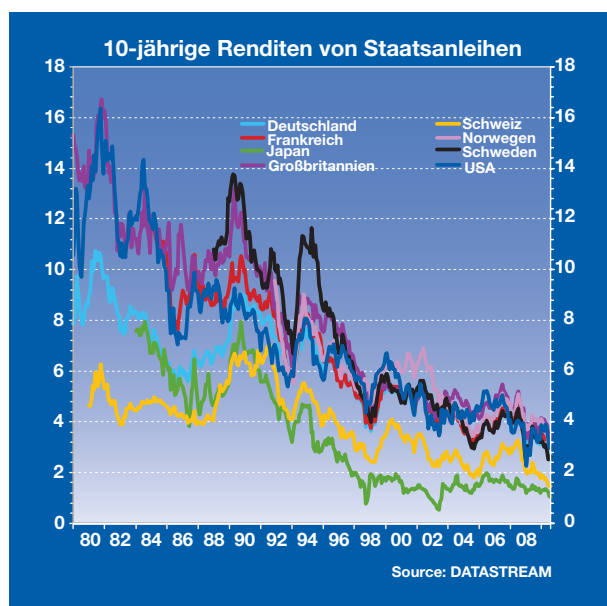
Für die Masse der Investoren ist diese Assetklasse zumindest im Sinne der sicheren Anlage erst einmal aus dem Universum verschwunden.

Schlimmer noch, der Zweifel an der Sicherheit von weiteren Assetklassen nagt inzwischen an vielen Anlegern, insbesondere in Europa. Geldmarktinvestments gelten nach dem ABS-Debakel, der Lehman-Pleite und angesichts der implodierenden Geldmärkte während der Finanzmarktkrise schon lange nicht mehr als sicher. Wenn die Banken sich untereinander nicht trauen, warum sollten ihnen dann die Anleger trauen?

Und Staatsanleihen? Die explodierende Verschuldung der letzten Jahrzehnte und die Zusatzschulden als Folge der Bankenrettung haben zu deutlicher Verunsicherung geführt, ob diese explodierenden Schuldenstände auf Dauer tragbar sind. Die EWU-Krise um Griechenland, Irland, Spanien und Portugal hat aufgezeigt, dass selbst Emissionen aus dem EWU-Raum nicht mehr sicher sein müssen. Die Diskussionen um die AAA-Ratings der Hauptemissionsländer USA, Japan und Großbritannien zeigen, wie weit die Verunsicherung mittlerweile geht. Viele Anleger leben in der Welt, von der sie nach den permanenten Krisen der letzten Jahre glauben, dass praktisch nichts mehr sicher und kein Ereignis undenkbar ist. Begriffe wie „Default“, „Währungsschnitt“, „Staatsbankrott“ und „Währungsreform“ werden mit einer Leichtigkeit ausgesprochen, die der Dramatik solcher Entwicklungen völlig unangemessen wäre.¹³

Was bedeutet das für die Märkte? Sichere Assets werden immer knapper, die Nachfrage danach wird immer größer. Dies ist genau das Umfeld, das nach Blasenbildung riecht. Wahrscheinlich lässt sich auch nur so erklären, dass die Renditen der Staatsanleihen der wahren, letzten und ultimativen „Safe Havens“, Ländern wie Deutschland, Schweiz, Norwegen oder Schweden, unaufhaltsam nach unten streben, inmitten eines „Wall of Worries“. Dies lässt zukünftig in einer Welt, in der immer mehr Anleger die ultimative Sicherheit suchen, schwere Zeiten erwarten (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4: 10J Staatsanleihen



Zusammenfassung

Der Prozess, der zur Finanzmarktkrise 2007-2009 geführt hat, ist ein komplexes Zusammenspiel von Staatsversagen und Marktversagen. Weder der Staat noch der Markt arbeiten effizient im Sinne der Kapitalmarkt- bzw. der Entscheidungstheorie.

Seit dem Ausbruch der Krise standen „Boom und Bust“ an den angelsächsischen Immobilienmärkten als Auslöser der Krise im Mittelpunkt der zurückblickenden Analysen. Der Immobilienmarkt war auch tatsächlich ein starker Faktor in den Fehlentwicklungen der letzten Jahrzehnte, ihm allein die Schuld zu geben, greift aus unserer Sicht aber zu kurz.

Wir haben in diesem Artikel einen anderen Aspekt in den Vordergrund gerückt – das Ungleichgewicht am Markt für sichere Kapitalanlagen. Während im Zuge der Globalisierung die Vermögensbestände, die sicher angelegt werden sollen, weltweit stark gewachsen sind, ist das Angebot an sicheren Assets natürlicherweise eng begrenzt, denn Sicherheit ist im Gegensatz zum Vermögen nicht beliebig vermehrbar. Dies führte zu einer permanenten Überschussnachfrage nach sicheren Kapitalanlagen („Anlagenotstand“), was in einer Risikobetrachtung eine permanente Überbewertung sicherer Assets ausgelöst hat.

Diese Überbewertung äußerte sich im niedrigen Zinsniveau von Staatsanleihen, viel zu niedrigen Spreads von Credits und der künstlichen Generierung vermeintlich sicherer Assets durch die Banken unter Einsatz von Leverage und Derivativen (ABS/MBS). Makroökonomisch führte das permanente Niedrigzinsniveau zu Überkonsum, Überinvestitionen, Überschuldung und übersteigertem Leverage und wurde letztlich zum Auslöser der Finanzmarktkrise.

Dies deutet darauf hin, dass das Umfeld für Weltwirtschaft und Kapitalmärkte turbulent bleiben könnte. Daher ist in den nächsten Jahren eine permanent hohe Volatilität wahrscheinlich, was Spielraum für aktives Management eröffnet.

Nach den vielen Krisen der letzten Jahrzehnte wird die Risikoaversion der Anleger eher hoch bleiben. Angesichts steigender Vermögensbestände weltweit dürfte daher die Nachfrage nach sicheren Anlagen weiter steigen. Auf der anderen Seite geht das Angebot an sicheren Anlagen eher zurück, weil kaum noch irgendwas als sicher erscheint. Für die ultimativen verbleibenden „Safe Haven“ wie die Staatsanleihen einiger Kernländer der Welt (Norwegen, Deutschland, Schweiz) mag dies eine gute Botschaft sein. Aber wie werden sich die Anleger verhalten, wenn irgendwann auch die letzten sicheren Anlagen ihre Risiken offenbart haben? „Nichts ist sicher in dieser Welt außer dem Tod und den Steuern“ (Benjamin Franklin).

Verfasser: Werner Krämer
Tel.: 069 / 50606 - 140

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- ¹ N. Roubini / S. Mihm: Das Ende der Weltwirtschaft und ihre Zukunft, Frankfurt / NY, 2010, S. 90-185
- ² Roubini / Mihm, ebenda, S. 293-308.
- ³ M Fagan / T. Frankel: MBS, ABS, SPV, CDS, ARM, BBB+: Understanding the Alphabet Soup of Securitization, Harvard University Working Paper, Oktober 2008.
- ⁴ Capgemini / Merrill Lynch: World Wealth Report 2010, zusätzlich die Ausgaben von 1997-2009; W. Krämer: Das Jahrzehnt der Kapitalmarktblasen, Lazard Asset Management, Standpunkt, Juni 2008.
- ⁵ Sachverständigenrat: Globale Ungleichgewichte - Abbau zeichnet sich ab, Gutachten des Sachverständigenrats 2006, Drittes Kapitel.
- ⁶ H. Schmidt: Größenwahn mit Folgen, Die Zeit, 9.7.2009, <http://pdf.zeit.de/2009/29/Landesbanken.pdf>.
- ⁷ J. Stiglitz: Im freien Fall, München 2010, S. 345-370.
- ⁸ R.J. Caballero: The Macroeconomics of Asset Shortages, vierte EZB Zentralbankkonferenz, Frankfurt, November 2006; R.J. Caballero / E. Farhi / P.-O. Gourinchas: Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances, Brookings Paper on Economic Activity Conference Paper, 17. November 2008.
- ⁹ M.D. Weiss: The Ultimate Safe Money Guide, New York 2002.
- ¹⁰ W. Krämer: Vom unvermeidlichen Scheitern des Risikomanagements, Lazard Asset Management, Standpunkt, November 2009.
- ¹¹ G. Minack / J. Todd: Slow and Steady Won the Race, Morgan Stanley Downunder Daily, 4. August 2010.
- ¹² Capgemini / Merrill Lynch, ebenda
- ¹³ A. Argens: Gebt uns unser Geld zurück – Vom Währungsuntergang zum Staatsbankrott, Tübingen 2009; M. Grandt: Der Staatsbankrott kommt, Rottenburg 2010.

Weitere Lazard Publikationen

Hintergrund Juli 2008

„Globalisierung 2.0 – Warum man auch am Rentenmarkt global denken sollte“

Standpunkt August 2008

„Investments in die lokalen Geldmärkte der Emerging Markets – Lazard Emerging Income“

Hintergrund November 2008

„Rückblick auf das Investment-Forum November 2008“

Standpunkt März 2009

„Nach dem Platzen der Großen Schuldenblase – Ein erster Versuch, etwas dazu zu lernen“

Hintergrund April 2009

„Warum Unternehmensanleihen jetzt?“

Standpunkt Juli 2009

„Der Weg in die Schuldenknechtschaft und die Folgen“

Hintergrund August 2009

„Das neue Paradigma 2009 – Die strategischen Argumente für Investments in die Emerging Markets“

Hintergrund September 2009

„Fokussierung auf das absolute Risiko als Alternative zum Benchmarkdenken – Lazard Equity Managed Volatility“

Standpunkt November 2009

„Vom unvermeidlichen Scheitern des Risikomanagements“

Standpunkt April 2010

„Griechenland 2010 – Ein Kanarienvogel im Minenschacht“

Standpunkt Mai 2010

„Fixed Income Benchmarks im Asset Management - Markt iBboxx-Indizes“

Investment Perspektive Juli 2010

„Mega-Trends – Motoren der Weltwirtschaft und der Kapitalmärkte“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29