

15 JUN 2016

#27

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

I want your love\*

>>I don't want your money honey  
I want your love.<<

## I WANT YOUR LOVE\*

Trotz der kontinuierlichen Impulse der beiden beherrschenden Themen – die Frage, wann die Fed den nächsten Zinsschritt wagt und das EU-Referendum in Großbritannien – können die Märkte sehr eindeutig als langweilig beschrieben werden. Bei geringer Liquidität bewegen sich die Aktien- und Kreditmärkte seit März in engen Bandbreiten und auch die EZB ist nicht mehr in der Lage, neue Impulse zu setzen. Genau hier sehen wir den entscheidenden Zusammenhang zwischen der Geldpolitik und der Entwicklung der Finanzmärkte: Wenn sie schon keine realwirtschaftlichen Impulse geben konnte, so hat die exzessive Liquiditätsversorgung der EZB zumindest die Finanzmärkte beflügelt. Der letzte Coup der EZB, die Ankündigung des Ankaufs von Unternehmensanleihen, indes verpuffte bisher weitgehend Spread-neutral. Und es gibt durchaus gute Gründe, die dafür sprechen, dass die EZB ihr Pulver weitestgehend verschossen hat. Es lassen sich zudem einige negative langfristige Effekte der EZB-Politik ableiten, denen wir uns in diesem Newsletter zuwenden werden. Das Fazit vorab: Auch wenn es niemand so eindringlich interpretieren kann wie Wendy James, sollten wir alle der EZB die obigen Textzeilen vortragen: *I don't want your money honey – I want your love!*

### Sie tut's schon wieder! Der neueste Coup der EZB im Detail

Eines darf man der EZB nicht unterstellen – und zwar dass es ihr an Einfallsreichtum mangeln würde. Der direkte Ankauf von Unternehmensanleihen ist sogar angesichts der vielfältigen Aktivitäten der letzten Jahre vieler westlicher Zentralbanken (allen voran die Fed und die BoJ) ein kreativer Schritt. Das CSPP (Corporate Sector Purchase Programme) ist ein weiterer Versuch der EZB, durch direkte Markteingriffe die Kreditvergabeaktivität in Europa anzukurbeln, nachdem sie bereits ähnliche Programme für Staatsanleihen, Covered Bonds und ABS aufgelegt hat.<sup>1</sup>

Das CSPP umfasst Käufe von in Euro denominierten Unternehmensanleihen (Nicht-Banken) mit Investment-Grade Rating im Primär- und Sekundärmarkt. Es wird einen nicht spezifizierten Teil des auf 80 Mrd. Euro erhöhten Kaufprogramms (Asset Purchase Programme; APP) der EZB umfassen, wobei das Laufzeitspektrum sechs Monate bis 31 Jahre umfasst, negativ rentierende Anleihen eingeschlossen sind und bis zu 70 % des Volumens einzelner Anleihen gekauft werden können. Aus der Erhöhung des APP kann man ableiten, dass die EZB bis zu 20 Mrd. Euro monatlich in Unternehmensanleihen investieren könnte und somit sofort in den Rang des dominanten Marktteilnehmers im europäischen Kreditmarkt aufsteigt, da das Volumen der in Frage kommenden Anleihen nach Informationen von Brokern ca. 640 Mrd. Euro beträgt.

Zwei offensichtliche Effekte dieser Maßnahme bestehen einerseits darin, dass Unternehmen einen Anreiz haben, mehr Fremdkapital aufzunehmen, da es einen wenig preissensitiven und liquiden Käufer gibt. Andererseits erhöhen Investoren tendenziell ihre Risikobereit-

<sup>1</sup> Die Übersicht aller Asset Purchase Programme der EZB findet sich hier: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>



schaft, da aufgrund der kontinuierlichen Nachfrage der EZB nicht mit einer starken Ausweitung der Spreads gerechnet werden muss. Die EZB erwartet in diesem Umfeld, dass Unternehmen angesichts sinkender Refinanzierungskosten mehr investieren und damit positive realwirtschaftliche Impulse auslösen. Das reibungslose Funktionieren dieses Mechanismus darf jedoch aufgrund der folgenden Argumente bezweifelt werden:

- › Die EZB schafft es bisher trotz persistenter Niedrigzinspolitik nicht, positive realwirtschaftliche Impulse zu generieren. Das liegt daran, dass der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik angesichts eines (teilweise) konsolidierungsbedürftigen Bankensystems nicht funktionieren kann. Die Versuche, die Kreditvergabe der Banken anzukurbeln, indem man diese direkt subventioniert, waren bisher nur leidlich erfolgreich. Durch den Kauf von Unternehmensanleihen versucht die EZB nun, die eigentliche Aufgabe des Bankensektors – die Kreditvergabe an Unternehmen – zu substituieren. Es darf aber bezweifelt werden, dass Unternehmen nur deshalb mehr investieren, weil die Refinanzierungskosten weiter zurückgehen, da die moderaten Wachstumsaussichten Neuinvestitionen nicht rentabel erscheinen lassen. Die Refinanzierungskosten der Unternehmen sind bereits seit geraumer Zeit auf einem historisch niedrigen Niveau – eine weitere Absenkung nach dem Motto „viel hilft viel“ erscheint eher ein verzweifelter Versuch zu sein, ökonomische Ursache-Wirkungsbeziehungen zu erzwingen. Es bedarf erst positiver Wachstumsaussichten und dann wird die Investitionstätigkeit der Unternehmen steigen und nicht vice versa!
- › Die EZB senkt die Kosten für Fremdkapital und erhöht damit den Verschuldungsgrad der Unternehmen. Das ist eine fatale Entwicklung, deren ganze Abstrusität sich dann offenbart, wenn das zusätzlich aufgenommene Fremdkapital zum Rückkauf eigener Aktien verwendet wird. Diese Frage wird ebenso ideologisch auf Ebene der europäischen Staaten diskutiert. Einige führende Ökonomen (u. a. Krugman und Stiglitz) sprechen sich für eine Lockerung der Austeritätspolitik aus, um private durch staatliche Nachfrage zu ersetzen. Dafür sollte man einen Anstieg der Staatsverschuldung in Kauf nehmen. Wir bezweifeln diese These, da der Auslöser der Eurokrise ja gerade der hohe Verschuldungsgrad war. Und dieses Argument kann man auch auf der Ebene der Unternehmen anwenden. Eine Erhöhung der Investitionsnachfrage der Unternehmen, ausschließlich bedingt durch günstige Refinanzierungsmöglichkeiten von Seiten der EZB, stellt indes nichts anderes dar als eine Abkehr von der Austeritätspolitik. Die EZB „repliziert“ durch das CSPP fiskalpolitische Maßnahmen und erhöht den Verschuldungsgrad aus gesamtwirtschaftlicher Sicht.
- › Die Effekte des CSPP auf die europäischen Kreditmärkte sind bisher relativ überschaubar. Das heißt, Investoren erhöhen ihr Kreditrisiko zumindest nicht signifikant. Tendenziell besteht aber die Problematik, dass Investoren angesichts der Aktivität der EZB und die damit verbundene sinkende Wahrscheinlichkeit dramatischer Spread-Ausweitungen sukzessive mehr in Unternehmensanleihen allokalieren als das realökonomisch gerechtfertigt wäre. Möglicherweise kommt es zusätzlich zu Reallokationen aus IG-Anleihen in das HY-Universum, um den durch die EZB verursachten, extrem niedrigen Renditen im EUR IG-Markt auszuweichen. Spätestens dann führt das Kaufprogramm der EZB dazu, dass Investoren bereit sind, höhere Risiken einzugehen.

Das Fazit aus obigen Thesen lässt sich einfach zusammenfassen: Investoren erhöhen ihr Kreditrisiko, während Unternehmen simultan ihren Verschuldungsgrad steigern. Immer niedrigere Spreads gehen mit einer Verschlechterung der Bilanzkennziffern der Unternehmen einher, was in letzter Konsequenz die Krisenanfälligkeit der Kredit-



märkte erhöht. Das trifft umso mehr zu, da wir in den letzten Monaten ein sehr interessantes Phänomen beobachten. Es scheint, als stünden die direkten Markteingriffe der EZB in einem inversen Verhältnis zur Liquidität in den Märkten. Dieses „Liquiditätsparadoxon“ besteht darin, dass die gehandelten Volumina in den Fixed Income-Märkten seit den Liquiditätsspritzen der EZB tendenziell rückläufig sind. Auch das spricht dafür, dass die Märkte aktuell fragiler sind als die stabile Spread-Entwicklung im 2. Quartal vermuten lässt.

Dies ist nur ein Beispiel dafür, dass die Maßnahmen der EZB viele indirekte Effekte nach sich ziehen, die aber möglicherweise völlig diametrale Wirkungen zu den originären Zielsetzungen der EZB haben. Im Folgenden gehen wir detaillierter auf zehn dieser Effekte ein.

## 10 langfristige Effekte der Geldpolitik der EZB

### 1. Zunehmende Verteilungsproblematik durch expansive geldpolitische Maßnahmen

Die von Thomas Piketty in 2013 angestoßene Diskussion über die globale Vermögens- und Einkommensungleichheit<sup>2</sup> hat angesichts der politischen Veränderungen innerhalb Europas wieder an Relevanz gewonnen. Hierbei beziehen sich zumindest in Deutschland die Analysen auf die Verteilung von Arbeitseinkommen. Die erste Hälfte der 2000er Jahre (gekennzeichnet durch eine Wachstumsschwäche, die letztlich in der Agenda 2010 mündete) war durch eine zunehmende Verteilungsschiefe charakterisiert, während diese angesichts einer positiveren Wachstumsdynamik seit einigen Jahren eher rückläufig ist. Derweil führt es zu kurz, die Verteilungsproblematik auf das Einkommen zu begrenzen – vielmehr spielt die Vermögensverteilung die entscheidende Rolle. Piketty hat diese Problematik auf eine einfache Formel reduziert:  $r > g$ . Er argumentiert, dass das Einkommen aus Kapital  $r$  im Kapitalismus in der Regel stärker wächst als die Gesamtwirtschaft  $g$ , womit die Kapitaleigner tendenziell immer mehr Kapital ansammeln. Er führt weiter aus, dass im patrimonalen Kapitalismus die Wirtschaft von ererbtem Vermögen dominiert wird. Genau das ist das Problem in saturierten Industrieländern, die nur sehr eingeschränkte Möglichkeiten haben, auf bestehende Vermögen zuzugreifen – man betrachte hierzu nur die aktuelle Diskussion in Deutschland bezüglich der Neugestaltung der Erbschafts- und Schenkungsteuer.

Was hat nur die EZB damit zu tun? Das Problem besteht darin, dass die Geldpolitik Effekte auf den Wohlstand der privaten Haushalte hat. Im Normalfall, also unter der Annahme eines funktionierenden Transmissionsmechanismus, senden expansive geldpolitische Maßnahmen positive Impulse an die Realwirtschaft, was letztlich zu steigendem Arbeitseinkommen führt. In diesem Fall kann expansive Geldpolitik also zu einer rückläufigen Verteilungsschiefe führen. Nun ist die aktuelle Situation eben nicht gekennzeichnet durch einen funktionierenden Transmissionsmechanismus, was hauptsächlich durch die anhaltenden Probleme des europäischen Bankensektors erklärt werden kann. Die exzessive Bereitstellung von Liquidität und die direkten Eingriffe in den Markt führen nun v. a. zu Vermögenswertinflation und diese kommt eben den Kapitaleigentümern und nicht den Arbeitseinkommen zugute.

*Fazit: Durch die expansive Geldpolitik der EZB hat die Schiefe der Vermögensverteilung in den letzten Jahren zugenommen.*

---

<sup>2</sup> Piketty, T. (2014 auf Deutsch erschienen): Das Kapital im 21. Jahrhundert, Beck, München.



## 2. Politische Entwicklungen und GR/BR ... EXIT

Der Wert der Privatvermögen inkl. Immobilienbesitz befindet sich in Europa auf historischen Hochs – leider ist dieser wie oben ausgeführt auf eine immer kleinere Anzahl von Privatpersonen verteilt. Dies ist ein Argument für solche Parteien, die eine mehr oder minder stark ausgeprägte Rückkehr zu mehr nationaler Eigenständigkeit anstreben. Die Popularität dieser Parteien ist kein Phänomen eines Landes, sondern in fast allen europäischen Ländern zu beobachten. Nun kann man sich trefflich streiten, ob die von diesen Parteien vorgeschlagenen Lösungen wirklich eine ökonomische Verbesserung bedingen (die sehr persönliche Meinung des Autors dürfte allen geneigten Lesern bekannt sein und lautet für die „Neuleser“ ganz klar: Nein!). Man sollte aber nicht ignorieren, dass diese populistischen Strömungen einzig deshalb entstehen konnten, weil das Vertrauen in die europäischen Institutionen spätestens seit der leidlich erfolgreichen Bekämpfung der europäischen Peripheriekrise der Jahre 2010-2012 stark gesunken ist. Und hierzu gehört nun einmal die EZB.

Durch die immense Bereitstellung von Liquidität ist das Vertrauen in die Stabilität der Gemeinschaftswährung gesunken (siehe auch Punkt 3), die Rettungsbemühungen für Griechenland entwickeln sich zum jährlich wiederkehrenden Zeremoniell und die direkten Markt eingriffe führen zu extrem niedrigen Renditeniveaus an den Finanzmärkten und bieten die Grundlage für populistische Slogans wie der geforderte Stopp der „Enteignung von Sparguthaben“. Man darf allerdings den Druck nicht unterschätzen, den die Politik auf die EZB ausüben könnte, falls sich abzeichnet, dass es zu größeren Problemen bei der Altersvorsorge kommen sollte – einer Situation, der viele deutsche Unternehmen gegenüberstehen.

Die EZB stand von Anfang an vor einer großen Herausforderung, da sie nicht in der Lage ist, eine für alle Mitgliedsländer optimale Geldpolitik umzusetzen. Mit diesem Dilemma muss sie per Definition leben – allerdings lebt es sich viel leichter, wenn die Geldpolitik zumindest in allen Mitgliedsländern die gewünschte Richtung des Impulses bedingt. Das wird aber aus oben genanntem Grund aktuell von vielen Ländern in Frage gestellt.

Man kann die Brexit-Kampagne nicht direkt auf die EZB zurückführen – schon deshalb nicht, weil Großbritannien offensichtlich eine eigenständige Geldpolitik betreibt. Indirekt trägt die Politik der EZB allerdings dazu bei, dass das Vertrauen in europäische Institutionen gesunken ist und stärkt somit auch national-orientierte Parteien, die wiederum mehr Eigenständigkeit bis hin zu einem Austritt aus der EU fordern. Neben den offensichtlich direkten negativen Effekten eines Brexit sehen wir das zentrale Risiko darin, dass damit die Austrittswahrscheinlichkeit anderer Länder zunimmt.<sup>3</sup> Und hierbei handelt es sich mehrheitlich um Geber- und nicht um Nehmer-Länder.

*Fazit: Die exzessiv-expansiven geldpolitischen Maßnahmen der EZB der letzten Jahre erhöhen die Exit-Risiken von Mitgliedsländern.*

## 3. Die Glaubwürdigkeit der EZB und der Erfolg von Kryptowährungen

Während der Hochzeit der Eurokrise und der Diskussion bezüglich Target II-Salden sind die Anhänger der Österreichischen Schule besonders exponiert hervorgetreten und haben mal wieder das Ende des Fiat-Geldes eingeläutet. Soweit ist es offensichtlich noch nicht gekommen, allerdings lässt sich die zunehmende Attraktivität von Alternativen nicht leugnen. Während sich die einen Goldvorräte anlegen, kauft die nächste Generation Kryptowährungen. Letzteres ist Spiegelbild einer dramatischen Entwicklung: Die Glaubwürdigkeit eines Algorithmus ist größer als die einer Zentralbank.

Das Grundproblem der EZB ist allerdings systembedingt: Während bspw. die Mitglieder der Fed vor allem theoretische Diskussionen

<sup>3</sup> Wir halten Broker-Odds gegenüber Umfragen für die verlässlichere Quelle bezüglich der Brexit-Wahrscheinlichkeit. Diese liegen aber seit dem berühmter Artikel der englischen Sun (BeLEAVE in Britain), bei der das Blatt seine Leser zum Brexit aufrief, auch bei den meisten Brokern um 40 %, also in dem Bereich der aktuellen Umfragewerte. Vgl. hierzu <http://www.oddschecker.com/politics/british-politics/eu-referendum/referendum-on-eu-membership-result> oder <https://electionbettingodds.com/brexit.html>.



bezüglich des optimalen Zinsniveaus führen und hierbei durchaus zu unterschiedlichen Entscheidungen kommen können, existieren innerhalb des Euroraums und damit innerhalb des Präsidiums der EZB unterschiedliche ökonomische Interessen. Dabei handelt es sich nicht nur um die Rolle der EZB in Krisensituationen (man denke an die anhaltenden Diskussionen bzgl. der Maßnahmen der EZB bei der Rettung Griechenlands), sondern eben auch um geldpolitische Grundsatzentscheidungen.

Falls der nächste EZB-Präsident z. B. aus Deutschland kommen sollte, kann es zu einer Kehrtwende der EZB-Politik kommen. Diese politische Komponente innerhalb einer im ursprünglichen Sinne völlig unpolitischen Institution hat nachhaltige Auswirkungen auf die Glaubwürdigkeit derselben. Sollte irgendeine Jurisdiktion innerhalb der Eurozone dem Beispiel der schweizerischen Gemeinde Zug folgen und Bitcoins als Zahlungsmittel akzeptieren, dann spiegelt das nicht nur die Attraktivität von Kryptowährungen wider, sondern ist vor allem auf den dramatischen Vertrauensverlust in die EZB zurückzuführen.

*Fazit: Das gesamte Euro-System beruht auf einer hohen Glaubwürdigkeit der EZB. Die letzten Jahre hat die EZB an Glaubwürdigkeit eingebüßt und dieser Vertrauensverlust spiegelt sich auch in dem Hype um alternative Währungen wider.*

#### 4. Realwirtschaftliche Effekte: Ist da was?

Auch die OECD hat in ihrem aktuellen Economic Outlook folgende Schlussfolgerung aufgestellt: „*Monetary policy cannot revive near and long-term growth by itself and distortions are increasing.*“<sup>4</sup> Obwohl die OECD den Zentralbanken nicht abspricht, während der Krisen in 2008/09 und 2010-2012 dem Finanzsystem existentielle Hilfestellung geleistet zu haben, kommt die Geldpolitik an ihre Grenzen, wenn sie realwirtschaftliche Impulse auslösen will. Vielmehr laufen die Zentralbanken Gefahr, durch übermäßige Bereitstellung von Liquidität Verwerfungen an den Finanzmärkten zu bedingen, die wiederum negative Effekte auf das reale Wachstum haben können. Aufgrund dieser negativen Zweitrundeneffekte muss die Effizienz der Geldpolitik in Frage gestellt werden.

Die Problematik der mangelnden Effizienz der Geldpolitik der EZB umfasst indes zwei Ebenen. Je geringer das Zinsniveau insgesamt ist, desto weniger stark wirkt sich eine nochmalige Zinssenkung aus. Das „Delta“ geldpolitischer Maßnahmen geht im Nullzinsumfeld gegen Null. Außerdem stellt ein effizientes Bankensystem eine unabdingbare Voraussetzung für eine wirkungsvolle Geldpolitik dar. Wenn Banken angesichts hoher Volumina in faulen Krediten eine Konsolidierung ihrer Aktivseite anstreben und deshalb die Kreditvergabe gering gehalten wird, dann können Zinssenkungen wirkungslos verpuffen. Dasselbe trifft übrigens auch dann zu, wenn regulatorische Maßnahmen den Risikoappetit der Banken (bspw. durch strengere Kapitalvorschriften) reduzieren. Zumindest Teile des europäischen Bankensektors sind diesen Problemen ausgesetzt.

*Fazit: In einem Nullzinsumfeld in Kombination mit einem nicht effizient funktionierenden Bankensystem ist die Effizienz geldpolitischer Maßnahmen gering. Genau deshalb sind die realökonomischen Wirkungen der EZB-Politik gering.*

#### 5. Auswirkungen auf die Geldpolitik anderer Länder

Eine mit Zinssenkungen ausgelöste Währungsabwertung, ein steigender Außenbeitrag und damit positive Wachstumsimpulse auf „Kosten“ anderer Länder stellt die moderne Art der „beggar my neighbour“-Politik dar. Diese Strategie kann man indes allen westlichen Zentralbanken unterstellen, wobei die BoJ als Vorreiter be-

<sup>4</sup> Vgl. OECD Economic Outlook, Vol 2016, Issue 1, General Assessment of the Macroeconomic Situation, S. 36:  
<http://www.oecd.org/eco/outlook/OECD-Economic-Outlook-June-2016-general-assessment-of-the-macroeconomic-situation.pdf>



zeichnet werden darf. In völlig integrierten globalen Kapitalmärkten wirken sich geldpolitische Maßnahmen einer Zentralbank sofort auf die globalen Kapitalströme und somit auf die Finanzmärkte aus, während realwirtschaftliche Effekte etwas auf sich warten lassen. Dieser Mechanismus ist systemisch und generiert positive Effekte über internationalen Güterhandel aus Sicht des Landes, das die Zinssenkung umsetzt.

Genau das passiert nun, wenn die Zentralbank eines kleinen Landes als Reaktion auf eine Finanzkrise eine spürbare Zinssenkung beschließt. Angenommen, alle anderen Zentralbanken behalten ihre Politik bei, dann kann die Zinssenkung ihre volle Wirkung entfalten und beschleunigt den Prozess der Krisenbekämpfung in dem kleinen Land. Die direkten Effekte auf die Refinanzierungskosten der Banken und indirekt eine Entlastung der Aktivseite der Bankbilanzen über Vermögenspreisinflation sind positiv. Diese Effekte werden durch die oben genannten außenwirtschaftlichen Mechanismen unterstützt. Genau dieser Effekt verpufft jedoch völlig in einer Situation, in der alle Zentralbanken großer Länder gleichzeitig in eine Zinssenkungsphase eintreten. Vielmehr entsteht durch die Zinssenkungen anderer Länder ein Druck auf Zentralbanken, ihre Zinsen ebenfalls zu senken, da sie ansonsten ein „Opfer“ im Sinne der „beggar my neighbour“-Politik werden. Aktuell sehen wir folgende Auswirkungen auf die Geldpolitik der westlichen Zentralbanken: Einerseits müssen geldpolitische Maßnahmen eines Landes auch immer außenwirtschaftliche Effekte berücksichtigen. Die Fed steht auch vor dem Dilemma, dass sie durch eine Zinserhöhung die Refinanzierungskosten vieler EM-Länder (v. a. solche, die sich maßgeblich durch USD Anleihen refinanzieren) erhöht und dort potentiell Kapitalabflüsse auslöst. Diese wiederum können auch die Kapitalmärkte der Industrieländer unter Druck setzen. Obwohl die EZB kürzlich darauf hingewiesen hat, dass die Entwicklung des Außenwerts des Euro keinen dominanten Einfluss auf ihre Entscheidungsfindung hat, ist es offensichtlich, dass eine Zinserhöhung und eine damit verbundene Aufwertung des Euro über einen sinkenden Außenbeitrag negative Wachstumsimpulse generiert – vor allem in den Peripherieländern. Die EZB muss somit „warten“ bis das globale Zinsniveau steigt, bevor sie selbst eine Zinserhöhung umsetzen kann – die EZB wird indes nicht der „First Mover“ sein.

*Fazit: Die Zentralbanken befinden sich in einer Art Gefangenendilemma. Die Reaktionsfunktion einer Zentralbank folgt nicht nur den realwirtschaftlichen Entwicklungen, sondern auch der Politik der anderen Zentralbanken.*

## 6. Kapitalbilanzsalden im Niedrigzinsumfeld

Eine dominante Entwicklung der Nuller-Jahre war die Entdeckung der EM-Länder als Anlagealternative. Am Anfang stand die Marketingidee der Investments in die BRIC-Länder mit den einfachen Argumenten, dass diese eine höhere Rendite bei gleichzeitig höheren Wachstumsraten und einer bei weitem positiveren demographischen Entwicklung im Vergleich zu den saturierten Industrienationen versprachen. Bei einer globalen Betrachtung der Situation zwischen den EM- und den Industrieländern steht meist die Entwicklung der Leistungsbilanz im Zentrum der Diskussion. Ein stärkeres Wachstum in den EM-Ländern sollte vor allem durch deren gestiegenes Exportvolumen erreicht werden, was global zu ausgeglichenen Leistungsbilanzsalden führt.

Allerdings wird hier oftmals die Bedeutung der Kapitalbilanz unterschätzt. Da die Zahlungsbilanz eines Landes immer ausgeglichen ist, gilt das (weitestgehend) auch für die Leistungs- und Kapitalbilanz: Jedem Gütertransfer steht ein Kapitaltransfer gegenüber bzw. steht jedem Warenexport (-import) ein Kapitalimport (-export) gegenüber. Die Kapitalbilanz umfasst wiederum Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen, andere Investments (bspw. zwischen Banken) und den



Reserve Account (der Zentralbank). Die klassische Schuldenkrise entsteht in der Regel durch ein persistentes Leistungsbilanzdefizit, das logischerweise mit zunehmender Auslandsverschuldung einhergeht. Die Rolle der Zentralbank ist idealtypisch von ausgleichender Natur: Falls ein Leistungsbilanzdefizit besteht und Kapital importiert werden muss, um dieses zu finanzieren, entsteht ein Abwertungsdruck auf die inländische Währung und macht heimische Exporte günstiger, was einen Rückgang des Leistungsbilanzdefizits bewirken sollte. Zusätzlich kann die Zentralbank den Mechanismus der Währungsanpassung über ihr Management der Devisenbestände beeinflussen.

Sind die Zentralbanken allerdings einzig damit beschäftigt, ihre Bankensysteme zu stabilisieren und halten das Zinsniveau künstlich niedrig, kann dieser Ausgleichsmechanismus nicht mehr effizient vorgenommen werden. Kommt es zu Kapitalabflüssen aus den EM-Ländern, bspw. durch Portfolio-Desinvestitionen (das Ende des BRIC-Hypes), können die Zentralbanken auf diese Entwicklungen nicht mehr adäquat reagieren, da ihre geldpolitischen Möglichkeiten in einem Nullzinsumfeld weitestgehend ausgeschöpft sind.

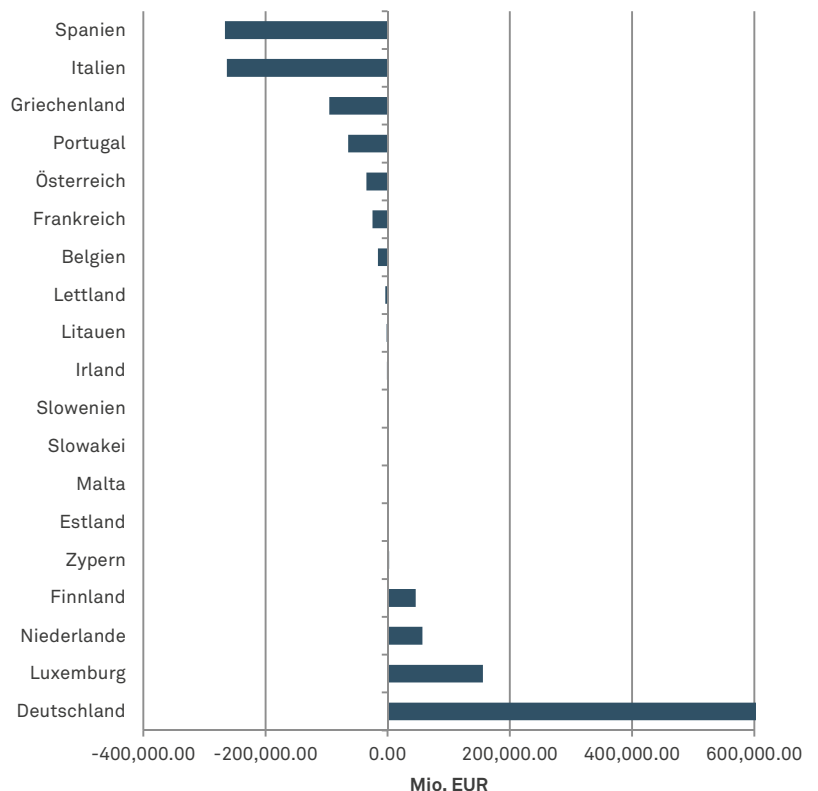
*Fazit: Die Zentralbanken der Industrieländer haben angesichts ihrer persistenten Nullzinspolitik wenig Spielraum, auf wachsende globale Ungleichgewichte zu reagieren.*

## 7. Risiken innerhalb der Eurozone

Ein etwas in Vergessenheit geratenes Thema steht in direktem Zusammenhang mit dem vorigen Punkt. Das Problem der Eurozone liegt genau darin, dass die Wachstumspfade der Mitgliedsländer nicht in ausreichendem Maße konvergieren, teilweise sogar divergieren. Folglich kann die EZB keine geldpolitischen Maßnahmen umsetzen, die für jedes Mitgliedsland individuell optimal sind. Zynisch formuliert betreibt die EZB eine Geldpolitik, die für kein Mitgliedsland ökonomisch effizient ist. Somit kann die EZB auch nur bedingt dazu beitragen, dass die Leistungsbilanzsalden innerhalb der EU ausgeglichen werden, was sich letztlich in einer Persistenz sehr hoher Target II-Salden widerspiegelt.

### Target II-Salden: Es wird nicht weniger

Stand: 31.03.2016; Quelle: [www.statista.de](http://www.statista.de)





Durch die Aufgabe einer eigenständigen Geldpolitik und die ebenfalls sehr eingeschränkten fiskalischen Spielräume gerade in den Peripherieländern, benötigt der Euroraum einen Ausgleichsmechanismus über das Target II-System. Es ist indes nicht damit zu rechnen, dass sich die Salden im Target II-System kurz- bis mittelfristig spürbar verringern, da die aktuelle Niedrigzinspolitik der EZB die Kernländer relativ gegenüber den Peripherieländern bevorzugt. Vor allem Deutschland profitiert von dem niedrigen Zinsniveau und dem damit verbundenen niedrigen Außenwert des Euro, was sich unter anderem in sehr hohen Leistungsbilanzüberschüssen niederschlägt. Diesen Überschüssen stehen Leistungsbilanzdefizite der Peripherieländer gegenüber, die durch das Target II-System ausgeglichen werden müssen.

Ähnlich gestaltet sich das Kaufprogramm der EZB, bei dem eben auch nicht nach wirtschaftlicher Notwendigkeit unterschieden wird, sondern alle Mitgliedsländer berücksichtigt werden. Die mangelnde Möglichkeit der Differenzierung nimmt der EZB die Opportunität, Maßnahmen gezielt zum Nutzen einzelner Länder umzusetzen.

*Fazit: Durch die persistente Nullzinspolitik der EZB gekoppelt mit direkten Markteingriffen, die allen Mitgliedsländern zu Gute kommen (z. B. beim Ankauf von Anleihen), werden nötige Anpassungsprozesse innerhalb der EU verhindert oder zumindest nicht gefördert.*

## 8. Verzögerung von Strukturreformen

Aus Sicht der europäischen Peripherieländer stellen die Nullzinspolitik der EZB und der Kauf von Staatsanleihen ein zweiseitiges Schwert dar. Positiv wirken natürlich die damit verbundenen extrem günstigen und weit unter dem Marktniveau liegenden Refinanzierungsbedingungen für diese Länder. Aber genau hier liegt auch das Problem. Wenn Eingriffe der Zentralbank zeitlich begrenzt sind und nur der direkten Krisenbekämpfung dienen, dann wirken diese anders, als wenn sie eine gewisse Persistenz und Langfristigkeit aufweisen. Ist Letzteres der Fall, nehmen sie Druck von den Ländern, notwendige Strukturanpassung zeitnah umzusetzen, um die wirklichen Ursachen der Schuldenproblematik in den Griff zu bekommen. Falls durch strukturelle Reformen keinerlei Wachstumsimpulse gesetzt werden, dann pendeln sich die Refinanzierungskosten einiger Länder auch nicht auf dem Marktniveau ein, bei dem ein ausgeglichener Haushalt (angenommen es entsteht überhaupt ein Primärüberschuss; also ein Überschuss des Staates vor Zinszahlungen) möglich ist. Genau dann wird die EZB auch langfristig ihre Markteingriffe aufrechterhalten müssen.

Das traurigste Beispiel für diese These stellt die nach wie vor immense Arbeitslosigkeit in einigen EU-Ländern dar. In einer aktuellen Bertelsmann Studie<sup>5</sup> zeigt sich die dramatische Erhöhung der Arbeitslosigkeit seit 2008 und vor allem die Persistenz derselben, da eben ein wachsender Anteil der Arbeitslosen bereits Langzeitarbeitslose sind. In der Studie wird unter anderem darauf verwiesen, dass „die Wirtschafts- und Finanzkrise schwerwiegende strukturelle Schwächen in den Wirtschaftsmodellen der Südeuropäer aufgedeckt hat.“

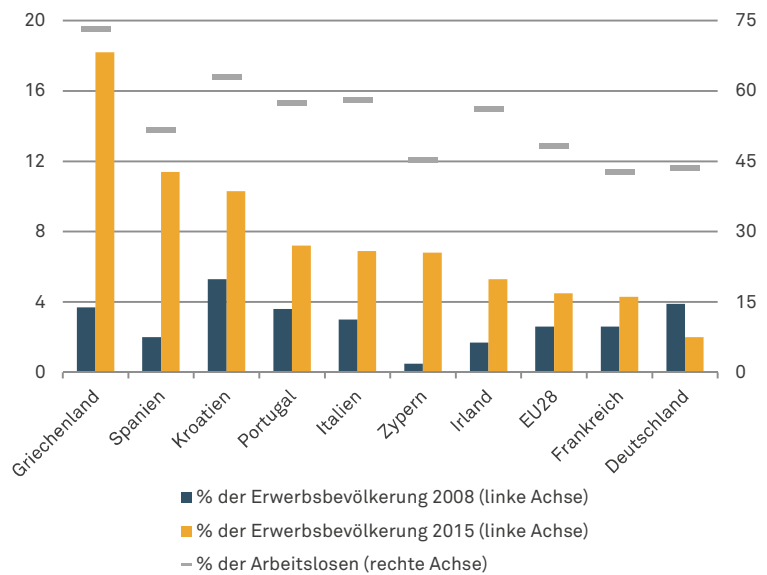
<sup>5</sup> Die Studie „Langzeitarbeitslosigkeit wird für die EU zum Dauerproblem“ findet sich hier: <https://www.bertelsmann-stiftung.de/de/themen/aktuelle-meldungen/2016/juni/langzeitarbeitslosigkeit-wird-fuer-die-eu-zum-dauerproblem/>





## Strukturell bedingte Arbeitslosigkeit innerhalb der EU wird persistent

Quelle: eurostat



Hierbei möchten wir zum wiederholten Male auf einen immens wichtigen Punkt aufmerksam machen: Wenn die EZB Kapital als Produktionsfaktor billiger macht, dann verteuert sie relativ den Produktionsfaktor Arbeit und trägt somit indirekt zu einer höheren Arbeitslosigkeit bei!

*Fazit: Die generöse Liquiditätsversorgung der EZB führt zur Verzögerung bei schmerzhaften Strukturreformen und kann somit auch mitverantwortlich gemacht werden für Phänomene wie ein Anstieg der Langzeitarbeitslosigkeit v. a. in den südlichen Peripherieländern.*

### 9. Die Rolle der Banken

Das Problem des europäischen Bankensystems ist demjenigen der Mitgliedsländer nicht unähnlich. Auch hier herrscht eine große Diskrepanz bezüglich der Profitabilität, der Kapitaldecke und des Ertragspotentials. Während einige Banken einen existentiellen Bedarf an der Liquiditätsbereitstellung der EZB haben, wird die Nullzinspolitik der EZB und das damit direkt einhergehende Nullrenditeumfeld für andere Banken zum Problem. Da Banken angesichts verschärfter regulatorischer Vorschriften vor allem als Broker (und nicht mehr als Risikonehmer) am Markt auftreten, gewinnt die Marge im Broker-Geschäft an Bedeutung. Diese kommt aber unter Druck je niedriger das Renditeniveau insgesamt ist. Zusätzlich sind auch die Margen im Kreditgeschäft rückläufig, da sich die Banken aufgrund steigender Risikokapitalanforderungen bei der Kreditvergabe vor allem auf Unternehmen mit sehr gutem Rating fokussieren, bei denen erstens der Konkurrenzdruck hoch ist und zweitens generell niedrigere Margen im Kreditgeschäft verdient werden können.

*Fazit: Wie bei den einzelnen Mitgliedsländern kann es die EZB auch nicht allen Banken Recht machen. Die exzessive Liquiditätsversorgung rettet den unprofitablen Part des Bankensystems auf Kosten der Margen des profitablen Teils.*

### 10. Liquiditätssituation & Verwerfungen an den Finanzmärkten

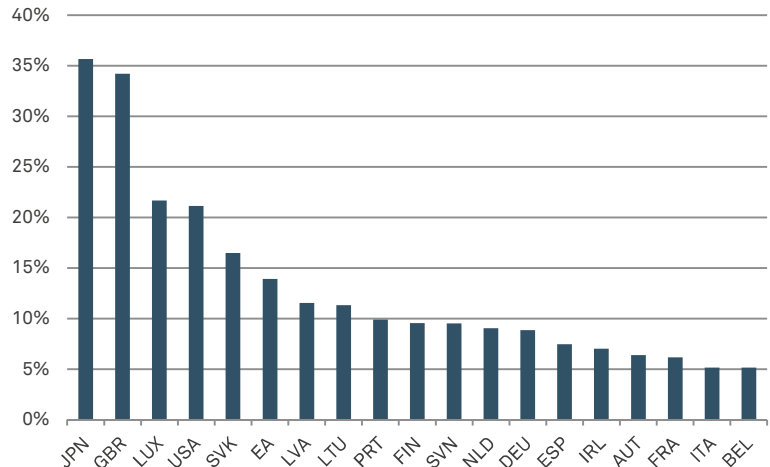
Die Frage, warum die Liquiditätsflut an Zentralbankgeld einen gegenläufigen Effekt an den Finanzmärkten hat, ist schnell beantwortet. Einerseits (was man nicht allein der EZB anlasten kann) ist das regulatorische Umfeld für viele Akteure extrem schwierig geworden, was natürlicherweise das Handelsvolumen reduziert. Andererseits ist die EZB in einigen Marktsegmenten bereits der dominante Akteur und als reiner „Buy & Hold“-Investor kein kontinuierlicher Bereitsteller von Liquidität. Je stärker die EZB ihre Positionen im Fixed Income-Markt erhöht, desto weniger Anleihevolumen steht dem Rest des Marktes



zur Verfügung. Immer mehr Anleihen werden dem Handel entzogen und landen auf der Bilanz der EZB bzw. ihrem verlängerten Arm, den nationalen Zentralbanken. Folgende Abbildung verdeutlicht diese Situation.

### Zentralbanken als sichere Häfen für Staatsanleihen

Stand: 30.05.2016; Quelle: Board of Governors of the Federal Reserve System; Bank of Japan; UK Debt Management Office; European Central Bank (ECB); OECD Berechnungen



In einem Umfeld niedriger Liquidität treten zwei bekannte Phänomene auf: Erstens springt die Volatilität in den Märkten im Falle exogener Impulse sprunghaft an. Zweitens treten in zunehmendem Maße Preisanomalien auf. Das heißt, die EZB beeinflusst durch ihre selektiven Käufe die relativen Preise zwischen „manipulierten“ und „nicht-manipulierten“ Marktsegmenten.

*Fazit: Eine logische Konsequenz des Anleihenkaufprogramms der EZB ist ein Rückgang der Liquidität und somit die Disfunktionalität der Anleihenmärkte. Die EZB erhöht mit ihren Maßnahmen das Risiko einer Finanzmarktkrise.*

Die aktuelle Geldpolitik der EZB wird gerechtfertigt durch die kurzfristigen positiven Effekte auf die Refinanzierungskosten der Peripherieländer und auf die Funktionsweise des Bankensystems. Hierbei werden die langfristigen Effekte ausgeblendet. Unserer Ansicht nach wiegen diese Effekte weitaus schwerer und müssten berücksichtigt werden. Die Kosten daraus entstehender potentieller Spillover-Effekte können die „positiven“ Effekte dieser Maßnahmen bei weitem überkompensieren.

### X-Asset View

#### Brexit & Fexit

Die kurzfristig dominanten Themen bleiben das Referendum in Großbritannien zum Verbleib in der EU sowie die Frage, wann die Fed den nächsten Zinsschritt umsetzt und endgültig die Abkehr von ihrer Nullzinspolitik umsetzt (Fexit).

Ein Pro-Brexit-Ergebnis würde ja nicht direkt zu einem Austritt Großbritanniens führen, sondern erstmal zu einer Regierungsumbildung und langfristigen Verhandlungen mit der EU. Aber es wäre natürlich eine Maßgabe für die Regierung, einen solchen Austritt auch wirklich anzustreben. Unsere Sicht der Dinge basiert auf ökonomischem Rational, weshalb wir die Brexit-Wahrscheinlichkeit als geringer ansehen als sie im Markt aktuell diskontiert wird. Aber offensichtlich appellieren die Brexit-Befürworter weniger an das Ratio, sondern vielmehr an traditionelle Gefühle, die vor allem bei den älteren Generationen



vorhanden sind: Ein Slogan lautet „Wir wollen unser Land zurück.“<sup>6</sup> Ein Brexit hätte so weitreichende Wirkungen, dass die Effekte auf die Finanzmärkte nur annäherungsweise beschrieben werden können. Und diese Effekte wären längerfristiger Natur, so dass man auch nicht davon ausgehen sollte, dass etwaige Schocks an den Märkten von kurzer Dauer wären. Wenig verwunderlich haben alle Investmentbanken Brexit-Absicherungen für ihre Kunden im Repertoire. Diese basieren in der Regel einfach darauf, dass im Brexit-Fall mit sinkenden Aktienkursen, steigenden Volatilitäten und einem freien Fall des Pfunds gerechnet werden darf. Deshalb ist unserer Ansicht nach in diesen Märkten die Brexit-Wahrscheinlichkeit bereits adäquat diskontiert und es ergeben sich keine wirklichen Opportunitäten. Während die Wahrscheinlichkeit unserer Ansicht nach relativ groß ist, dass die Brexit-Debatte Ende Juni vorerst vorbei sein wird, bleibt der andere dominante Faktor für die Fixed Income-Märkte bestehen: die Frage nach dem nächsten Zinsschritt der Fed. Wir halten diese Frage langfristig für sekundär, da die relevante Fragestellung die nach der Dauer des Zinserhöhungszyklus ist. Die Rendite 10-jähriger US Staatsanleihen ist Anfang Juni wieder unter die Marke von 1,7 % gefallen und reflektiert somit die Erwartung, dass der jetzige Zinserhöhungszyklus der Fed bei weitem nicht so ausgeprägt sein wird wie das in früheren Zyklen zu beobachten war. Das heißt folglich, dass wir auch in den USA in einem Umfeld historisch niedriger Renditen bleiben und die damit verbundenen Verwerfungen (u. a. negative Swap Spreads) einer gewissen Persistenz zustreben werden. Wir haben in der letzten Ausgabe des Newsletters die aus unserer Sicht zentralen fünf Risikofaktoren für die Märkte beschrieben: Negative Spillover-Effekte aus den Emerging Markets, stark steigende Ausfallraten, die strukturellen Probleme innerhalb der EU, der europäische Finanzsektor und die Tech Bubble II. Wir denken, Brexit und die nächsten Zinsschritte der Fed gehören nicht dazu.

### **Taktische Sicht: Fußball spannender als die Finanzmärkte**

Die ersten Käufe der EZB innerhalb des CSPP bestätigen die Befürchtungen, dass sich die gewünschten positiven Effekte durch höhere Investitionsausgaben nicht einstellen werden. Bisher umfassten die Käufe Anleihen der Sektoren Utilities, Telecoms, Chemicals und Automotives. Ersten Gerüchten zufolge u. a. von folgenden Emittenten: Telefonica, Telecom Italia, E.On und RWE.<sup>7</sup> Eine breite Streuung des Investments führt natürlich auch dazu, dass mit wenig Spielraum für Spread-Ausweitungen in europäischen IG Anleihen-Indices zu rechnen ist. Das kommt auch den Pendanten auf der IG CDS-Seite zu Gute, während die HY-Märkte von Investoren, die sich auf der Suche nach Spread-Einkommen befinden, profitieren. Es bleibt nur zu hoffen, dass die dadurch ausgelöste weitere Inflationierung der Kreditmärkte eine realwirtschaftliche Rechtfertigung erfährt – allerdings ist das nur dann der Fall, wenn die Strategie der EZB aufgeht. Und hier darf man – wie oben ausführlich dargestellt – Zweifel anführen. Nachdem die Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen am 14. Juni die Nulllinie erreicht hat, mehren sich erneut die Stimmen derjenigen, die eine Rentenblase sehen. Wir gehen davon aus, dass diese Situation unter gegebenen Schwankungen auch mittelfristig bestehen bleibt. Ein Renditeanstieg in 10-jährigen Bunds auf über 50 bp erfordert drei fundamentale Entwicklungen: die Lösung der strukturellen Finanzierungsbedingungen der Peripherieländer, eine Bereinigung der Bankbilanzen in Europa und positive Wachstumsimpulse. Es fehlt uns hier schlicht der Glaube daran, dass wir diese Entwicklungen in naher Zukunft erleben dürfen.

<sup>6</sup> Möglicherweise wurde dieser Slogan der Bayernpartei geklaut.

<sup>7</sup> Die EZB ist hier durchaus willens, schnell Positionen aufzubauen: Bis einschließlich 10. Juni wurden Anleihen im Wert von 348 Mio. Euro gekauft, was laut einigen Brokern ca. 25 % des Handelsvolumens und ca. 50 % der Anfragen nach Preisen widerspiegelt. Vgl. hierzu: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>



Natürlich entstehen aktuell völlig unsinnige relative Bewertungen an den Märkten. Aktuell kann man wieder einmal das Phänomen beobachten, dass die 10-Jahres-Rendite vieler Länder weit unter den korrespondierenden CDS-Levels handeln. Die Abstrusität liegt darin, dass das im CDS verbrieft Ausfallrisiko Teil des Risikos von Staatsanleihen-Investments ist. Man erhält beispielsweise für die Übernahme des Ausfallrisikos über die nächsten zehn Jahre der Bundesrepublik Deutschland 43 bp – investiert man hingegen in deutsche Staatsanleihen bekommt man eine gesamte Rendite von quasi Null. Natürlich hat man hier zusätzlich dasselbe Ausfallrisiko wie im CDS. Bei folgenden Ländern kann man dieses Phänomen beobachten:

### CDS vs. 10-jährige Staatsanleihen-Renditen

Stand: 14.06.2016; Quelle: Bloomberg

	10Y Rendite	10Y CDS-Spread
Deutschland	-0,004 %	43 bp
Belgien	0,466 %	92 bp
Frankreich	0,423 %	75 bp
Niederlande	0,257 %	56 bp
Österreich	0,242 %	66 bp
Japan	-0,155 %	75 bp
Schweiz	-0,491 %	60 bp

Dabei spielt es natürlich eine Rolle, dass die Geldmarktsätze im negativen Bereich handeln, Liquiditätshaltung also Kosten verursacht und deshalb ein zentraler Vorteil des CDS in normalen Marktphasen ein Nachteil wird, da dieser ja keine Liquidität benötigt und somit einen negativen Ertrag durch die Liquiditätshaltung generiert. Eine offensichtliche Positionierung in dieser Situation ist der Verkauf von CDS-Versicherung und der gleichzeitige Verkauf von Staatsanleihen (positiver Basis-Trade). Allerdings ist die Umsetzung wenig effizient, da die Repo-Kosten zum Leerverkauf der Staatsanleihen den laufenden Ertrag überkompensieren. Auch mit dem Verkauf eines Future-Kontrakts entstehen implizite Repo-Kosten (der CTD-Anleihe), die zu selbigem Ergebnis führen.

**Dies spiegelt die Situation vor allem an den Fixed Income Märkten sehr treffgenau wider: Die Politik der EZB verursacht kontinuierlich Preisverwerfungen, die allerdings nicht ausgenutzt werden können, da die Funktionsweise der Märkte nachhaltig gestört ist. Vielleicht darf man der EZB ein Bonmot von Aristoteles Onassis nahelegen: „Wenn ein Mensch behauptet, mit Geld ließe sich alles erreichen, darf man sicher sein, dass er nie welches gehabt hat.“ Die EZB hat zwar Geld, es gehört ihr aber nicht! Und je länger die EZB diese Politik weiterführt, desto fataler werden die schlussendlich unausweichlichen Anpassungsbewegungen an den Finanzmärkten. Wir denken nicht, dass dies kurzfristig der Fall sein wird, aber langfristig ist dies die unabdingbare Konsequenz der aktuellen Geldpolitik.**

### Forecast-Tabelle

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

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

\* Transvision Vamp (1988) mit der 80er-Jahre Ikone Wendy James als Frontfrau, zum Nachhören:

<https://www.youtube.com/watch?v=XpEmHajlCt4>



## Disclaimer

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

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

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die Verkaufsunterlagen werden bei den Vertriebspartnern zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten. Die Verkaufsunterlagen sind zudem erhältlich im Internet unter: [www.universal-investment.lu](http://www.universal-investment.lu).

Alle in der Darstellung geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der XAIA Investment GmbH zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die XAIA Investment GmbH behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die XAIA Investment GmbH kann andere Publikationen veröffentlichen 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 2016