

29 MAR 2017

#32

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

Punk's not dead\*

>>We refuse to hear their lie,  
have no fear till the day I die<<

## PUNK'S NOT DEAD\*

Die obigen Textzeilen stammen aus dem Jahre 1981. Nach so langer Zeit wird man etwas altersmilde und würde möglicherweise eine andere Formulierung wählen – aber dem Gedanken kann man nach wie vor zustimmen. Umso erfreulicher ist deshalb, dass in Europa die zarte Knospe der Europaphilie wieder erwacht, was sich auch in den jüngst enttäuschenden Wahlergebnissen europafeindlicher Parteien widerspiegelt. Man sollte allerdings nicht zu euphorisch ein Ende intellektuell ungefilterter Aussagen in sozialen Netzwerken herbeisehnen – aber zumindest darf man darauf hoffen, dass auch hochrangige Politiker den Unterschied zwischen alternativen Fakten und faktischen Alternativen verstehen lernen. Somit widmen wir diesen Newsletter mal wieder der Politik und explizit der Entwicklung in Europa in der Erwartung einer anhaltenden Dominanz politischer Themen in 2017. Außerdem zeigen wir, wie aus Quanto-CDS und Definitionen-Spreads (der neuesten Spielwiese im CDS-Markt) implizite Abwertungserwartungen europäischer Mitgliedsländer nach einem Austritt abgeleitet werden können. Ganz ohne eine Diskussion der Trump'schen Denkfabrik kommt auch dieser Newsletter nicht aus: Dieses Mal gehen wir auf die Idee der Destination-Based Cash Flow Tax ein. Im Gegensatz zum politischen Tagesgeschäft wenden uns also sachlichen Argumenten zu – ganz nach dem Motto „we refuse to hear their lie“.

### In den Fängen der Politik oder warum politische Börsen aktuell lange Beine haben

Auch wenn die Wahl in den Niederlanden überraschend gut ausgegangen ist, bleibt die Gefahr populistischer Machtzuwächse innerhalb Europas bestehen. Und das Beispiel Frankreichs zeigt, welche Dominanz rechtspopulistische Ideen entwickeln können – manchmal sogar ganz ohne Zutun der Rechtspopulisten (>> Miss Moneyppenny Fillon). Die Präsidentschaftswahl in den USA hat gezeigt, wie auch „kleinste“ Skandale, Falschmeldungen oder alternative Fakten den Wahlausgang beeinflussen können und es gibt hier durchaus einige Parallelen zu dem Wahlkampf in Frankreich. Während man in der Vergangenheit dem Bonmot „politische Börsen haben kurze Beine“ folgen und eine gewisse Gelassenheit bei Wahlen an den Tag legen konnte, darf das in der aktuellen Situation nicht mehr gelten. Die Einschnitte der Trump'schen Präsidentschaft werden langfristige Auswirkungen auf die globalen Kapitalmärkte haben (siehe vorherige Ausgabe des Newsletters). Und nimmt man das Programm der Front National ernst, würde dessen Umsetzung ebenso ernste Konsequenzen nach sich ziehen. Ein Auszug aus dem Wahlprogramm umfasst u. a. auch folgende Punkte<sup>1</sup>: Einerseits fordert sie die Wiederherstellung einer nationalen Währung, wobei der Euro weiterhin als Handelswährung fungieren könnte. Man kennt diese Strategie von Venezuela und von vielen Beispielen aus der Vergangenheit. In der Regel funktioniert ein Zwei-Währungssystem nicht, da es eine starke Tendenz zur Abwertung der Inlands- gegenüber der Handelswährung gibt. Eine weitere Forderung der Front National ist,

<sup>1</sup> <https://bundestagswahl-2017.com/frankreich-wahl-2017/>



dass Frankreich wieder seine Grenzen kontrollieren können soll, was faktisch einem Austritt aus dem Schengen-Abkommen gleichkommt und einhergeht mit einer streng regulierten, kontrollierten Einwanderungspolitik (die französische Variante der Obergrenze).

Hiermit stehen also zwei elementare Pfeiler der Europäischen Union auf dem Spiel, deren Aufgabe mindestens so weitreichende Folgen hätte wie die Trump'sche Politik. Es geht also aktuell durchaus darum, dass die folgenden politischen Entwicklungen innerhalb Europas nicht nur ein kurzes Strohfeuer entfachen, sondern vielmehr in der Lage sind, drastische Effekte auf das außenwirtschaftliche Gleichgewicht zu entwickeln, was natürlich einen starken Einfluss auf die Finanzmärkte haben wird.

Trotz der jüngsten Europabekanntnisse muss die Euphorie durchaus etwas gebremst werden. Die aktuellen Entwicklungen in Weißrussland und Russland zeigen deutlich, dass es noch genügend Gegenmodelle zur Demokratie an Europas Außengrenzen gibt. Allen voran ist hier natürlich die Türkei zu nennen – deren politisches Schicksal auch starke ökonomische Effekte auf die Europäische Union hat. Wir konzentrieren uns im folgenden Abschnitt jedoch auf das größte Risiko für die EU – nicht die Effekte von außen, sondern die Entwicklungen im Inneren.

### **Liberté, Egalité und ein Tragerl Bier juchee!**

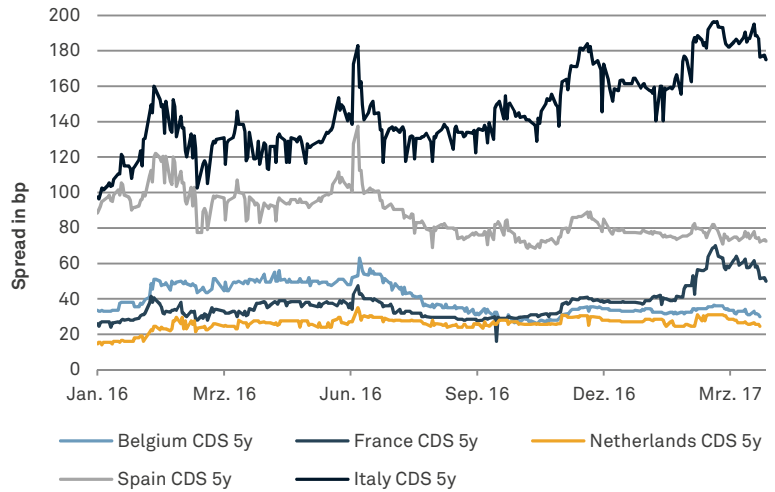
Diese leicht dümmlich anmutende Überschrift geht zurück auf einen Paris-Ausflug zum 200. Jahrestag der Französischen Revolution und passt aktuell hervorragend in die politische Lage. Mit plattesten Parolen ausgestattet erkämpfen sich in jedem europäischen Land Protestparteien eine nicht zu übersehende Wählergruppe – wobei Frankreich schon einen Schritt weiter ist und hier sogar die Chance besteht, dass die Front National in der kommenden Präsidentschaftswahl im ersten Wahlgang den stärksten Kandidaten stellen wird. Es ist realistisch betrachtet davon auszugehen, dass keiner der Kandidaten die erforderliche Mehrheit im ersten Wahlgang erreicht und somit ein zweiter erforderlich sein wird, in dem dann ziemlich eindeutig das bürgerliche Lager gewinnen wird. Das prognostizieren zumindest alle Institute und genau deshalb bleibt wohl auch in den Märkten eine vernünftige Portion Skepsis eingepreist.

Mag die Wahrscheinlichkeit eines Austritts auch als gering angesehen werden, wäre der zu erwartende Verlust im Falle eines Austritts dramatisch. Denn dann erscheint eine Redenominierung von Frankreichs Euro-Schulden in französische Franc Nouveau unausweichlich, womit auch eine starke Abwertung desselben gegenüber dem Euro und v. a. gegenüber dem USD einhergeht. Alle vertraglich fixierten Euro-Schuldner, aber auch Nachfrager nach Euro-denominierten Waren erleiden Verluste, während Euro-Gläubiger (in Franc Nouveau denominierte) hohe Gewinne erwirtschaften. Da Frankreich im globalen Finanzsystem extrem vernetzt ist, würden nicht nur europäische Banken in Mitleidenschaft gezogen werden, sondern generell alle Halter französischer Staatsanleihen. Vor diesem Hintergrund erklärt sich der Anstieg der Risikoprämien einiger europäischer Länder, wie in folgender Abbildung aufgezeigt ist.



## 5y CDS Belgien, Frankreich, Niederlande, Spanien, Italien

Quelle: Bloomberg



Trotz der regulativen Einschränkung des Handels mit Staaten-CDS aufgrund des bestehenden Short-Selling-Bans, ist seit den Markteingriffen der EZB das Segment für Staaten-CDS die letzte Institution, in der mit Hilfe eines Marktmechanismus Prämien für Länderrisiken bestimmt werden. Hier hat sich in den letzten Monaten eine interessante Entwicklung ergeben, die eine quantitative Einschätzung von Austrittswahrscheinlichkeiten und potentiellen Abwertungen ermöglichen.

## Austrittswahrscheinlichkeiten und Währungsabwertungen

Nach den Erfahrungen des letzten Jahres hat die Aussagekraft von Online-Wettplattformen zur Bestimmung der Wahrscheinlichkeiten von Wahlausgängen spürbar abgenommen. Alle großen Wettbörsen haben implizit den Brexit wie auch Trumps Wahlsieg als unwahrscheinliche Ergebnisse gesehen. Das heißt natürlich nicht, dass ein anderer Ausgang die Quoten ex post in Frage stellt, aber es lässt erahnen, dass die Teilnehmer von Wettplattformen nicht objektiv handeln, sondern möglicherweise einen Bias zu präferierten Ergebnissen aufweisen. Unter der Annahme rationaler Akteure ist dies im CDS-Markt nicht der Fall.

Hierbei werden Erinnerungen an den Höhepunkt der Eurokrise 2011/2012 wach. Damals war der sogenannte Quanto-CDS ein beliebtes Instrument, um die Währungsentwicklung im Falle eines Austritts eines Landes aus Marktpreisen abzuleiten. Im Standardformat handelt man CDS auf europäische Staaten in USD und ganz generell nie in der Inlandswährung. Man stelle sich bspw. vor, man kauft Versicherung gegen einen Zahlungsausfall der USA denominated in USD. Fällt die USA als Schuldner wirklich aus, erhält der Versicherungsnehmer im CDS die Differenz zwischen dem Rückzahlungsnominal der Anleihen (=100) und der Verwertungsquote – sein Verlust wird ihm also kompensiert. Allerdings findet diese Kompensation in USD statt und man darf davon ausgehen, dass der USD im Falle eines Credit Events der USA dramatisch gegenüber allen anderen Währungen an Wert verliert und somit den Wert der Versicherung stark reduziert. Ähnliches gilt leicht abgemildert für die europäischen Länder. Man stelle sich vor, Griechenland wird zahlungsunfähig, dann erwartet man einen zunehmenden Druck auf den Euro, was wiederum dafür spricht, dass eine CDS-Versicherung in USD sinnvoller ist.

Das heißt aber auch, dass man aus der Spread-Differenz zwischen ansonsten völlig identischen CDS-Kontrakten einmal in USD und einmal in Euro genau diese erwartete Währungsentwicklung im Falle eines Credit Events einpreist (wobei für europäische Länder gilt:  $\text{Spread}^{\text{USD}} > \text{Spread}^{\text{EUR}}$ )! Der Quanto-Spread erlaubt es uns also, die erwartete Abwertung des Euro gegenüber dem USD zu quantifizieren.



Im aktuellen Fall interessiert uns mehr die Abwertungserwartung der Inlandswährung (Nachfolgewährung zum Euro in einem ausgetretenen Land) gegenüber dem USD im Falle eines Austritts. Hierfür lohnt sich die Betrachtung der Spread-Differenz zwischen CDS-Kontrakten, die unterschiedlichen Rahmenbedingungen unterliegen, was wir im folgenden Exkurs detaillierter erläutern werden.

**Exkurs:**  
**Definitionen-Spreads bei europäischen Staaten-CDS**

Auch als Folge der Erfahrungen während der europäischen Schuldenkrise (inkl. der Abwicklung einiger Banken innerhalb der Eurozone) wurde im Jahr 2014 eine umfassende Änderung des Rahmenwerks für CDS umgesetzt. Seit Ende 2014 werden CDS im Standardformat 2014er Definitionen gehandelt, davor galten die ISDA Credit Derivatives Definitions aus dem Jahr 2003. Dies hatte nun zur Folge, dass Staaten-CDS in zwei Formaten gehandelt werden können, im Markt-Jargon 03er Defs und 14er Defs.

Es bestehen zwischen diesen beiden Kontrakten zwei dominante Unterschiede. Im Gegensatz zu den 03er Defs inkludieren die 14er Defs „Government Intervention“ als ein Credit Event. Um ein solches würde es sich handeln, wenn ein Land sich entscheidet, aus der Währungsunion auszuschneiden und eine neue Währung einzuführen. Aber wir gehen davon aus, dass in diesem Fall auch für die 03er Defs ein Credit Event stattfinden würde, da man diesen Vorgang als „Restructuring“ definieren kann und dies ist Bestandteil in allen Kontrakten.

Damit bleibt der andere entscheidende Unterschied: Die 2014er Defs inkludieren das Feature des Asset Package Delivery (APD). Im Gegensatz zu den 03er Kontrakten (nur Anleihen lieferbar) können in den 14er Kontrakten alle in einem möglichen Umtausch erhaltenen Vermögenswerte in eine CDS-Auktion eingeliefert werden. Ohne hier zu sehr ins Detail gehen zu wollen<sup>2</sup>, würde in dem konkreten Fall eines Austritts der Unterschied in beiden Kontrakten in der Frage der Einlieferung von Anleihen in die CDS-Auktion liegen. Ausgangspunkt ist hier die realistische Annahme, dass ein Land, das die Eurozone verlässt, eine Redenominierung seiner Währung anstrebt, um diese dann sofort abzuwerten und somit die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen. Genau das ist Teil der Argumentation aller Parteien, die sich für einen Euro-Austritt ihres Landes aussprechen. Tritt also ein Land aus und führt (sagen wir mal) den Franc Nouveau ein, können aller Voraussicht nach diese nun in neuer Inlandswährung denominierten Anleihen in die Auktion eingeliefert werden. Der Unterschied in den Kontrakten liegt darin, dass in 03er Defs die lieferbaren Anleihen entsprechend ihres neuen ausstehenden Nominals eingeliefert werden können – das heißt faktisch, dass in einen CDS-Kontrakt mit 100 USD Nominal 100 Franc Nouveau eingeliefert werden können. Der CDS-Kontrakt schützt also vor dem Preisverfall der Anleihen – nicht aber vor der zu erwartenden Währungsabwertung! Im 14er Kontrakt hingegen können die Anleihen zu dem ursprünglichen USD-Nominal (unabhängig von der Währungsentwicklung) eingeliefert werden und somit schützt dieser Kontrakt gegen den Preisverfall der Anleihen und der Währungsabwertung. Dementsprechend muss für die 14er Kontrakte eine höhere Versicherungsprämie bezahlt werden, da sie ja einen „höheren“ Schaden abdecken! Hieraus und aus dem absoluten Spread-Niveau des CDS lassen sich implizit Austrittswahrscheinlichkeiten und die erwartete Abwertung der Inlandswährung gegenüber dem Euro einzelner Länder indirekt eingrenzen.

<sup>2</sup> Der interessierte Leser findet die exakte Ausgestaltung des APD in der Dokumentation der 2014 ISDA Credit Derivatives Definitions; <http://www2.isda.org/asset-classes/credit-derivatives/2014-isda-credit-derivatives-definitions>.



In folgender Tabelle sind die aktuellen Quantos und Definitionen-Spreads ausgewählter europäischer Länder aufgezeigt und Abwertungserwartungen abgeleitet.

### Staaten-CDS-Spreads und daraus abgeleitete Wahrscheinlichkeiten

Quelle: Bloomberg, CMA, JP Morgan, Stand: 28.03.2017

	5y 14er Defs <sup>3</sup>	5y 03er Defs <sup>3</sup>	Def.-Spread <sup>3</sup>	Quanto <sup>3</sup>	Impl. Aus- fallwkt. <sup>4</sup>	Impl. Abwertungs- wkt. Inlandswäh- rungs vs. USD <sup>5</sup>	Impl. Abwer- tungswkt. EUR vs. USD <sup>6</sup>
Frankreich	50	25	25	8	4,3 %	29,1 %	9,3 %
Belgien	28	21	7	6	2,4 %	10,4 %	12,5 %
Portugal	243	207	36	32	19,3 %	9,3 %	8,3 %
Spanien	73	57	16	13	6,2 %	12,9 %	10,5 %
Italien	175	126	49	27	14,3 %	17,1 %	9,4 %
Österreich	24	20	4	7	2,1 %	9,5 %	16,7 %

Die CDS-, Quanto- und Definitionen-Spreads können direkt am Markt gehandelt werden. Aus den Marktpreisen der 5-jährigen CDS können demnach einfach die impliziten Ausfallwahrscheinlichkeiten abgeleitet werden. Nun kann man aus dem Quanto-CDS, also der Spread-Differenz zwischen USD und Euro denominierten CDS, die Versicherungsprämie berechnen, die ein Investor bereit ist, Upfront zu bezahlen, um nach dem Zahlungsausfall (in unserer Terminologie ein Austritt) eines Landes keine Abwertung des Euro gegenüber dem USD hinnehmen zu müssen. Hierbei berechnen wir aus der zusätzlichen Prämie und der Ausfallwahrscheinlichkeit, welche Abwertungserwartung des Euro gegenüber dem USD eingepreist ist. Beispielsweise lässt sich aus dem aktuellen Quanto für Frankreich berechnen, dass die Marktteilnehmer erwarten, dass im Falle eines Austritts Frankreichs der Euro um 9,3 % gegenüber dem USD abwertet, die potentielle Inlandswährung (Franc Nouveau) allerdings um 29,1 %! Das erscheint natürlich plausibel. Bei einem Austritt wird die Inlandswährung abgewertet, um Wettbewerbsvorteile zu generieren, der Abwertungsdruck auf den Euro entsteht erst in einem Zweitrundeneffekt, da natürlich die Stabilität der Eurozone in Frage gestellt wird. In derselben Liga spielt Italien – auch hier wird die Abwertung der Lira Nuova weit stärker sein als die des Euro gegenüber dem USD. Betrachtet man die Kernländer, ändert sich indes die Argumentation. In Österreich liegt die erwartete Währungsabwertung des Euro über dem des Neuen Schilling gegenüber dem USD, da der CDS-Markt bei einem Austritt Österreichs einen Zusammenbruch der gesamten EU eingepreist!

Nun mag man sich fragen, wozu diese Übung gut ist. Auf den ersten Blick mag man mit den impliziten Wahrscheinlichkeiten übereinstimmen oder nicht – aber der CDS-Markt ist das einzige Segment, in dem man diese auch explizit handeln kann! Zum Beispiel indem man Quanto- oder Definitionen-Spreads direkt am Markt kauft oder verkauft. Somit eignen sich diese nicht nur zum Zwecke der Spekulation, sondern vielmehr auch als effiziente und günstige Absicherung gegen einen Zusammenbruch der EU/Währungsunion, da beide Spread-Instrumente sich genau dann stark ausweiten werden. Interessant ist vor diesem Hintergrund eben auch die Frage, was ökonomisch passiert im Falle eines Austritts, worauf wir im Folgenden kurz eingehen wollen.

<sup>3</sup> in Basispunkten, Mid-Levels

<sup>4</sup> über 5 Jahre aus 2014er CDS und mit einer Verwertungsquote i.H.v. 40 % berechnet

<sup>5</sup> berechnet aus den Upfront Definitionen-Spreads und der impliziten Ausfallwahrscheinlichkeit aus den 2014er CDS

<sup>6</sup> berechnet aus dem Upfront Quanto-CDS und der impliziten Ausfallwahrscheinlichkeit aus den 2003er CDS



## Die Gäste machen die Party

Die Frage nach den Effekten eines Austritts eines Mitgliedslands aus dem Euroraum ist seit Jahren aktuell, aber immer noch mysteriös. Die enge Vernetzung des europäischen Bankensystems mit Griechenland und potentielle negative Spillover-Effekte auf andere Länder wurden in 2012 als Argument angeführt, griechische Staatsanleihen zu restrukturieren und das Land mit Hilfsprogrammen zum Verbleib in der Gemeinschaftswährung zu bewegen. Das war damals durchaus eine gewagte Entscheidung und es gab viele Argumente dagegen. Aus Sicht der EU war es das kleinere Übel, bei der Entscheidung entweder über Jahre hinaus (überschaubare) Transferzahlungen zu leisten oder das Risiko nicht kontrollierbarer Übertragungseffekte in Kauf zu nehmen.

Hierbei waren die ökonomischen Effekte möglicherweise mehrdimensionaler als damals beschrieben. Offensichtlich sind die direkten Effekte bei einem Austritt eines kleinen Landes angesichts eines geringen Beitrags zur Wirtschaftsleistung und damit auch zum Güterhandel innerhalb der Eurozone vernachlässigbar. Die Wirkung auf das Bankensystem ist ja nicht Gott gegeben, sondern vielmehr eine unternehmerische Entscheidung der einzelnen Banken, die angesichts eines höheren Ertrags mehr Risiken von Austrittskandidaten auf den Büchern halten in der Hoffnung, dass diese einen Bailout erhalten würden. Die Höhe der Position und die dadurch bedingten Effekte sind stark durch das regulatorische Umfeld sowie durch die Politik der EZB getrieben, weshalb man hier nicht von generellen systematischen Effekten – die alle Länder im selben Ausmaß betreffen würden – sprechen kann.

Bleibt die Frage nach der Wirkung auf den Außenwert des Euro. Hier ist ganz klar zwischen kurz- und langfristigen Effekten zu unterscheiden. Natürlich muss davon ausgegangen werden, dass der Euro nach dem Austritt eines Landes in einer initialen Reaktion des Marktes an Wert verliert – einfach aufgrund der „Angst“, dass weitere Länder folgen werden. Mittelfristig ist dieser Effekt nicht eindeutig. Verlässt ein „schwaches“ Land die Eurozone, sollte das den Euro als Währung stärken. Deutlich wird das, wenn man überlegt, dass Deutschland das einzig verbliebene Land in der Eurozone wäre – dann würde der Euro in diesem Szenario stark aufwerten.

Die Wirkung möglicher Austrittsszenarien kann von Land zu Land stark variieren, wobei eine Quantifizierung der Effekte nur auf sehr abstrakter Modellebene unter stark vereinfachenden Annahmen möglich ist. Aber es lassen sich zumindest die dominanten Parameter hierfür beschreiben:

- > Das entscheidende Kriterium ist die Frage, ob es sich um ein „großes“ oder „kleines“ Land im ökonomischen Sinne handelt. Die oben beschriebenen Effekte sind abhängig von der wirtschaftlichen Bedeutung eines Landes. Ein Austritt Griechenlands oder Portugals hätte sehr begrenzte direkte realwirtschaftliche Auswirkungen im Vergleich zu einem Austritt Frankreichs oder Italiens.
- > Die Begründung des Austritts: Die negativen Effekte sind umso geringer, je spezifischer und „einmaliger“ der Austritt gesehen wird. Hätte man 2012 Griechenland in allen Ehren entlassen mit der Begründung, dass es sich um ein sehr spezielles, durch die Problematik der Falschangaben bzgl. wirtschaftlicher Kenngrößen beim Eintritt in die Eurozone ausgelöstes Ereignis handelt, wären die Wirkungen möglicherweise sehr viel geringer gewesen als damals befürchtet. Ein Austritt kann dann sogar dazu beitragen, dass die Stabilität der Eurozone erhöht wird.
- > Ein ähnliches Phänomen konnte man angesichts des Brexit beobachten – die Tatsache, dass ein wichtiger Nettozahler die EU verlässt, wurde mehr als kompensiert von der ökonomischen Überzeugung, dass der Weggang eines „politischen Querulanten“ die Entscheidungseffizienz der Europäischen Union stärkt. Tritt indes ein Land aus und besteht die Gefahr, dass sich eng verbun-



dene Mitgliedsländer anschließen (bspw. Frankreich und Belgien), werden die negativen Effekte auf allen Ebenen sehr viel fataler ausfallen.

Möglicherweise liegt das Problem hierin, dass die Eurozone als finales Ziel verstanden und jegliche Abkehr als ein Scheitern der Idee einer Währungsunion definiert wird. Derweil ist es eine historische Tatsache, dass es bisher keine Währungsunion gegeben hat, die nicht auch wieder zerbrochen wäre. Es ist für alle Beteiligten sehr viel wünschenswerter, wenn eine gewisse Flexibilität in der Zusammensetzung einer Währungsunion besteht als wenn bei jedem potentiellen Austrittskandidaten (und es wird auch in Zukunft noch einige geben) ein kompletter Zusammenbruch des Systems erwartet wird. Und es ist völlig eindeutig, dass die Mitgliedschaft in einer Währungsunion gewisse Konvergenzverpflichtungen beinhaltet – zumindest was die regulatorischen Rahmenbedingungen anbelangt. Hier steht v. a. die Steuerpolitik im Mittelpunkt der Kritik, die wir als ein absolutes No-Go innerhalb der Eurozone verstehen. Ohne eine Abschaffung des „freien“ Steuerwettbewerbs wird es schwerlich möglich sein, die Effizienzgewinne einer einheitlichen Währung fair und effizient zu verteilen.

## Steuerwettbewerb: Ein No-Go in der EU

Im letzten Newsletter haben wir bereits angesprochen, dass man der aktuellen Situation mit etwas gutem Willen auch etwas Positives abgewinnen kann und zwar, dass der steigende Druck auf die EU dazu führen wird, dass dringend notwendige Reformen schneller umgesetzt werden. Leider gibt es auch einige diametral wirkende nationale Entwicklungen, allen voran die europäischen Steueroasen: Ein grandios offensichtliches Problem liegt in vermeintlichem Steuerdumping – auch wenn dies von den darin verwickelten Ländern stets bestritten wird. So intellektuell charmant die Idee eines Systemwettbewerbs<sup>7</sup> auch sein mag – in einer Währungsunion sind diesem eindeutige Grenzen gesetzt. Die Rahmenbedingungen müssen dieselben sein, damit es zu keinen „beggar-my-neighbour“-Effekten kommt, die eben nicht durch Wechselkursanpassungen ausgeglichen werden können. Es ist ja vollkommen abstrus, einheitliche Arbeitsbedingungen bei Aufträgen, welche die EU vergibt, festzulegen, während man bei der Festsetzung der weitaus relevanteren Höhe der Steuersätze nur halbherzig eingreift.

Trotz aller Empathie für die europäische Idee besteht natürlich der Anreiz einzelner Mitgliedsländer, über steuerpolitische Anreize Wettbewerbsvorteile zu generieren – bspw. Nettozahler ins Land zu locken, wie jüngst in Italien diskutiert. Dort soll für Ausländer, die ihren Wohnsitz nach Italien verlegen, ihre Einkünfte aber weiterhin außerhalb Italiens erzielen, eine Pauschalbesteuerung in Höhe von 100.000 Euro angesetzt werden. Damit wird Italien für betuchte Steuerkundschaft ein Niedrigsteuerland mit dem Hintergedanken, dass so einerseits die Steuereinnahmen erhöht werden können, aber auch der private Konsum angekurbelt wird. Italien reiht sich also nahtlos in die Liste der Steuerdumper (Luxemburg, Malta, Zypern, Irland u. a.) ein und verschärft hiermit auch das Problem der Schiefe der Vermögensverteilung innerhalb Europas. Vor allem führen solche Maßnahmen aber dazu, dass der Druck auf andere Länder zunimmt, ähnliche Steueranreize zu bieten, was zwangsläufig zu einem niedrigeren aggregierten Steueraufkommen innerhalb der EU führt. Hier handelt es sich um Trump'sche Politikmaßnahmen innerhalb Europas – fehlt nur noch, dass die italienische Regierung ihre brillanten Ideen über Twitter verbreitet.

<sup>7</sup> Vgl. u. a. Sinn, H.-W. (2002): „Der neue Systemwettbewerb“, Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Vol. 3, Nr. 4, S. 391-407.



## X-Asset View

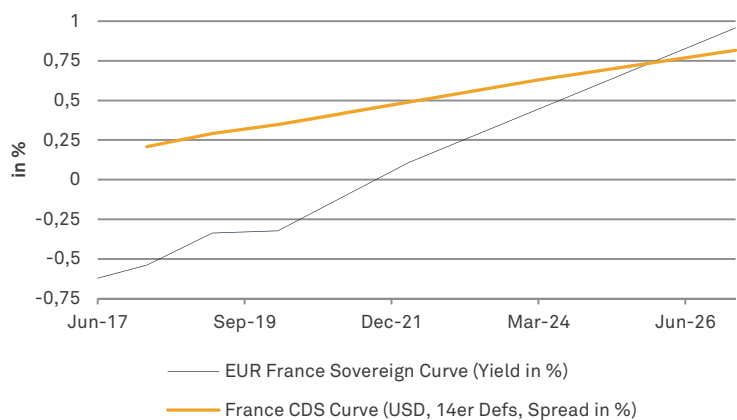
Auffallend ist aktuell die ausgeprägte Divergenz zwischen Europa und den USA. Während die politische Situation nur augenblicklich stabil erscheint, gewinnt die konjunkturelle Erholung an Schwung, weshalb der Zinserhöhungszyklus bereits in vollem Gange ist. In Europa dominieren die politischen Unsicherheiten und die schleppende konjunkturelle Entwicklung wird weiterhin durch eine extrem expansive Geldpolitik befeuert. Der zentrale Ausgleichsmechanismus dieser Entwicklungen ist der Wechselkurs und genau das wird der neuen US-Administration wenig gefallen.

### Europa: Politische Unsicherheit & geldpolitische Stimulanz

Mit gesundem Menschenverstand betrachtet sollte die französische Präsidentschaftswahl ohne große Überraschungen von statten gehen. Nun ist das immer so eine Frage, wie es gerade um den gesunden Menschenverstand steht und es sind natürlich immer kurzfristige wahlbestimmende Ereignisse (Skandale etc.) denkbar, die durchaus einen starken Einfluss auf das Ergebnis haben dürften. Deshalb bleibt trotz des Wahlausgangs in den Niederlanden die implizite Austrittswahrscheinlichkeit auf relativ hohem Niveau (s. o.). Und auch ein positiver Wahlausgang aus europäischer Sicht bedeutet natürlich nicht zwangsläufig, dass jegliche Austrittswahrscheinlichkeit sofort ausgepreist wird. Unabhängig davon, welche Risiken man der Wahl in Frankreich zuordnet – die attraktivere Anlagealternative in französisches Staatenrisiko stellen nach wie vor CDS und nicht das direkte Investment in OATs dar, wie in der folgenden Abbildung verdeutlicht wird.

### Staaten-CDS – besser als ihre Anleihenpendants: Renditen französischer Staatsanleihen vs. französische CDS Curve

Quelle: Bloomberg, Stand: 28.03.2017



CDS-Spreads handeln bis zu einer Laufzeit von sieben Jahren über der Renditekurve von französischen OATs, obwohl sie (approximativ) kein Zinsrisiko beinhalten! Allen Investoren, die nicht gezwungen sind, Staatsanleihen bspw. im Collateral Management einzusetzen, eröffnen CDS die weitaus attraktivere Alternative. Im Gegensatz zu niedrigen Staatsanleihenrenditen, die v. a. durch das Kaufprogramm der EZB getrieben sind, werden CDS tendenziell von Investoren gehandelt, die sich absichern wollen (was trotz Short-Selling-Bans nach wie vor möglich ist, bspw. über Definitionen-Spreads etc.), was dazu führt, dass hier eine höhere Risikoprämie eingepreist ist. Das Problem in Europa liegt indes nicht nur in einer persistenten politischen Instabilität, da zwischen den Mitgliedsländern in zentralen Fragen keine Einigkeit herrscht, sondern eben auch immer noch in der divergenten ökonomischen Entwicklung der einzelnen Länder. Abgesehen von Griechenland steht v. a. Portugal aktuell mit dem Rücken zur Wand.

Portugal leidet nicht nur unter der Investitionsschwäche, die einerseits dem schwachen Wachstum, andererseits den Sparauflagen der EU geschuldet ist, sondern der anhaltenden Abwicklung seines Bankensystems. Auch wenn die Beschreibung „Abwicklung“ auf den





ersten Blick als etwas übertrieben gesehen werden mag, handelt es sich letztlich genau hierum. Im Gegensatz zu bspw. Island oder Irland hat sich Portugal entschieden, sein Bankensystem am Leben zu halten und ohne harte Einschnitte die Problematik extrem hoher notleidender Kredite und einer chronischen Unterkapitalisierung zu lösen. Das hat u. a. dazu geführt, dass aktuell gegen die Bank of Portugal geklagt wird, da sie bei der Novo Banco Kapitalmaßnahmen eingeleitet hat, die jeglichem Rechtsverständnis trotzen. Die Verhandlungen mit dem potentiellen Käufer Loan Star haken letztlich bei potentiellen Garantien des Staates, die dazu führen, dass möglicherweise Lasten auf die Steuerzahler zukommen. Genau dies soll aber im seit 2016 vollumfänglichen Abwicklungsgesetz für Banken (BRRD) vermieden werden. Falls die Verkaufsverhandlungen scheitern, bleibt die Option, dass die Bank nationalisiert wird – mit allen möglichen Folgekosten und Belastungen für den Staatshaushalt. Nun ist die Novo Banco nicht die einzige Problembank in Portugal, weshalb die EZB das Volumen notleidender Kredite in Portugal auf über 30 Mrd. Euro schätzt, knapp 20 % des kompletten Kreditvolumens! Die Kombination aus hoher Staatsverschuldung, eines nicht funktionierenden Bankensystems, fehlenden Investitionsanreizen und dem potentiellen Ende des Kaufprogramms der EZB stellt ein nachhaltiges Problem für Portugal dar. Letzteres war die zentrale Stütze portugiesischer Refinanzierungskosten, die allerdings in Zukunft steigen dürften. Aktuell sieht nur die Ratingagentur DBRS Portugal im Investment-Grade-Segment (Moody's: Ba1; Fitch und S&P: BB+) – dieses Rating ist unter dem aktuellen Regelwerk aber eine Voraussetzung für die EZB, um Staatsanleihen kaufen zu können. Aktuell steht das Rating Portugals bei DBRS unter Beobachtung und damit droht ein potentieller Kaufstopp der EZB – ökonomisch rational agierende Investoren würden sehr wahrscheinlich eine weitaus höhere Risikoprämie einfordern (siehe CDS-Markt) und somit die Refinanzierungskosten Portugals stark zunehmen. Unserer Einschätzung nach wird sich Portugal auf Jahre hinaus auf die Unterstützung der europäischen Institutionen verlassen müssen, da sich die Probleme des Landes nicht aus eigener Kraft ohne radikale Einschnitte lösen lassen. Das ist völlig ohne politische Einschätzung ein ökonomischer Fakt ähnlich der Situation Griechenlands. Solange die EU den Status einer Transferunion innehat, solange besteht auch die Gefahr inhärenter Rückschläge sowie eine gewisse Persistenz in der Argumentation populistischer Austrittsbefürworter. Die Krise Europas ist noch nicht vorbei und auch wenn die Hoffnung auf einen Bestand der EU in den letzten Wochen zugenommen hat, werden die Diskussionen über Rettungsmechanismen auch in 2017 ein dominierender Faktor für die Märkte bleiben.

*USA:  
Politische Unabwägbarkeit in einem  
positiven Wachstumsumfeld*

Nachdem die US Administration bei der Durchsetzung ihres ersten großen Gesetzesentwurfs, die Ablösung von Obamacare, gescheitert ist, steigt der Druck, das nächste Projekt umzusetzen: die Modifikation der Unternehmenssteuer. Die Idee einer Änderung der Unternehmenssteuer ist einerseits ein politisches Wagnis aufgrund des schwierigen inner- und außerparteilichen Mehrheitsverhältnisses, andererseits hat diese eine weitreichende ökonomische Auswirkung in den USA selbst, aber auch auf den globalen Güterhandel. Der Vorschlag einer „Destination-Based Cash Flow Tax“ (DBCFT) ist indes nicht neu<sup>8</sup>, gewinnt aber vor dem Hintergrund, dass die reale Steuerlast für amerikanische Unternehmen über dem OECD-Durchschnitt liegen, an Bedeutung. Das Grundprinzip der DBCFT liegt darin, alle Cash Flows, die in einer Destination (in dem Fall den USA)

<sup>8</sup> Das aktuellste Papier stammt von Auerbach, A. et al (2017): „Destination-Based Cash Flow Tax“, University of Oxford, Centre for Business Taxation, WP 17/01, welches wiederum auf Auerbach, A. (2010): „A Modern Corporate Tax, Center for American Progress“, The Hamilton Project, University of California referenziert. Die folgenden Argumente für eine DBCFT entspringen diesen Quellen.



anfallen, auf Unternehmensseite zu besteuern. Da „nur“ der Cash Flow besteuert wird, wirken Aufwendungen steuermindernd und somit sollte sich u. a. ein positiver Impuls auf die Investitionstätigkeit ergeben. Die Tatsache, dass die Steuer nur für Cash Flows im Inland erhoben wird, hat den Effekt, dass Exporte unversteuert bleiben, während Importe besteuert werden.

Der Steuer werden von deren Befürwortern positive Wirkungen unterstellt. Einerseits kann die Steuer nicht umgangen werden, weil sie direkt in der Zieldestination erhoben wird und auch nicht die Möglichkeit besteht, für international aktive Unternehmen Steuerauswendungen in eine Jurisdiktion mit niedrigem Steuersatz zu verlegen – es findet also automatisch eine indirekte Repatriierung von Steuererträgen amerikanischer Unternehmen statt. Nichtsdestotrotz besteht ein unterschiedlicher Grad der Steuereffizienz abhängig davon, ob die Steuer unilateral oder global eingeführt wird. Allerdings kann argumentiert werden, dass ein Anreiz für andere Länder besteht, auch eine DBCFT einzuführen. Des Weiteren lässt sich somit Steuerwettbewerb zwischen Ländern vermeiden. Auch die Befürworter einer DBCFT sehen allerdings noch Bedarf bei der Frage, wie die Steuer bei Finanzinstituten implementiert werden kann und natürlich müssen Implementierungsfragen gelöst werden, da sich die Erhebungspraxis stark von der aktuellen Situation unterscheidet. Das allerdings größte Problem ist darin zu sehen, dass die Einführung einer DBCFT nicht konform ist mit den Regeln der WTO und sollten diese ignoriert werden, könnte es zu Reaktionen der Handelspartner kommen<sup>9</sup>:

- › Reaktionsfunktionen: Da eine DBCFT aus der Sicht ausländischer Unternehmen einen ähnlichen Effekt hat wie Importzölle (und deshalb eben auch nicht WTO-konform ist), muss mit zwei Effekten gerechnet werden: Erstens werden andere Länder ihren Steuerspielraum nutzen, um gegenzusteuern und zweitens werden Handelsaktivitäten eingeschränkt. Dies ist aus globaler Perspektive offensichtlich nicht wachstumsfördernd, auch dann, wenn angenommen wird, dass es positive Wohlfahrtswirkungen in den USA nach sich zieht. Dies ist allerdings keinesfalls eindeutig, da Unternehmen, die ihre Produkte in den USA verkaufen möchten, möglicherweise mit Preissteigerungen reagieren und somit einen Teil der Kosten an die US Verbraucher durchreichen.
- › Währungseffekte<sup>10</sup>: Die Einführung einer DBCFT hat (durch sinkende Importe und steigende Exporte) einen positiven Effekt auf den Außenbeitrag der USA. Durch die damit verbundene wachsende Nachfrage nach USD wird zwangsläufig eine Aufwertung desselben ausgelöst. Dies wiederum reduziert den Außenbeitrag. Welcher Effekt überwiegt, bleibt abzuwarten. Es gibt aber durchaus gute Argumente dafür, dass die Dollar-Aufwertung genauso stark ausfällt, um den Außenbeitrag auf den alten Status Quo zurückzuführen.
- › US Exporte<sup>11</sup>: Nun führt der Effekt der Dollar-Aufwertung dazu, dass die Steuerwirkung aus Sicht der Importeure konterkariert wird, da sie zwar einerseits mit einer Steuer belastet werden, andererseits ihre Produkte aus Sicht amerikanischer Verbraucher aber günstiger werden. Genau das Gegenteil ist der Fall aus der Sicht der Exporte von US Unternehmen. Deren Exporttätigkeit profitiert von der Steuer, während die Aufwertung des USD diesen Effekt wiederum nivelliert.

<sup>9</sup> Vgl. hierzu u. a. Cui, W. (2016): „Destination-Based Taxation in the House Republican Blueprint“, Faculty Publication, Allard Research Commons, University of British Columbia.

<sup>10</sup> Vgl. hierzu u. a. <https://www.project-syndicate.org/commentary/trump-tax-plan-hurts-competitiveness-by-emmanuel-farhi-et-al-2017-01>

<sup>11</sup> Vgl. hierzu u. a.

<http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2017/02/why-the-proposed-border-tax-adjustment-is-unlikely-to-promote-us-exports.html>



Die makroökonomischen Effekte eines DBCFT sind also nicht eindeutig zu quantifizieren, während die Wirkungen auf einzelne Unternehmen sehr spezifisch sind und außerdem von der Höhe der Dollar-Aufwertung abhängen. Aber auch hier gibt es durchaus Analysen, die sogar positive Wirkungen für einige europäische Unternehmen ableiten.<sup>12</sup>

Was sich allerdings im Sinne des populistischen Verständnisses der Meinungsfreiheit<sup>13</sup> argumentieren lässt ist, dass der Einzeltitelselektion eine vermehrte Bedeutung zukommt. Das ist unserer Ansicht nach eines der entscheidenden Themen in 2017: Nach Jahren der Dominanz rein systematischer Risiken (Eurokrise, EZB-Politik), welche ganze Marktsegmente gleichgerichtet betroffen haben, werden in den nächsten Monaten idiosynkratische Risiken an Bedeutung gewinnen.

**So gern sich der Autor wieder ökonomischen Themen zuwenden würde, so offensichtlich ist es, dass die nächsten Monate durch die Entwicklungen im Inneren der EU sowie durch das Dreigestirn Türkei – Russland – USA bestimmt sein werden. Betrachtet man diese Länder, muss man unweigerlich an die weisen Worte von George Bernhard Shaw denken: „Demokratie ist die Wahl durch die beschränkte Mehrheit anstelle der Ernennung durch die bestechliche Minderheit.“ In diesem Sinne ... lang lebe Europa!**

Forecast-Tabelle

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

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

\* Punk's not dead (1981) von The Exploited, gegründet 1980 in Edinburgh, 37 Jahre später live in München (April im Backstage).

<sup>12</sup> Vgl. hierzu Unicredit Credit Research; Euro Credit Pilot, Zentralbankpolitik als Treiber von Unternehmensanleihen, 03/2017, S. 4f.

<sup>13</sup> „Nichts gegen Meinungsfreiheit, solange diese der meinigen entspricht.“



## 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 2017