

20 JUN 2018

#36

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

Zwei kleine Italiener*

>>Eine Reise in den Süden nach Europa ist für andre schick und fein, doch zwei kleine Italiener möchten gern zuhause sein.<<

ZWEI KLEINE ITALIENER*

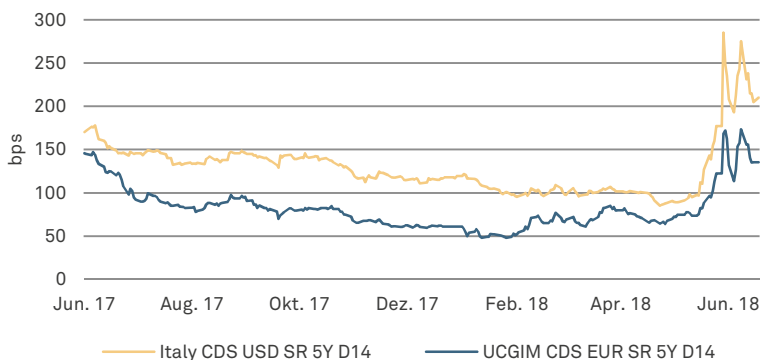
Die jüngste Entwicklung in Italien kommt keineswegs überraschend und ist sinnbildlich für die aktuell größte Bedrohung der Eurozone: der Aufstieg populistischer Parteien, die durch propagandistische Wahlkämpfe Mehrheiten hinter sich sammeln können und sich dadurch legitimiert sehen, ökonomischen Unsinn umzusetzen. Derweil ist die grundlegende Problematik an der Italien leidet seit Jahren Gegenstand der wissenschaftlichen Diskussion und auch deren Lösung ist ziemlich offensichtlich. Und diese besteht nicht in einem weiteren Anwachsen der Staatsverschuldung. Die Frage nach einem Schuldenerlass hingegen ist ökonomisch weniger unsinnig als es auf den ersten Blick erscheint – allerdings stellen sich hier die Fragen der damit verbundenen Anreizproblematik und der nach der politischen Durchsetzbarkeit in den europäischen Mitgliedsländern. Die politische Entwicklung in Italien schätzen wir als völlig erratisch ein – und somit auch die potentiellen Effekte auf die Eurozone. Vor diesem Hintergrund hoffen wir nicht, dass sich die zwei kleinen Italiener, Di Maio und Salvini, in Zukunft durch den alten Spliff Song „Carbonara“ legitimiert sehen: „Amaretto ist ein geiles Zeug, ich bin schon lull und lall“. Eine Schlussfolgerung unserer Analyse dürfen wir allerdings an dieser Stelle bereits vorwegnehmen: ein Austritt Italiens aus der Eurozone wird nicht stattfinden.

Erst nicht bei der WM mitmachen und dann auch noch aus'm Euro austreten

Auch wenn der neue italienische Finanzminister kürzlich den unbedingten Verbleib in der Währungsunion als Ziel ausgegeben hat, besteht weiterhin eine große Unsicherheit bezüglich der politischen Entwicklung in Italien. Als erste Reaktion auf die Regierungsbildung des Links/Rechts-Bündnisses zwischen der 5-Sterne-Bewegung und der Lega Nord sind die Risikoprämien auf italienische Anleihen auf Krisenniveaus gesprungen, was sich besonders deutlich in der Ausweitung der Italien-CDS widerspiegelt, die Ende Mai auf ein 5-Jahres Hoch angestiegen sind.

Whatever it takes? It should be more...

Quelle: Bloomberg, XAIA Investment



Dies hat natürlich auch spürbare Effekte auf die Risikoprämien italienischer Banken gehabt, die sich ebenfalls stark ausgeweitet haben. Erstens halten italienische Institute immense Volumina italienischer Staatsanleihen auf ihren Bilanzen und es ist des Weiteren vollkommen offensichtlich, dass im Falle eines Euro-Austritts Italiens dies – aufgrund des bedeutenden Anleihenvolumens – nicht nach dem griechischen Modell funktionieren wird. Beim Private Sector Involvement



(PSI) in 2012 wurden griechische Staatsanleihen restrukturiert, während die griechischen Banken außen vor gelassen wurden. Es gab damals kein einziges Kreditereignis einer griechischen Bank. Da es keinen expliziten Austrittsmechanismus gibt, ist davon auszugehen, dass italienische Institute im Falle des Falles sehr viel härter getroffen werden würden als das damals in Griechenland der Fall war.

Die Dramatik Ende Mai lässt sich auch in folgender Abbildung ablesen: 2-jährige italienische Staatsanleihen (BTPS) haben den historisch größten Tagesverlust hinnehmen müssen. Dieser war größer als die Reaktion auf die Lehman-Pleite und angesichts des hohen Volumens italienischer Staatsanleihen war der damit einhergehende Marktwertverlust höher als der Verlust, der heute bei einem Ausfall Griechenlands (mit einer Verwertungsquote von Null) entstehen würde. Dies zeigt deutlich die Dimensionen auf, in die Europa bei einem italienischen Euro-Austritt und der damit verbundenen Abwertung der Währung, eintreten würde.

Marktwertverlust italienischer Anleihen Ende Mai höher als bei einem Ausfall Griechenlands

Quelle: Bloomberg, XAIA Investment



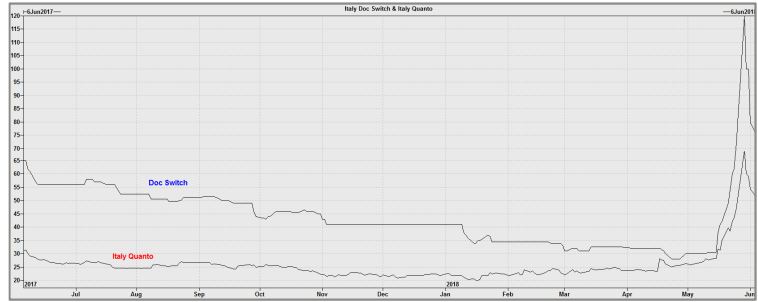
Angesichts der weiterhin zu erwartenden Volatilität in der italienischen Politik, sollte man nicht davon ausgehen, dass der Schlusspunkt der Spreadvolatilität bereits gesetzt wurde. Es scheint, Italien setze die Austrittsdrohung als politisches Instrument ein, um bspw. Schuldenerleichterungen oder spezielle Refinanzierungsfazilitäten über die EZB oder die europäischen Rettungsmechanismen durchsetzen zu können. Entgegen der Interpretationen der italienischen Kommentare zum Euro, sprechen die Entwicklungen am CDS-Markt eine deutliche Sprache.

Zwei Indikatoren sind hier besonders hilfreich. Einerseits der sogenannte CDS-Quanto, also die Spreaddifferenz zwischen Standard Italien-CDS (in USD) versus Euro-denominierten CDS. Eine Ausweitung des Quanto-Spreads indiziert, dass ein Austritt wahrscheinlicher wird, da in diesem Falle der Euro gegenüber dem USD unter Druck geraten sollte und in Euro denominierte Versicherungen weniger werthaltig sind. Die Versicherungszahlung eines Euro-CDS liegt demnach unter seinem USD-Pendant. Anfang Juni lag der Italien-Quanto noch bei über 50 bp, ein Niveau, das seit der Eurokrise nicht mehr erreicht wurde. Der andere Indikator ist die Spread-Differenz zwischen den 2003er und 2014er ISDA-Definitionen im CDS-Markt (Definitionen-Spread). CDS nach 2014er Definitionen weisen im Vergleich zu ihren 2003er Pendanten eine effizientere Versicherungscharakteristik auf, da bspw. die Möglichkeit des Asset-Package-Delivery (APD) besteht. Dies ermöglicht dem Versicherungskäufer im Falle eines Kreditereignisses die Lieferung jeglicher Vermögenswerte, die im Zuge einer Restrukturierung italienischer Anleihen ausgegeben werden. Diese Möglichkeit besteht bei 2003er Definitionen nicht. Auch der italienische Definitionenspread erreichte Anfang Juni das höchste Niveau seit 2012 und lag bei über 100 bp!



Der Markt lügt nie!

Quelle: Goldman Sachs



Diese Marktbewegungen zeigen deutlich, wie fragil der europäische Anleihenmarkt auf die Entwicklung in Italien reagiert. In einer ersten Reaktion sind die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen unter 0,3 % gefallen, womit sich die Dichotomie im europäischen Anleihenmarkt weiter verstärkt hat. Sobald sich die italienische Regierung eingespürt hat, ist davon auszugehen, dass die Forderungen an die Institutionen der EU zunehmen werden, die es der neuen Regierung dann auch erlaubt, ihre Wahlversprechen umzusetzen. Dies wird natürlich nur unter einer steigenden Staatsverschuldung möglich sein, was ein weiteres Abrücken von den europäischen Schuldenregeln mit sich bringt. Es darf bezweifelt werden, ob Italiens ökonomische Probleme mit fiskalischen Maßnahmen allein gelöst werden können, worauf wir im folgenden Abschnitt näher eingehen werden.

„Die italienische Angelegenheit“ (Monaco Franze, Folge 2)

Jetzt neigt man aus deutscher Sicht dazu, die ökonomische Entwicklung der letzten Dekaden in Italien mit der politischen zu verwechseln. Letztere darf man durchwegs als abwechslungsreich bezeichnen, während es wiederum ökonomische Faktoren gibt, die sehr positiv betrachtet werden können. Norditalien weist ein Wohlstandsniveau auf, welches dem Süddeutschlands gleicht und offensichtlich hat Italiens Wirtschaft einige Güter, die Weltruhm genießen und eine stetige Exportnachfrage generieren. Die seit Jahrzehnten bestehenden Probleme lassen sich also eher als Kombination einiger italienischer „Eigenheiten“ bezeichnen, die aber Ausdruck in ganz banalen ökonomischen Kennziffern finden. Im Folgenden trennen wir die Probleme in drei verschiedene Ebenen:

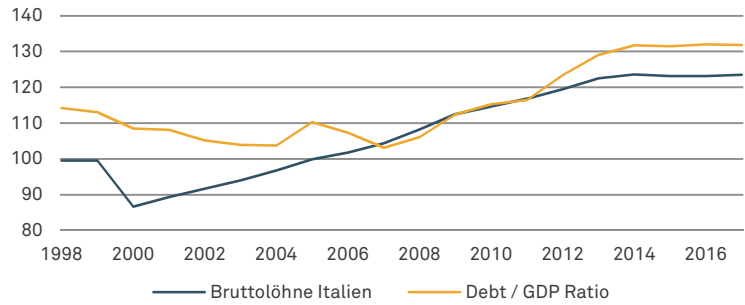
1. Makroökonomische Dimension: Strukturelle Probleme und politisches Versagen

Die schwache Wachstumsdynamik Italiens der letzten Jahre lässt sich relativ einfach erklären. Einerseits besteht eine ausgeprägte Ineffizienz des italienischen Staates in seiner Ausgabenpolitik. Während bis Anfang der 1980er Jahre die Staatsverschuldung unterhalb der im Maastrichter Vertrag festgelegten 60 %-Grenze lag, stieg diese ab Mitte der 1980er Jahre kontinuierlich an und erreichte Mitte der 1990er Jahre ein Niveau von 120 %. Aufgrund der günstigen Refinanzierungsbedingungen nach der Einführung des Euro verringerte sich die Staatsverschuldung auf knapp über 100 % bis zum Ausbruch der Finanzkrise, um danach auf über 130 % anzusteigen. Die zwei zentralen Fehler während dieser Entwicklung waren einerseits die Ausgabenpolitik in der Dekade zwischen 1985 und 1995, in der der italienische Staat über seine Verhältnisse gelebt hat. Andererseits hätte der positive Zinsschock durch die Euro-Einführung genutzt werden müssen, um notwendige Strukturreformen umzusetzen und nicht dazu, die Ausgaben weiter zu erhöhen. Dies lässt sich natürlich durch die politischen Umstände erklären – hatten doch die italienischen Regierungen der letzten Jahrzehnte wie in keinem anderen Land Europas den Anreiz, durch ausgeprägtes „deficit spending“ die fragilen Regierungskonstellationen via ausufernde Wahlgeschenke zu stabilisieren.



Arbeitskosten und Staatsverschuldung

y-Achse: Bruttolöhne normiert auf 100 in 1998 und Debt/GDP in %
Quelle: Bloomberg, XAIA Investment



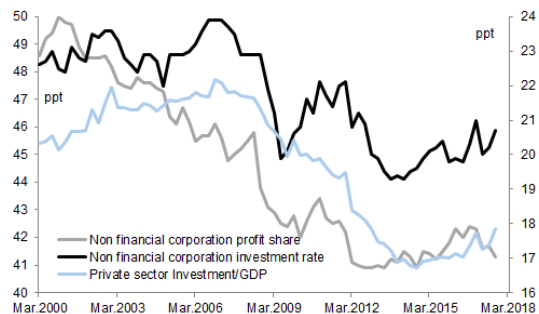
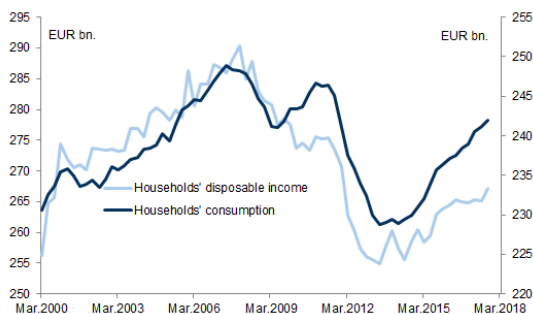
Im gleichen Zeitraum sind allerdings die Arbeitskosten in Italien im Vergleich zu den anderen europäischen Ländern stark angestiegen. Lag bspw. die Arbeitsproduktivität in Italien 1996 bei einem Wert von 97,3 (wobei auf 2010 = 100 indiziert wird), so ist dieser Wert bis Ende 2017 auf 101,7 gestiegen.¹ Im gleichen Zeitraum ist dieser Wert in der Europäischen Union als Ganzes von 82,9 auf 110,1 gestiegen, in Deutschland von 84,9 auf 106,1. Italien hat also auch in der EU aufgrund der gestiegenen Arbeitskosten bei einer nur schwachen Steigerung der Produktivität relativ an Wettbewerbsfähigkeit verloren. Genau das lässt sich auch im globalen Wettbewerb feststellen, wobei Italien bzgl. seiner Wettbewerbsfähigkeit weltweit auf Platz 43 gleich hinter Portugal gelistet ist.² Im Vergleich hierzu liegt Deutschland auf Rang 5, während eher exotische Kandidaten wie bspw. Aserbaidschan immerhin auf Platz 35 stehen. In einer vom World Economic Forum organisierten Umfrage wurden hierbei aus Sicht der Unternehmen als Gründe für die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit folgende Punkte (in numerischer Reihenfolge) aufgelistet: 1. Bürokratieineffizienz, 2. hohe Steuersätze, 3. unflexibler Arbeitsmarkt, 4. steuerliche Regulierung und 5. Finanzierungszugang. Danach erst politische Instabilität. Die mangelnde Wachstumsdynamik in Italien kann also durchaus als vorrangig strukturelles Problem angesehen werden. Um diese strukturellen Nachteile auszugleichen benötigt es allerdings den politischen Willen, der wiederum das Gegenteil dessen erfordern würde, was die aktuelle italienische Regierung plant: weitere fiskalische Anreize und eine damit verbundene steigende Staatsschuldenlast.

2. Finanzierungs-Dimension: Schuldenstruktur und Vermögensschiefe

Italien leidet allerdings nicht wie viele Volkswirtschaften aus dem Emerging Markets Universum an einer systemischen Unterversorgung an Kapital. Neben dem Zugriff auf die EZB besitzen die Privaten Haushalte ein großes Investitionspotential und der Zugang zum italienischen Kapitalmarkt ist weitgehend offen. Das Problem ist also nicht die potentielle Verfügbarkeit von Kapital, sondern eine systematische Investitionsschwäche, die mit strukturellen Problemen zu tun hat (vgl. hierzu die Wettbewerbssituation im vorigen Abschnitt).

Wachstumsrestriktion Investitionsschwäche

Quelle: Goldman Sachs



Privater Konsum ist stärker gewachsen als reales verfügbares Haushaltseinkommen (linke Abb.) und private Investitionen verbleiben auf niedrigem Niveau (rechte Abb.)

¹ Quelle: eurostat Datenbank; Real labour productivity per hour worked (seasonally unadjusted).

² Vgl. hierzu: World Economic Forum, The Global Competitiveness Report 2017–2018.

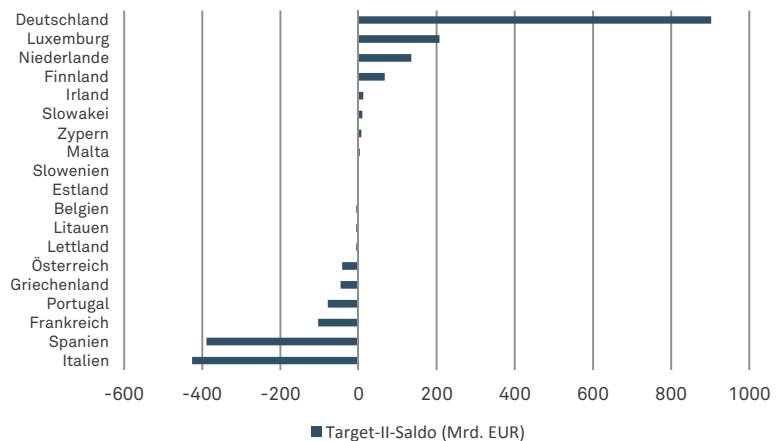


Seit der Europäischen Schuldenkrise liegt das verfügbare Einkommen der Privaten Haushalte unter deren Konsum – es wird also faktisch entspart, was wiederum eine niedrige Investitionsaktivität nach sich zieht. Den italienischen Unternehmen wird also der Faktor Kapital verknappert und das in einer Situation, in der generell die Refinanzierungssituation angesichts eines fragilen und mit faulen Krediten belasteten Finanzsektors erschwert wird. Etwas gehässig ausgedrückt könnte man wie folgt zusammenfassen: Während die Emerging Markets im letzten Jahrzehnt von der Niedrigzinsphase profitiert haben und immense Summen ausländischen Kapitals angesichts attraktiver Wachstumsraten angezogen haben, investieren in Italien nicht mal die Inländer.

Aber auch in anderen Kernländern der Eurozone bleibt die inländische Investitionsneigung relativ niedrig, was eben teilweise auch durch die Niedrigzinspolitik der EZB erklärt werden kann. Sieht man sich die Außenhandelsstruktur an, weist Italien seit 2013 einen Leistungsbilanzüberschuss aus. Da stellt sich natürlich die Frage warum Italien der größte Schuldner im europäischen Target-II-System ist? Hierfür liegt die Ursache vordergründig in den Anleihenkäufen der EZB, die aufgrund des hohen Volumens italienischer Staatsanleihen immense Ausmaße annehmen. Sehr viel interessanter ist allerdings die Motivation dahinter: Es flieht enorm viel Kapital aus Italien, welches dann eben wiederum fehlt, um die Investitionsaktivität hoch zu halten. Der Mangel an attraktiven Investitionsmöglichkeiten angesichts struktureller und institutioneller Mängel des italienischen Wirtschaftssystems führt also auch zu außenwirtschaftlichen Verwerfungen, die systemische Risiken für das Eurosystem mit sich bringen.

Target-II-Salden des Eurosystems (04/2018) – die üblichen Verdächtigen

Quelle: <https://de.statista.com>, XAIA Investment



Das führt zwangsläufig zur Frage nach der Schuldenstruktur italienischer Staatsanleihen. Das gängige Argument ist, dass ein hoher Verschuldungsgrad (>130 %, s. Punkt 1.) dann weniger Instabilität (v. a. in Krisensituationen) aus Sicht des Schuldnerlandes aufweist, wenn dieser hauptsächlich durch inländische Gläubiger finanziert wird (vgl. Japan). Dieses Argument wird natürlich dann abgeschwächt, wenn es zu tendenzieller Kapitalflucht kommt, also inländisches Kapital ins Ausland transferiert wird und somit dem Markt für italienische Staatsanleihen entzogen wird.

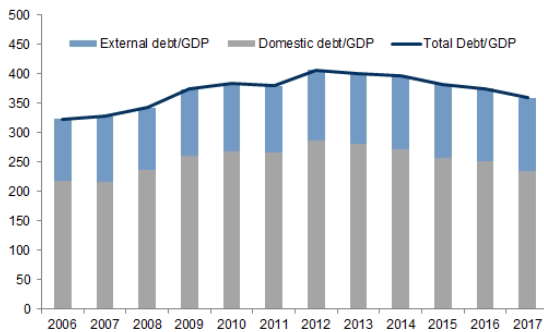
In den folgenden Abbildungen ist die Schuldenstruktur Italiens dargestellt. Auf den ersten Blick erscheint der hohe Anteil inländischer Halter italienischer Staatsanleihen mit ca. zwei Dritteln stabilisierend. Was hier etwas irreführend ist, dass die Käufe der EZB zum größten Teil über die italienische Zentralbank umgesetzt werden und deshalb Anleihenkäufe im Rahmen des SMP (Security Market Program) inländischen Haltern zugerechnet wird. Nimmt man an, dass die EZB knapp 15 % der ausstehenden italienischen Staatsanleihen



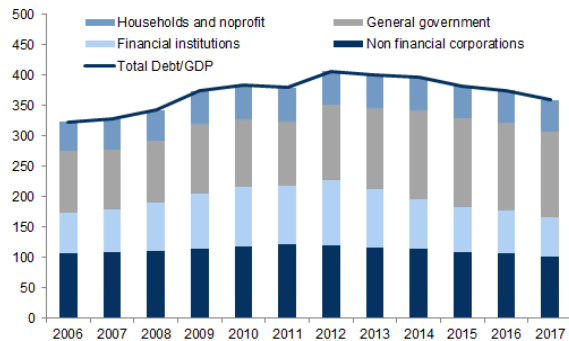
hält³, und zählt diese Investments (faktisch korrekt) der EZB und damit den ausländischen Investoren zu, dann liegt das Verhältnis zwischen in- und ausländischen Investoren eher bei 50/50. Hierbei tritt eben ein weiteres Charakteristikum der Anleihekäufe zu Tage: Neben Spanien profitiert v. a. Italien überproportional von denselben, v. a. wenn man die Käufe in Verhältnis zu deren Wirtschaftskraft setzt. Zynisch ausgedrückt wird eine hohe Verschuldung bei niedrigem Wachstum von der EZB „belohnt“. Die EZB hat hierbei vor allem ausländische Banken verdrängt (v. a. aus Frankreich und Deutschland), die ihre Positionen in italienischen Staatsanleihen in den letzten zehn Jahren kontinuierlich verringert haben.

Die italienische Schuldenstruktur – gepimpt durch die EZB*

Quelle: Goldman Sachs



2/3 werden von inländischen Investoren gehalten (aber nur wenn man die EZB ignoriert)

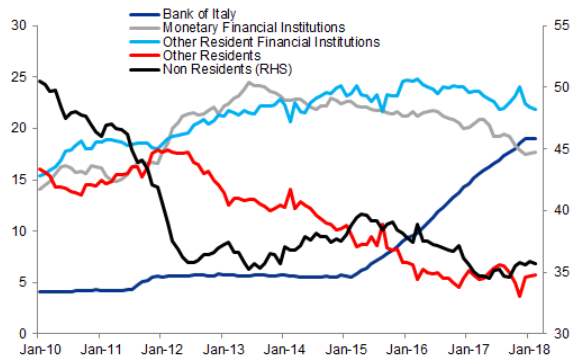


Zuwachs an Italiens Schulden primär durch Anstieg der Schulden im öffentlichen Sektor. * EZB-Holdings werden unter „General Government“ subsumiert

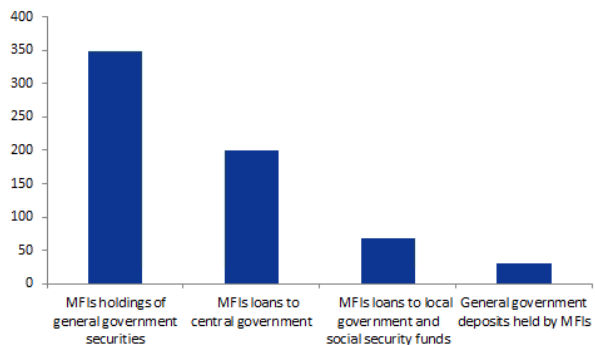
Folglich könnte man argumentieren, dass die Schuldenstruktur Italiens in den letzten Jahren stabiler geworden ist – die gilt zumindest solange, solange Italien im Euro verbleibt (potentielle Austrittsszenarien werden im Folgenden noch diskutiert). Allerdings wird dadurch natürlich auch das Problem der starken Vernetzung der volkswirtschaftlichen Sektoren verschärft, da bspw. italienische Banken immer noch signifikante Volumina von BTPs in ihren Bilanzen halten. BTPs und weitere Kredite an den italienischen Staat belaufen sich auf über 600 Mrd. Euro und somit auf ein Vielfaches der Eigenkapitalausstattung der italienischen Institute. Sollte also Italien selbst stärker unter Druck geraten, wären die Ansteckungseffekte auf die inländischen Institute so groß, dass hier irgendeine „kreative“ Lösung (Ungleichbehandlung von in- und ausländischen Investoren im Sinne der Novo Banco) unumgänglich wäre.

Entwicklung der Investoren seit 2010 – EZB rules!

Quelle: Goldman Sachs



Bank of Italy ist der wichtigste Investor



Italien-Exposure italienischer Banken via BTPs und Kredite

³ Vgl. hierzu Heinemann, F. (2018): Zur Aufteilung der PSPP-Anleihekäufe auf die Euro-Mitgliedstaaten, ZEW und Universität Heidelberg.



Das bringt uns zu einer weiteren interessanten und mit der Schuldenstruktur eng verbundenen Fragestellung: nämlich der Entwicklung der Vermögensverteilung in Italien. Im Einklang mit dem gestiegenen Verschuldungsgrad des Staates und der Unternehmen, haben sich auch die Schulden der Privaten Haushalte in Italien zwischen 2006 und 2016 von 36 % auf 42 % des BIP erhöht.⁴ Das Geldvermögen hat sich trotz der Europäischen Schuldenkrise relativ stabil gezeigt und liegt Ende 2016 bei etwa 54 Tsd. Euro pro Kopf und damit im Ranking vor Deutschland (knapp 50 Tsd. Euro pro Kopf).⁵ Italien liegt nach gängigen Methoden im Mittelfeld des Ranking für ungleiche Vermögensverteilung, wobei in Deutschland die Vermögen sogar ungleicher verteilt sind.⁶ Trotzdem hat sich (im Einklang mit den meisten entwickelten Ländern) die Schiefe der Vermögensverteilung im Anschluss an die Finanzkrisen der letzten Dekade verstärkt. Neben dem Geldvermögen kommt natürlich dem Immobilienvermögen ein signifikanter Teil der privaten Wohlfahrt zu. Und hier profitieren insbesondere Länder wie Italien, in denen traditionell ein großer Anteil der Bevölkerung Immobilien besitzt. In Italien hat sich in den letzten Jahren die Schiefe der Einkommensverteilung vor allem an den äußeren Rändern verstärkt, d. h. es gibt eine starke Zunahme an Armutgefährdeten, die durch die relativ schwachen Sozialsysteme bei Weitem nicht aufgefangen werden können. Also auch wenn der Vermögensverteilung in Italien keine dominante ökonomische Rolle zukommt, so steigt ihre Bedeutung auf politischer Ebene stark an – als Argument, um verteilungspolitische Maßnahmen zu finanzieren. Das bringt uns zur dritten Dimension der italienischen Misere: der politischen.

3. Politische Dimension: Jahrzehnte ineffizienter Politik

Angesichts der jüngsten politischen Entwicklungen in Deutschland maßt sich der Autor nicht an, über die italienische Politik der letzten Jahrzehnte zu urteilen, aber einige offizielle Zahlen geben hier durchaus Anlass zum Nachdenken. Hierbei muss man nicht einmal auf Transparency International verweisen und den „Korruptionsindex“ heranziehen, bei dem sich Italien den 61. Rang mit Lesotho, Montenegro und dem Senegal teilt.⁷ Viel dramatischer für die Abkehr v. a. der jungen Bevölkerung von der Politik der letzten Jahrzehnte ist die Entwicklung des realen Vermögens nach Altersgruppen. Während laut IWF die 18- bis 34-jährigen seit 1995 etwa 60 % Realvermögen pro Kopf verloren haben, haben die über 65-jährigen knapp 60 % dazugewonnen! Gerade in den Jahren nach der Einführung des Euro wurden die günstigen Refinanzierungskosten nicht zum Schuldenabbau (und damit zu Gunsten der jungen Generationen) eingesetzt, sondern vielmehr zu Lasten derselben, da damit Steuergeschenke insbesondere für die reiferen Generationen umgesetzt wurden. Natürlich hat die aktuelle Regierung akuten Bedarf zum „fiscal spending“ und somit alle Voraussetzungen die Fehler der letzten Jahrzehnte zu wiederholen. Hierbei sind sich die meisten Ökonomen einig, dass expansive fiskalpolitische Maßnahmen schonend umgesetzt werden sollten, um vor allem kein „crowding out“ privater Investitionen (s. o.) zu verursachen. Des Weiteren ist der fiskalische Spielraum durch die Gefahr steigender Risikoprämien italienischer Anleihen (inkl. Druck von den Ratingagenturen) begrenzt, geschweige denn durch die bereits absolut zu hohe Staatsverschuldung. Um private Investitionen zu fördern, sollten etwaige fiskalische Maßnahmen weniger auf eine Erhöhung der Staatsausgaben abzielen, sondern damit vielmehr Steuersenkungen finanziert werden.

⁴ IMF, Global Financial Stability Report, 10/17, S. 34.

⁵ Allianz Global Wealth Report 2017, S. 91. Das schwache Abschneiden Deutschlands erklärt sich v. a. durch die Wiedervereinigung und die im Vergleich hohen Rentenansprüche, die den Aufbau einer privaten Altersvorsorge lange obsolet erscheinen ließen.

⁶ Vgl. u. a. Credit Suisse Research Institute, Global wealth Report 2017, S. 29.

⁷ Corruption Perceptions Index 2015; <https://www.transparency.org/cpi2015#results-table>



Angesichts dieser drei doch sehr speziellen Gegebenheiten Italiens (Wachstumsschwäche, erschwerte Refinanzierungsbedingungen und eingeschränkter fiskalischer Spielraum) scheint es für die aktuelle italienische Regierung sehr schwer zu werden, ihre Wahlversprechen einzulösen. Sollte sich die ökonomische Situation aber nicht spürbar ändern, wird wachsender Unmut unter den italienischen Wählern den Druck auf die Regierung erhöhen, auch mit den Szenarien Austritt und Schuldenerlass zu drohen. Im Folgenden wollen wir kurz durchleuchten, wie solche Szenarien realistisch aussehen könnten und welche Effekte sie auf die Eurozone gegebenenfalls hätten.

Austrittsszenario: Ciao ciao bambina

Auch wenn Italien innerhalb der EU ein anderes Gewicht zukommt als Griechenland, hatten wir exakt dieselbe Diskussion vor sieben Jahren: wie kann ein Land die Eurozone verlassen und welche Effekte zieht das nach sich?

Fakt ist, dass die Währungsunion keinen Austrittsmechanismus für seine Mitglieder geschaffen hat. Im Gegensatz zu Münchner Nobel-discos, kommt man in den Euro also rein, aber nicht mehr raus. Trotz der aktuellen Diskussionen bezüglich des Brexit, scheint es von einem juristischen Standpunkt aus betrachtet einfacher zu sein, die EU zu verlassen als aus der Eurozone auszusteigen. Ohne fixierten Mechanismus gibt es folglich eine Vielzahl von denkbaren Szenarien, die jeweils vollkommen andere Wirkungen entfalten können.⁸ Eine Annahme erscheint hierbei aus Sicht des austretenden Landes sinnvoll: ein Austritt schafft (zumindest temporär) nur dann die gewünschten ökonomischen Effekte auf Seiten des austretenden Landes wenn der Austritt mit a) einer Abwertung der inländischen Nachfolgewährung einhergeht und wenn b) die in Euro denominierten Schuldtitel in Inlandswährung redenominiert werden. Es gibt hier natürlich einige Untersuchungen historischer Austrittsszenarien, die allerdings eher historischen Wert haben und auf die aktuelle Fragestellung nur bedingt angewandt werden können.⁹ Historisch betrachtet kann ein Austritt durchaus positive Effekte auf ein Land haben. Allerdings wird bei der rückblickenden Betrachtung eine zentrale Komponente der Eurozone ignoriert: die vollkommene Integration der europäischen Finanzmärkte. Ein Austritt Italiens hätte eine Kapitalflucht zur Folge, welche die oben dargestellte Problematik der niedrigen Investitionstätigkeit weiter verschärfen würde. Wiederum historisch betrachtet löst man dieses Problem mit der temporären Installation von Kapitalkontrollen, wie sie bspw. in Zypern von 2013–2015 eingerichtet waren. Allerdings ist die Vernetzung des italienischen Finanzsystems mit dem Rest der EU sehr viel stärker ausgeprägt, weshalb sich die praktische Umsetzung von Kapitalkontrollen sehr viel schwieriger gestalten lassen sollte. Zusätzlich treten hier juristische Fragestellungen auf, die möglicherweise eine Vielzahl von Verfahren nach sich ziehen, welche wiederum die legalen Institutionen Italiens auf Jahre lähmen dürfte.

Davon abgesehen ist es völlig unklar, wie die italienischen Finanzinstitute in diesem Szenario behandelt werden sollen. Man nehme nur als Beispiel der Unicredit und ihrer (dann) ausländischen Töchter Unicredit Bank AG (Hypovereinsbank) und Bank Austria. Hier entstehen dramatische Translations- und Transmissionseffekte auf den Bilanzen dieser Institute, die auch noch unter einer gemeinsamen europäischen Bankenaufsicht stehen.

Wohlwissend, dass der Kreativität bezüglich der Interpretation von Verträgen in Europa keine Grenzen gesetzt sind (siehe Hypo Alpe Ad-

⁸ Vgl. hierzu auch Bootle, R. (2012): Leaving the Euro: A practical guide, A submission for the Wolfson Economics Prize MMXII by Capital Economics.

⁹ Rose, A. K. (2006): Checking Out: Exits from Currency Unions, Draft, University of Berkely.



ria und Novo Banco), subsumieren wir obige Thesen zu einer klaren Aussage: ein Austritt Italiens ist praktisch nicht möglich.

Eben diese Erkenntnis wird sich auch bis in die italienische Politik durchgesprochen haben. Etwaige Drohungen kann man geflissentlich als Bluff der italienischen Politik verstehen, da diese nur dem Zweck dienen, andere Forderungen durchzusetzen. Und hierbei können auch durchaus sinnvolle sein. Im Endeffekt beginnt die Diskussion wieder genau da, wo sie Mitte der 1990er Jahre zwischenzeitlich aufgehört hat: die Frage nach optimalen Währungsräumen.¹⁰ Auch wenn sich in der Theorie einiges getan hat seit dem Beginn dieser Diskussion in den 1960er Jahren, ist es offensichtlich, dass die Eurozone kein optimales Währungsgebiet darstellt. Hierfür sind die ökonomischen und strukturellen Unterschiede einfach zu groß. Allerdings kann man durchaus darüber diskutieren, ob die „Design-Fehler“ der Eurozone behoben werden können.¹¹ Und hier werden sich einige Politiker mit ihren Forderungen bestätigt fühlen. Es geht in letzter Konsequenz um drei Punkte, die von vielen Ökonomen als unabdingbare Voraussetzung für ein Funktionieren der Eurozone gesehen werden:

1. Es muss zumindest ein teilweises „Schulden-Pooling“ existieren, d. h. eine (begrenzte) gemeinschaftliche Haftung für Staatsschulden. Dies kann durch die Platzierung von Eurobonds geschehen oder durch die Abgabe von gegenseitigen Garantien. Die Bedeutung liegt darin, dass hier ein ganz klares Signal an die Märkte gesendet werden muss, dass es eine starke Intention aller Mitgliedsländer gibt, die Eurozone zu erhalten.
2. Das Problem von Währungsunionen lässt sich ganz einfach auf divergierende Entwicklungen, bzw. divergierende Reaktionen auf bestimmte Entwicklungen, reduzieren. Um dieses zentrale Risiko zu minimieren bedarf es symmetrischer makroökonomischer Maßnahmen, um die Lasten der Gemeinschaftswährung (vor allem inflationärer Natur) gleichmäßiger auf die Mitgliedsländer zu verteilen.
3. Es führt kein Weg an einer Fiskalunion vorbei. Das impliziert, dass die europäischen Nationalstaaten bspw. ihre Steuerhoheit zumindest teilweise aufgeben müssten.

Theoretisch betrachtet machen alle diese Forderungen ökonomisch Sinn – aber es darf angezweifelt werden, dass der Autor (Jahrgang 1970 und mit einer hohen Lebenserwartung gesegnet) die Umsetzung dieser Maßnahmen noch erleben wird. Der politische Druck – v. a. vor dem Hintergrund der nationalistischen Tendenzen und dem Erstarken populistischer Parteien – politische Eigenständigkeit und die eigenverantwortliche Schuldenaufnahme aufrechtzuerhalten erscheint einfach zu groß. Sie geben aber Italien einige Argumente zur Hand, um möglicherweise vorteilhafte Bedingungen für die „Südländer“ zu verhandeln, wobei einer davon ein partieller Schuldenerlass sein kann.

Schuldenerlass: Erst ausleihen, dann nicht zurückbringen

Nach unserem Wissen plädiert v. a. Salvini für einen Schuldenerlass, ohne genauer zu spezifizieren, wie das umgesetzt werden sollte. Einzig der Zweck wird genannt: es sollen damit Sozialausgaben und Steuersenkungen finanziert werden. Allerdings würde eine Reduktion der Schulden ja zu keinerlei direkten Einnahmen des italienischen Staates führen, allenfalls sinken die Zinskosten und diese Einsparung könnte dann anderweitig verwendet werden. Ein Schuldenschnitt

¹⁰ Alesina, A. et al (2002): Optimal Currency Areas, NBER Working Paper 9072.

¹¹ Grauwe de, P. (2013): Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed?, LEQS Paper No. 57/2013.



über alle italienischen Anleihen kommt wohl nicht in Frage, da dies sofort einen Zahlungsausfall Italiens zur Folge hätte mit allen damit verbundenen Effekten: Ratingherabstufung, Rückzahlungsansprüche, Probleme der Refinanzierung fälliger Anleihen, BTPS verlören ihren Status als Collateral, usw. Offensichtlich besteht hier keine rechtliche Grundlage, einen Teilerlass zu erwirken, es müsste also auf freiwilliger Basis geschehen. Also kann man sich nur vorstellen, dass die EZB (bzw. die Banca d'Italia) auf einen Teil ihres Rückzahlungsanspruchs verzichtet. Da die EZB bereits einen Default-Kandidaten im Portfolio hat (Steinhoff), könnte sie ja auch bei Italien ein Auge zudrücken? Diese Abstrusität der EZB (unabhängig von der Nationalität ihres Präsidenten) ist allerdings nicht vorstellbar und legal äußerst fragwürdig – auch bei einer sehr generösen Interpretation der „No-Bailout-Klausel“. Die einzig theoretisch verbleibende Möglichkeit einer Kapitalspritze für Italien liegt in einer Zahlung aus dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM). Hier müsste aber aufgrund der Abstimmungsregeln Frankreich und Deutschland zustimmen (beide haben ein Quasi-Vetorecht) und das erscheint noch unwahrscheinlicher als die Einführung von Eurobonds.

Praktisch ist ein Schuldenerlass ähnlich unmöglich wie ein Austritt und deshalb dient die Forderung danach einzig dem Ziel, andere (praktisch umsetzbare) Erleichterungen zu erhalten. Das kann einerseits zusätzliche Mittel aus den Strukturfonds beinhalten oder eine wohlwollende Handhabung der Schuldengrenzen oder des Stabilitätspaktes einschließen. Aber all diese Verhandlungen und Diskussionen sollten mit dem Wissen geführt werden, dass Italien blufft! Und hierbei handelt es sich um eine Einschätzung des ehemaligen Münchner Pokermeisters!

X-Asset View

Nach den Sitzungen der Fed und der EZB in Mitte Juni kann nicht mehr ignoriert werden, dass die zentrale Stütze der Aktien- und Kreditmärkte während der letzten Jahre an Standfestigkeit verliert. Und die ersten Auswirkungen sind bereits festzustellen, v. a. wenn man die Entwicklung einiger EM-Währungen betrachtet, auf die wir im Folgenden noch eingehen werden.

Die mittel- und langfristigen Folgen zunehmender Handelshemmnisse in Kombination mit weltweit weniger expansiver Geldpolitik wirkt wachstumsreduzierend und belastet v. a. die Marktsegmente, die in der letzten Dekade am stärksten vom Niedrigzinsumfeld profitiert haben: EM-Länder und die HY-Märkte. Neben diesen beiden zentralen Treibern der Finanzmärkte in den nächsten Jahren gibt es weitere Entwicklungen, die ebenfalls wenig hilfreich erscheinen, die Märkte zu stabilisieren. Eine davon ist der wiederkehrende Ruf nach einer europäischen Finanztransaktionssteuer.

Zölle und Steuern: Deglobalisierung & Kapitalmarktsegregation

Deutschlands neuer Finanzminister Olaf Scholz hat die Diskussion über die Einführung einer europäischen Finanztransaktionssteuer (FTT) wieder angefacht und erklärt diese als Ziel seiner Amtszeit. Wir sind bereits mehrfach an dieser Stelle auf die Effekte einer FTT eingegangen und wollen uns die theoretische Redundanz an dieser Stelle ersparen. Es erscheint aber etwas übereifrig, an dieser Stelle mit gutem Beispiel voranzuschreiten, auch wenn es aus theoretischer Sicht ziemlich eindeutig ist, dass die Effekte begrenzt bleiben und durch die Einführung einer FTT andere Effekte entstehen, die man berücksichtigen muss und welche sehr wahrscheinlich die Steuereinnahmen bei weitem überwiegen würden. Es gibt durchaus Ansätze, wie eine FTT gestaltet sein muss, um die politisch gewünschten Wirkungen zu erzielen – aber es steht außer Frage, dass dies nur bei globaler Anwendung in einem voll integrierten Kapitalmarkt gelingt.



Allerdings folgt die Einführung einer FTT auch der Logik der jüngsten politischen Entwicklungen – namentlich der Einführung von Handelshemmnissen. Die Jahrzehnte anhaltende Globalisierung war der Hauptgrund für die fortschreitende Integration der Kapitalmärkte. Die Einführung von Zöllen korrespondiert demnach auch mit der Einführung einer Steuer auf Finanzmarkttransaktionen. Wir sind nach wie vor der Ansicht (wie übrigens die große Mehrheit der Ökonomen), dass Globalisierung und damit Zoll- und Steuerabbau eine wohlfahrtsstiftende Wirkung entfaltet. Die der Globalisierung vorgeworfene Förderung globaler Wohlstandsverschiebungen trifft nicht den Kern des Problems. Globalisierung kann Wohlstand generieren, aber diesen nicht gerecht verteilen. Das kann nur durch verteilungspolitische Maßnahmen erreicht werden. Ignoriert man das und schränkt die Globalisierung ein, senkt man damit den global zu verteilenden Wohlstand. Das Problem wird also nicht gelöst, sondern durch die jüngste Implementierung von Handelshemmnissen weiter erschwert. Vor allem, da sich bereits abzeichnet, dass es hier zu einer „Zoll-Spirale“ (im Sinne eines „tit-for-tat“-Verhaltens) kommt, die letztlich in allen Ländern Wohlstandseinbußen nach sich zieht. Einen ähnlichen Effekt muss man befürchten, sollte die FTT eingeführt werden. Die effiziente Allokation von Kapital folgt ähnlichen Regeln wie der Freihandel. Schränkt man die Allokation von Kapital ein, fließt dieses nicht mehr seiner besten Verwendung zu – auch hier kann man ganz eindeutig wachstumsreduzierende Effekte erkennen.

Ohne die genaue Ausgestaltung der Steuer zu kennen, kann man davon ausgehen, dass sich diese an dem Vorschlag der EU-Kommission aus dem Jahre 2013 orientiert.¹² Hierbei stellt sich folgende Grundproblematik: wie oben dargestellt, weist Italien seit Jahren einen Investitionsstau auf und hat deshalb einen enormen Kapitalbedarf. Diese Kapitalströme innerhalb der Eurozone sollen nicht behindert werden. Andererseits will man die Umgehungsmöglichkeiten (einer der Hauptkritikpunkte an der FTT) nicht einschränken. Es besteht also ein prinzipieller Interessenkonflikt zwischen der Größe der Steuerbasis und nötigen Ausnahmen, um „politisch gewünschte“ Kapitaltransaktionen nicht zu sehr einzuschränken.

Die Diskussionen über eine FTT schlagen also in dieselbe Kerbe wie die Erhebung von Zöllen. Anstatt diese weltweit auf Null zu reduzieren, keinerlei Steuer auf Finanztransaktionen zu erheben und somit global Wachstum zu generieren, versucht man politische Ziele mit den falschen Mitteln zu erreichen. Die zu erwartenden Effekte sind hierbei einerseits geringeres Wachstum und eine ineffiziente Allokation von Kapital, die aller Voraussicht nach genau die Kapitalempfänger in Europa treffen wird, die den Faktor Kapital am dringendsten benötigen: europäische Unternehmen niedriger Kreditqualität.

Die Stars des letzten Jahrzehnts – die Verlierer von morgen?

Steigende US-Zinsen und das Ende der Globalisierung stellen vor allem für ein Marktsegment ein wirkliches Dilemma dar: die Emerging Markets. Einerseits sind diese stark vom Außenhandel abhängig und konnten ihr immenses Wachstum des letzten Jahrzehnts nur durch externes Kapital finanzieren. Andererseits steigen nun die Refinanzierungskosten durch die höheren US-Zinsen massiv an. Diese Kombination hat zum Teil bereits starke Effekte auf die Währungen dieser Länder. Trotz aller Unterschiede ist dies die zentrale Gemeinsamkeit, der sich mittelfristig kein EM-Land entziehen kann. In folgender Abbildung ist der Währungsverlauf des argentinischen Peso, der türkischen Lira, dem brasilianischen Real, dem russischen Rubel und dem südafrikanischen Rand aufgezeigt – mit teilweise verblüffenden Ähnlichkeiten trotz vordergründig unterschiedlicher Probleme.

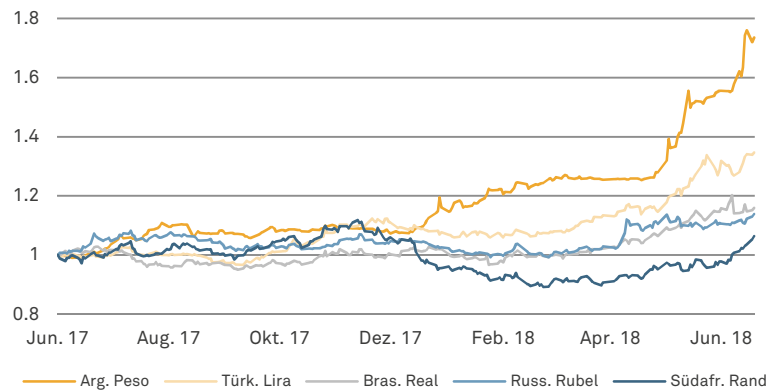
¹² https://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/resources/documents/taxation/com_2013_71_en.pdf



Währungskrise? Argentinien, Türkei, Brasilien, Russland, Südafrika

y-Achse: Zum 1. Juni 2017 auf 1 normiert

Quelle: Bloomberg, XAIA Investment



Diese Entwicklung ist äußerst besorgniserregend, entspricht ihr Verlauf doch den bekannten Mustern von Währungskrisen. Man vergleiche hierzu bspw. die lateinamerikanische Schuldenkrise bis Anfang der 1980er Jahre oder die Asien-Krise (1997/1998). Der wahrscheinliche Mechanismus läuft wie folgt ab:

- >> Vertrauensverlust der Investoren
(ökonomisch oder politisch bedingt)
- >> Kapitalabfluss
- >> Währungsabwertung
- >> Außenhandelsdefizite steigen
- >> weiterer Vertrauensverlust und Abwertung.

Abhilfe schaffen kann hier einerseits der IWF (s. Argentinien) oder starke Zinserhöhungen der heimischen Zentralbank (s. Argentinien und neuerdings Türkei). Trotzdem wird sich ein neues Gleichgewicht einstellen. Und zwar eines, das sich bei niedrigeren Wachstumsraten (durch steigende Handelshemmnisse), höheren Zinsen und einer abgewerteten Währung einpendelt. Dieses Gleichgewicht spricht gegen eine Aufrechterhaltung der Wachstumsstory der EM-Länder und final deutet sich hierbei das Ende des seit zehn Jahren anhaltenden EM-Booms an. Die größte Gefahr für die westlichen Kapitalmärkte besteht darin, dass in den letzten Jahren EM-Länder enorm an Bedeutung in der Allokation gefunden haben und vor allem auch Eingang in derivativen Produkten wie ETFs usw. gefunden haben. Hier ist es wie bei der Betrachtung des Subprime-Marktes 2008: es ist weitaus mehr EM-Risiko im Markt als die ausstehenden Nominale von EM-Anleihen vermuten lassen.

Kurz- und mittelfristige Entwicklungen

Wir gehen davon aus, dass die politischen Ereignisse auch in den Sommermonaten die entscheidenden Impulse für die Märkte setzen werden. Folgende Entwicklungen bereiten uns Sorge:

1. Das Modell der Autokratie funktioniert vor allem in ökonomisch prosperierenden Zeiten. Sobald diese vorbei sind (und ökonomische Zyklen sind unabhängig vom Regierungssystem und deshalb auch in autokratisch regierten Ländern unvermeidbar), besteht die Gefahr, dass Autokraten mit allen Mitteln versuchen ihre Macht zu erhalten. Diese Situationen schaffen ein extrem investitionsunfreundliches Umfeld und führen i.d.R. zu einem Abzug ausländischen Kapitals, insbesondere von Portfolio- und Direktinvestitionen. Es stehen einige Länder kurz davor, in eine kritische Phase einzutreten, vor allem falls die Unabhängigkeit ökonomischer Institutionen aufgrund politischer Interessen zurückgedrängt wird. In diesem Fall setzt sich der Populismus gegen die Ratio durch – jüngst gesehen in der Aussage eines berühmten Autokraten, der einen positiven Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Inflation postuliert hat.



2. Man muss es nicht Handelskrieg nennen, aber das ändert nichts daran, dass die Effekte gegenseitiger Zolltiraden schädlich für die globale Ökonomie und natürlich auch für die involvierten Volkswirtschaften sind. Donald Trump ist hier durchaus zuzutrauen, seinen Handelspartnern zeigen zu wollen, wer am längeren Hebel sitzt und deshalb weiterhin Zölle auf immer mehr Produkte erheben bzw. anheben wird. Es ist kurzfristig nicht absehbar, wie man hier eine Einigung erzielen kann, da Trump die WTO ignoriert und zumindest die Europäer keine bilateralen Handelsvereinbarungen unterschreiben wollen.
3. Wir hätten den Titel dieses Newsletters nicht Italien gewidmet, wenn wir davon ausgehen würden, dass der Anstieg der italienischen Risikoprämien nur eine temporäre Angelegenheit gewesen ist. Die strukturellen Probleme Italiens sind inzwischen dermaßen immanent, dass man jederzeit damit rechnen muss, dass es kurzfristig zu negativen Nachrichten bzgl. der Wirtschaftspolitik/Verschuldungssituation Italiens kommen wird. Das ist umso wahrscheinlicher, da die neue Regierung schnellstmöglich anfangen wird, ihre Wahlversprechen einzulösen. Auch wenn diese ökonomisch fragwürdig sind.
4. Europa ist seit der Europäischen Schuldenkrise und trotz der exzessiven Reaktion der EZB nicht zur Ruhe gekommen. Neben der Italien-Problematik müssen bis Anfang 2019 die Details zum Brexit geklärt werden, um die politische Unsicherheit zu reduzieren, da sich die Anzeichen der negativen Effekte bereits deutlich zeigen. Und zu guter Letzt birgt die Uneinigkeit bzgl. einer europäischen Migrationspolitik die drohende Gefahr, dass sich populistische Tendenzen in ganz Europa verstärken, was die Europafeindlichkeit weiter schüren könnte und die EU bspw. in den aktuellen Handelsvereinbarungen tendenziell schwächt.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir in den nächsten Monaten wiederkehrende Volatilitätsspitzen, die mit schwächeren Aktienmärkten und weiteren Credit-Spreads einhergehen. Auch wenn wir nicht glauben, dass eine dramatische und lang anhaltende Periode weiterer Risikoprämien kurzfristig zu erwarten ist, sehen wir über den Sommer tendenziell schwächere Märkte mit politisch bedingten Verwerfungen als realistisch an. Ein Meister seines Fachs hat dies sehr elegant umschrieben:

***"Crises take longer to happen than you think they will, and then they happen faster than you thought they could"* (Rudi Dornbusch).**

Forecast-Tabelle

2018	3M	6M	9M	12M
Credit				
IG Cash	o	o/-	-	-
IG CDS	o/-	-	-	-
HY Cash	-	--	--	--
HY CDS	-	--	--	--
Fin Cash	o	o	-	-
Fin CDS	o	o	-	-
Staatsanleihen				
AAA/AA	o	o	o	-
Peripherie	o	o	o	o
Volatilität (long)	+	+	++	++
Euro-Aktien	-	-	--	--

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

*Conny Froboess (1962). Wurde noch nie von einer Punk-Band gecouvert... muss auch nicht sein.



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.

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 2018