

28 JUL 2016

#28

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

Blister in the Sun\*

>>Let me go on  
Like a blister in the sun<<

## BLISTER IN THE SUN\*

Großbritannien verabschiedet sich von der EU, in der Türkei wird geputscht und die italienische Bankenkrise steuert auf einen neuen Höhepunkt zu. Und die Finanzmärkte bleiben vollkommen unbeeindruckt. Diese Situation darf man durchaus als irritierend wahrnehmen, obwohl es einen relativ einfachen Grund dafür gibt: die EZB. Sie setzt nicht nur ihr erweitertes Kaufprogramm zügig um, sondern liebäugelt sogar mit der Idee des Helikoptergeldes. Somit kommen wir zu der Überzeugung, dass die steigenden fundamentalen und geopolitischen Risiken nicht adäquat in den aktuellen Risikoprämien reflektiert werden, sprich: Die Finanzmärkte (damit meinen wir fast alle) sind überbewertet. Wir denken nicht, dass sich die obigen Risiken in der kurzen Frist materialisieren werden, aber einem relativ langweiligen Sommer könnte ein heißer Herbst folgen. Die größte Gefahr in diesem Sommer sehen wir also eher in zu viel UV-Strahlung und wünschen allen Lesern, dass sie von „blisters in the sun“ verschont bleiben.

## Und tschüss!\*\* Die Folgen des Brexit-Referendums

Zugegebenermaßen hat sich der Autor im letzten Newsletter seinem Wunschdenken hingegeben und die Wahrscheinlichkeit eines Pro-Brexit-Referendums als sehr niedrig bezeichnet sowie in der Konsequenz dieser Annahme stabile Märkte über den Sommer prognostiziert. Diese Kombination an Prognosen darf man ganz eigenkritisch als größtmöglichen Fehler titulieren: Der Brexit ist Realität geworden und die Märkte haben sich nach einem kurzen Schock vollkommen stabil verhalten.

Die gesamte Tragweite dieser Entscheidung wird sich erst in Jahrzehnten zeigen – wir neigen allerdings dazu, durchaus positive Erwartungen zu hegen. Es ist nicht in Frage zu stellen, dass die Grundidee einer Europäischen Union mehrheitlich ökonomische Vorteile mit sich bringt. Diese ökonomische Tatsache ist allerdings in den letzten Jahren in den Hintergrund gerückt, während die zunehmende Regulierungswut und die negativen Schlagzeilen bezüglich eines immer größer werdenden Leviathans in Brüssel dominiert haben. Die EU ist das größte Staatenprojekt, das jemals umgesetzt wurde und es wäre zu optimistisch zu glauben, dass dieses extrem komplexe Konstrukt nach zwei Jahrzehnten perfekt funktioniert. Die EU und noch mehr die Währungsunion sind vielmehr multi-staatliche Gebilde, die einem ständigen Wandel unterliegen und dementsprechend flexible Strukturen aufweisen müssen. Man kann der Umsetzung der Idee einer EU und einer Gemeinschaftswährung durchaus Kritik entgegenbringen, allerdings sollte man die langfristigen Vorteile nicht außer Acht lassen. Die EU ist gut gemeint – sie ist nur schlecht umgesetzt. Natürlich entwickeln sich in dieser Situation politische Strömungen, die die ineffizienten Strukturen der EU anprangern und deren Abschaffung fordern. Es besteht derweil bei vielen konkreten Problemen dahingehend Einigung, dass diese behoben werden müssen – aber deshalb die Aufgabe der europäischen Idee zu fordern ist so, als ob man die bereits bezahlte Portion Tagliatelle beim Italiener stehen lässt, weil Salz fehlt. Man könnte auch einfach nachsalzen. Die Briten haben sich eben nicht für das Nachsalzen entschieden, sondern sind gegangen.

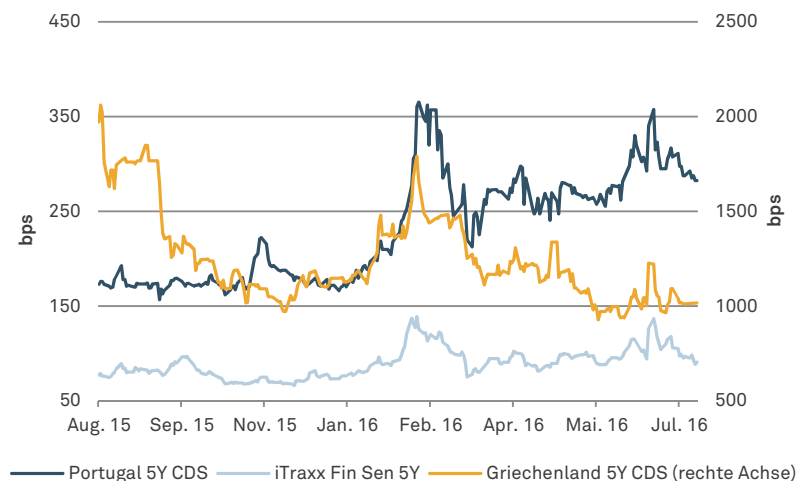


Wir gehen davon aus, dass jegliches Anzweifeln der Legitimation des Brexit-Referendums erfolglos sein wird und die Verhandlungsführer der EU und Großbritanniens eine möglichst effiziente Umsetzung des Austritts forcieren werden. Hierbei herrscht zumindest bezüglich des Zeitplans Interessengleichheit bei beiden Parteien, da die bis zum finalen Austritt herrschende Unsicherheit dazu führt, dass Investitionen verschoben werden (direkte negative Wachstumseffekte) und die Unsicherheit an den Finanzmärkten zu rückläufigen Portfolioinvestitionen führt und somit zu indirekten negativen Wachstumseffekten. Die ersten Auswirkungen auf den Markt für Gewerbeimmobilien in London sind bereits zu spüren und haben dazu geführt, dass einige Immobilienfonds die Anteilsrückgabe ausgesetzt haben. All das sind noch keine dramatischen Bewegungen und der von der Mehrheit der Marktteilnehmer erwartete Zusammenbruch der Märkte im Falle einer Pro-Brexit-Entscheidung ist offenbar ausgeblieben. Die langfristigen Entwicklungen sind schwer absehbar, da diese stark von den noch auszuhandelnden Austrittsbedingungen abhängen. Einige Auswirkungen auf die Finanzmärkte lassen sich jedoch umreißen:

- › Die größte Gefahr wurde darin gesehen, dass weitere Länder dem Beispiel Großbritanniens folgen werden. Bisher hat sich diese Gefahr allerdings noch nicht materialisiert, was möglicherweise mit dem zunehmenden europaweiten Populismusverdross zusammenhängt. Offensichtlich wurde im Brexit-Abstimmungskampf gelinde gesagt nicht immer mit faktisch korrekten Argumenten gearbeitet (z. B. Boris Johnsons 350-Mio.-Slogan). Da die Populisten vorerst der Lüge überführt wurden, haben sich am Markt auch keine gestiegenen Austrittsrisikoprämien entwickelt. Dies spiegelt sich auch in der Bewegung der CDS der üblichen Verdächtigen wider, die in folgender Abbildung aufgezeigt werden.

### Is' was? CDS Spreads der üblichen Verdächtigen unbeeindruckt vom Brexit-Referendum

Quelle: Bloomberg, CMA



- › Die EZB hat ein weiteres Argument zur Rechtfertigung ihrer Niedrigzinspolitik. Sie wird die Märkte weiterhin stützen; auch wenn aktuell bereits ca. drei Viertel aller deutschen Staatsanleihen negativ rentieren, mag sich die aktuelle Situation nachträglich als Kaufgelegenheit herausstellen. Außerdem ist davon auszugehen, dass die EZB weiter nach kreativen Mitteln der Geldpolitik suchen wird, worauf wir später in einem kurzen Ausflug zum Helikoptergeld detaillierter eingehen werden.
- › Wir sehen keinerlei negative Auswirkungen auf IG-Unternehmensanleihen. Auch diese werden weiterhin Bestandteil des Kaufprogramms der EZB sein und die BoE denkt auch bereits über Käufe in diesem Segment nach. Viele große Unternehmen aus Großbritannien sind letztlich nicht besonders sensitiv gegenüber einem Austritt aus der EU, da sie in der Regel international tätig



sind und über Entitäten außerhalb Großbritanniens verfügen. Die negativen Effekte werden vor allem Unternehmen aus dem HY-Segment treffen, die starke Außenhandelsbeziehungen aufweisen. Diese Risiken sind rein unternehmensspezifisch und werden überschaubare Auswirkungen auf die einschlägigen Credit-Indices haben. Ähnliche Effekte erwarten wir für die Aktienmärkte.

- › An erster Stelle der Brexit-Verlierer werden seit Monaten UK-Banken genannt. Dies ist offensichtlich, da diese besonders stark von freien grenzüberschreitenden Transaktionen profitieren und außerhalb der EU für sie höhere Kosten anfallen. Allerdings wird die englische Politik hier durchaus Antworten finden, die sich bspw. in einer Lockerung der EK-Anforderungen an UK-Banken äußern kann. Für kontinentaleuropäische Banken (italienische ausgenommen, wir verweisen auf Herrn Padoan, s.u.) ergeben sich aber auch gewisse Vorteile im Brexit – diese liegen im Nachteil der UK-Banken und damit in einem relativen Wettbewerbsvorteil begründet.
- › Die langfristige Entwicklung der Wechselkurse ist schwierig vorherzusagen und vor allem abhängig von den Reaktionen der Zentralbanken. Eine sukzessive Schwächung des englischen Pfunds angesichts langfristiger negativer Wachstumseffekte scheint logisch und möglicherweise Teil einer Strategie der BoE, um die Wettbewerbsfähigkeit Großbritanniens auch außerhalb der EU aufrecht zu erhalten. Ganz entscheidend für das britische Pfund ist jedoch der politische Wille Schottlands, in der EU zu bleiben und deshalb das Commonwealth zu verlassen.

Auch wenn bereits erste Wachstumsprognosen für Europa nach unten korrigiert wurden, sehen wir den Brexit aus europäischer Sicht als Kostenfaktor, aber nicht als Anfang vom Ende. Ein Problem der EU liegt eben darin, dass nach wie vor sehr divergente Ansichten zu bestimmten Problemen bestehen und somit kann man einem Brexit wenigstens etwas Gutes abgewinnen: Er wird zu einer zunehmenden Meinungskonvergenz innerhalb der EU führen. Hierbei setzen wir jedoch voraus, dass die EU eine gemeinsame außenpolitische Linie findet und der Erfolg dieser Suche wird von der geopolitischen Entwicklung abhängig sein.

### **Duck Dich, Ameise\*\* Steigende geopolitische Risiken**

Die zunehmenden geopolitischen Risiken der letzten Monate haben einen vorläufigen Höhepunkt in dem Putschversuch in der Türkei gefunden. Die geopolitische Tragweite der Reaktion der türkischen Regierung ist noch nicht abzusehen und die kontinuierliche Destabilisierung des Nahen Ostens scheint noch bei weitem kein Ende gefunden zu haben. Diese Entwicklung kann langfristig schwerwiegende ökonomische Folgen mit sich bringen und obwohl diese vor der humanitären Katastrophe allerhöchstens zweitrangige Bedeutung hat, wollen wir uns im weiteren Verlauf darauf beschränken.

Zusammengefasst darf man konstatieren, dass wir das endgültige Ende der BRIC-Philosophie erleben. Über ein Jahrzehnt hinweg haben die Emerging-Länder relativ attraktive Risikoprämien geboten. Hohen realwirtschaftlichen Wachstumsraten standen angemessene Bewertungen an den Finanzmärkten gegenüber – vor allem relativ zu den Verhältnissen in den Industrieländern. Die legalen Rahmenbedingungen haben sich sukzessive verbessert und mehr Investitionssicherheit geboten. Zusätzlich ergaben sich Konvergenzfantasien bspw. durch Beitrittsverhandlungen in etablierte Wirtschaftsräume. Das hat sich zwangsläufig in Kapitalzuflüssen niedergeschlagen, also in Direkt- und Portfolioinvestitionen. Diese waren letztlich dafür verantwortlich, dass die Wachstumsfantasien der Investoren auch erfüllt wurden. Die politischen Entwicklungen der letzten Jahre haben diese



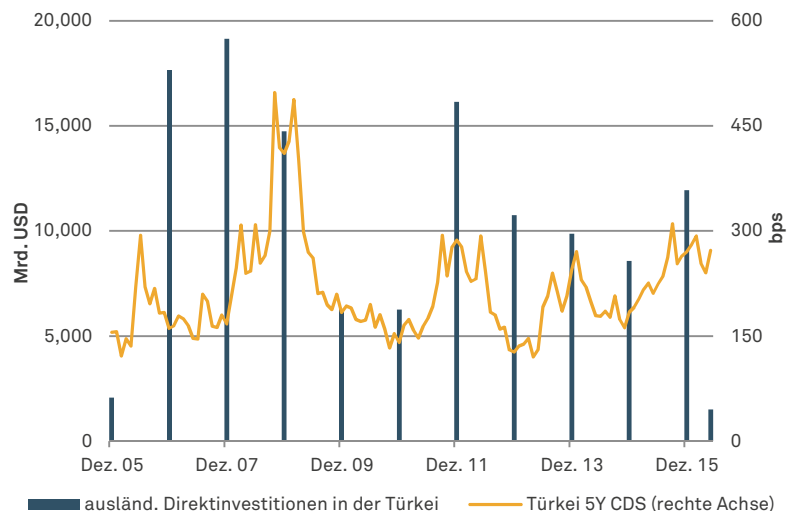
Fantasien allerdings weitestgehend zunichte gemacht, wobei dieses Phänomen global in Erscheinung tritt: In Lateinamerika steht Venezuela vor dem Kollaps, während Brasilien und Argentinien die Wachstumserwartungen nur teilweise erfüllen konnten. Asien als Wirtschaftsraum hat mit militärischen Machtspielen zu kämpfen (v. a. der Konflikt im Südchinesischen Meer) und die Risiken bzgl. des zentralen Wachstumsmotors China nehmen stetig zu. Die militärischen Spannungen in Osteuropa und die damit verbundenen Reaktionen des Westens (bspw. die Sanktionen gegen Russland) zeigen deutlich, dass Investoren nicht mit sich entwickelnden Demokratien und den damit verbundenen etablierten Eigentumsrechten (die eine notwendige, wenn auch nicht hinreichende Bedingung für nachhaltiges Wachstum darstellen) rechnen dürfen. Dies spiegeln ebenfalls die jüngsten Eskalationen in der Türkei wider.

Die Türkei kann hierbei sinnbildlich für diese Entwicklung gesehen werden. Während der letzten Dekade hat sich das Land zu einem äußerst beliebten Ziel von Direktinvestitionen gemausert und eine Liberalisierung der Märkte sowie zunehmende politische Integration gingen mit positiven Wachstumsimpulsen einher. Diese Entwicklung war durchaus zu vergleichen mit dem Aufstieg der Tigerstaaten in den 1990er Jahren, wobei die historisch versierten Leser wissen, wie dieser Aufstieg endete: in der Asienkrise.

Die folgende Abbildung verdeutlicht den klassischen Zusammenhang zwischen Wachstum und der Entwicklung der Risikoprämien in den EM während der letzten zehn Jahre. Tendenziell nehmen die Risikoprämien ab, solange die Fantasie (die sich in Direktinvestitionen widerspiegelt) einer langfristigen positiven Wachstumserwartung anhält. Die anfänglichen ökonomischen Erfolge sind indes „einfach“ zu erzielen, da angesichts eines niedrigen Wohlstandsniveaus allein die Etablierung effizienterer Rahmenbedingungen in Kombination mit Kapitalzuflüssen sehr schnell positive Wachstumsimpulse nach sich zieht.

### Yin & Yang: Direktinvestitionen & Refinanzierungskosten

Quelle: Bloomberg



Genauso schnell wie Wachstum von niedrigem Niveau aus generiert werden kann, wird dieses eben auch wieder vernichtet, falls die Erwartungen enttäuscht werden. Genau das passiert aktuell in der Türkei. S&P hat als erste Rating-Agentur bereits mit einer Herabstufung der Kreditwürdigkeit reagiert und es ist mit weiteren negativen Reaktionen zu rechnen. Die Risikoprämien haben bereits zugenommen und die Unsicherheit bzgl. des zukünftigen Kurses der türkischen Regierung ist hoch. Auch realwirtschaftlich zeichnen sich bereits dramatische Auswirkungen ab. Beim Tourismus bspw. ist mit einem starken Einbruch in 2016 zu rechnen. Allein die innenpoliti-



schen Reaktionen auf den Putschversuch (Inhaftierung von Hochschullehrern, Reisebeschränkungen etc.) gehen zu Lasten ökonomischen Wachstums. Es ist indes völlig irrelevant, ob man die Reaktionen der türkischen Regierung aus politischer Sicht für notwendig oder völlig unangebracht hält – die damit verbundenen negativen wirtschaftlichen Reaktionen sind nicht mehr in Gänze aufzuhalten und dies kann im schlimmsten Fall eine Wirtschaftskrise nach sich ziehen – wiederum mit allen politischen Konsequenzen, die vor allem negative Effekte auf die Region und auf Europa haben werden.

Der aus globaler Sicht positive Wachstumsbeitrag der Emerging Markets des letzten Jahrzehnts wird vor dem Hintergrund der jüngsten Entwicklungen sukzessive schwinden und die Zunahme geopolitischer Risiken trifft die Weltwirtschaft in einer fragilen Situation. Diese Effekte sprechen langfristig für eine Zunahme der Risikoprämien in den Kapitalmärkten, während das Problem steigender geopolitischer Risiken in der kurzen Frist darin besteht, dass sie sich schwer in den Finanzmärkten diskontieren lassen, da sie völlig erratisch auftreten. Allerdings ist es offensichtlich, dass diese Risiken ein globales Phänomen darstellen – unabhängig von der geographischen Nähe ihres Auftretens. Dies liegt darin begründet, dass die globalen Kapitalmärkte weitgehend integriert sind und deshalb in allen Marktsegmenten negative Übertragungseffekte zu erwarten sind. Das spiegelt sich jedoch in keiner Weise in der aktuellen Bewertung der Märkte wider, was sich u. a. dadurch äußert, dass der Dow Jones völlig autark im Juli ein neues historisches Hoch erreicht hat.

Das jedoch mit Abstand größte geopolitische Risiko stellt die Möglichkeit dar, dass Donald Trump der nächste Präsident der USA wird. Ohne zu wissen, wie viel Wahrheitsgehalt man seinen Aussagen zuordnen darf, stellen die Ideen bspw. zu einem potentiellen Austritt der USA aus der WTO eine reale Gefahr für die Weltwirtschaft dar. Das Problem liegt hier darin, dass jegliche Tendenz zu einer Abkehr vom Freihandel langfristig sehr starke Effekte auf die Kapitalmärkte haben kann, da sie in erster Linie Währungsrelationen beeinflussen. Man muss schon einer relativ abstrusen Wirtschaftsphilosophie anheimgefallen sein, wenn man dieser Entwicklung aus ökonomischer Sicht Positives abgewinnen möchte. Man kann diesen Entwicklungen auch Gutes abgewinnen – aber nur, falls man verzweifelt eine Ausrede für die Probleme des Bankensektors sucht. Dieser Suche widmen wir den nächsten Abschnitt.

**Wer bremst ... verliert!\*\*  
Das europäische Bankenproblem wird  
weiterhin vorwärts verteidigt**

Die Situation der italienischen Banken haben wir bereits in den vergangenen Ausgaben des Newsletters detaillierter beschrieben. Allerdings lagen uns damals noch nicht die Erkenntnisse des italienischen Finanzministers Padoan vor, der mit den Worten zitiert wird, dass „der Auslöser der Krise der letzten Wochen doch nicht in Italien liegt“. Sondern diese vielmehr mit dem Ausgang des Brexit-Referendums zu tun habe. Dies ist eine sehr interessante Sichtweise, die nun als Grundlage dafür dienen soll, die Errungenschaften der europäischen Richtlinie zur Bankenabwicklung BRRD teilweise wieder außer Kraft zu setzen. Dem BRRD folgend müssen gewisse Grundsätze bei der Abwicklung von Banken eingehalten werden, u. a. eine vorrangige Beteiligung der Stakeholder im Falle potentieller Staatshilfen. Das Problem aus italienischer Sicht besteht indes darin, dass viele italienische Privatanleger auch nachrangige Papiere italienischer Institute halten und somit direkt an den Restrukturierungskosten beteiligt wären.

Natürlich ist die These, dass das italienische Bankensystem durch das Brexit-Votum in den Abwärtsstrudel gerissen wurde, ökonomisch betrachtet reiner Unsinn. Eine über Jahrzehnte politisch motivierte



Kreditvergabe war ausschlaggebend für den kontinuierlichen Anstieg fauler Kredite auf den Bilanzen italienischer Banken. Die günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten durch die Euroeinführung wurden genutzt, um sukzessive den Verschuldungsgrad des italienischen Staates, aber eben auch vieler Unternehmen zu erhöhen. Und somit die Risiken. Jetzt aus politischen Gründen die Privatinvestoren retten zu wollen, denen man vorher sehenden Auges nachrangige und somit mit einem höheren Risiko verbundene Papiere verkauft hat, hat durchaus „machiavellische“ Züge. Und dafür die BRRD-Richtlinie zu untergraben, ist ein fataler Fehler.

Eine der Hauptursachen für die schleppende Konsolidierung des europäischen Bankensystems (im Vergleich zum Beispiel zu der Konsolidierung in den USA im Anschluss an die Lehman-Pleite) ist in den nationalen Bestrebungen nach einem „heimischen“ Bankensystem zu sehen. Hier gibt es durchaus Parallelen zu der Geldpolitik der EZB: Während die EZB keinen Zinssatz finden wird, der aus Sicht jedes einzelnen Mitgliedsstaates optimal ist, so ist es schwer möglich, eine europäische Bankenregelung zu finden, die aus Sicht jedes Landes innerhalb eines sehr heterogenen europäischen Bankenmarktes effizient ist. Die Krux liegt in beiden Fällen in den ökonomischen und strukturellen Unterschieden der Volkswirtschaften bzw. der heimischen Banken. Die logische Konsequenz ist folglich, dass jedes Land versucht, sich möglichst viele „Sonderregeln“ zu behalten. Der BRRD hingegen als europaweit gültiges Rahmenwerk ist nicht nur ein Fortschritt bezüglich der Gleichbehandlung aller Banken innerhalb der eng vernetzten europäischen Bankenlandschaft, sondern schafft Vertrauen bei Investoren, da diese nun zur Bewertung von Bankrisiken auf ein einheitliches Rahmenwerk zurückgreifen können. Die vollständige Anwendung ist somit eine unabdingbare Voraussetzung dafür, dass sich die europäischen Banken am Kapitalmarkt refinanzieren können, da Investoren nur so auf Rechtssicherheit vertrauen können. Dies wird irgendwann auch wieder notwendig sein – und zwar genau dann, wenn die EZB ihre Rolle des großzügigen Bankenzügelers aufgibt (wann immer das auch sein sollte).

Der wohl dramatischste Fall nationaler Interessendominanz konnte Ende letzten Jahres in Portugal beobachtet werden. Kurz bevor der BRRD vollumfänglich eingeführt wurde, wurde eine offensichtlich nicht BRRD-konforme Kapitalmaßnahme bei der portugiesischen Novo Banco umgesetzt, bei der gleichberechtigte Halter vorrangiger Anleihen dadurch quasi enteignet wurden, indem ihre Anleihen auf eine bereits in Abwicklung befindliche Institution (Banco Espírito Santo) übertragen wurden. Mal abgesehen davon, dass hier bereits Klagen gegen die Maßnahme der Bank of Portugal verschiedener Gruppen eingereicht wurden, führt diese Maßnahme zu einem starken Vertrauensverlust der Investoren nicht nur in Bezug auf das portugiesische, sondern eben aktuell auch auf das italienische Bankensystem.

Das Problem „nationalstaatlicher Interessen“ bringt spürbare Auswirkungen auf andere Marktsegmente mit sich. Unter anderem ist der Markt für europäische Financial CDS relativ illiquide geworden – vor allem im Segment der CDS, die auf nachrangige Anleihen referenzieren (Sub-Financial CDS). Während bspw. in den USA die Abwicklung von Banken, aber auch Unternehmen völlig einheitlich geregelt ist (Chapter 11 etc.), ist das Vertrauen in CDS nach europäischem Marktstandard gesunken, da die CDS zwar einheitlichen Regeln folgen, aber die den CDS zugrundeliegenden Anleihen eben nicht. Es bestehen weiterhin nationale Unterschiede in der Restrukturierung von Banken (und auch Unternehmen), die jeweils einen Einfluss auf die Versicherungsfunktion des CDS haben können. Europäische CDS mit einem einheitlichen Regelwerk können keine individuell unterschiedlichen Abwicklungsmechaniken berücksichtigen und haben



somit eine geringere Absicherungsfunktion als ihre US-Pendants. Das spiegelt sich auch in steigenden Risikoprämien am CDS-Markt wider, die letztlich auch als Referenz für die Refinanzierungskosten der Banken für Nachranganleihen gelten und somit steigende Refinanzierungskosten nach sich ziehen.

### Besser wird's nicht mehr ... Systematische Spread-Ausweitung bei Sub-Financials

Quelle: Bloomberg



### 2 fast 4 you\*\* Jetzt erst recht – droht die Einführung von Helikoptergeld?

Mitte Juli hat die EZB im Rahmen ihres CSPP (Corporate Sector Purchase Programme) bereits über 10 Mrd. Euro Anleihen nominal aufgekauft. Das ist hinsichtlich der geringen Liquidität des Segments eine sehr stattliche Leistung. Insgesamt hat die EZB bereits Anleihen (inkl. Staatsanleihen, ABS, Covered Bonds) im Nominal von knapp 1.100 Mrd. Euro angehäuft. Die EZB befindet sich also auf dem besten Weg, es der japanischen und der amerikanischen Notenbank gleichzutun, die seit einigen Jahren die größten Halter nationaler Staatsanleihen sind.

Allerdings stößt die Politik der exorbitanten Kaufprogramme langsam an gewisse Grenzen, ohne bisher den gewünschten Erfolg gebracht zu haben. Die Effekte auf den Anleihenmarkt sind indes eher negativ zu bewerten und spiegeln sich bspw. in rückläufiger Liquidität in den Segmenten, in denen die Notenbanken aktiv sind, wider. Das Problem der Kaufprogramme liegt darin, dass nach wie vor ein funktionierendes Bankensystem notwendig ist, realwirtschaftlich positive Effekte zu bedingen, u. a. um die Kreditvergabe an Unternehmen zu unterstützen und damit Investitionsanreize zu schaffen. Andererseits ist eben das ausstehende Volumen an Kaufprogramm-kompatiblen Anleihen begrenzt, weshalb bereits über andere geldpolitische Maßnahmen nachgedacht wird. Eines dieser Gedankenspiele ist die Einführung von Helikoptergeld – lange Jahre ein rein theoretisches Konzept, dem wir uns im folgenden Exkurs annähern wollen.

#### Exkurs: Helikoptergeld

Die Grundidee des Helikoptergeldes geht auf den Anfang des 20. Jahrhunderts zurück, die Namensgebung darf aber Milton Friedman Ende der 1960er Jahre zugeschrieben werden. Dahinter steht die ursprüngliche Idee einer Ausweitung der Geldmenge, um Transferzahlungen an Bürger zu finanzieren und über deren gestiegenen Konsum Wachstumsimpulse zu generieren. Hierbei stand ursprünglich ein durchaus sozialer Gedanke Pate, während die monetäre Wirtschaftslehre keinerlei positive Wirkungen erwarten würde. Direkte Geldzahlungen an private Haushalte führen dazu, dass die Anbieter von Waren im selben Ausmaß der monetären Transfers ihre Preise erhöhen, es kommt also



einzig zu Inflation.<sup>1</sup> Dies trifft allerdings nur unter gewissen Annahmen zu, u. a. Vollbeschäftigung. Während die Nutzlosigkeit von Helikoptergeld Jahrzehnte ökonomischer Konsens war, hat sich dies im aktuellen Verständnis vieler Ökonomen geändert und es werden Helikoptergeld durchaus realwirtschaftliche Effekte zugesprochen. Ben Bernanke hat öffentlich seine Sympathien für Helikoptergeld geäußert, die Bank of Japan diskutiert die Maßnahme durchaus offen und auch die EZB hat sich interessiert gezeigt. Dies ist der Situation geschuldet, in der sich vor allem Japan und die Eurozone befinden: Trotz Ausschöpfung aller traditioneller geldpolitischer Maßnahmen und der Umsetzung exorbitanter Kaufprogramme in den Finanzmärkten ist die Wirkung der Geldpolitik bisher durchaus bescheiden. Dies gilt vor allem für das Inflationsziel. Hierin scheint unserer Ansicht nach der zentrale Grund für den jüngsten Sinneswandel zu liegen: Die Zentralbanken sehnen Inflation herbei, um Investitionsanreize für Unternehmen im Sinne einer angebotspolitischen Maßnahme zu erhöhen. Dafür scheint den Zentralbanken jedes Mittel recht zu sein.

Aktuell wird in Japan allerdings eine spezielle Variante des Helikoptergeldes diskutiert. Keine direkten Zahlungen an private Haushalte, sondern vielmehr eine konzertierte Aktion der Zentralbank und der Regierung. Hierbei kauft die Zentralbank neu begebene Staatsanleihen, während die Regierung diese Einnahmen zur Umsetzung fiskalischer Maßnahmen verwendet. Dies funktioniert nur dann, wenn die Zentralbank glaubhaft vermittelt, die Anleihen unbegrenzt zu halten. Bei Fälligkeit einer Anleihe wird die Zentralbank also sofort in neu begebene Anleihen reinvestieren, so dass die Regierung keine zukünftigen Lasten zu tragen hat, da diese wiederum den positiven fiskalischen Impuls reduzieren würden. Im Gegensatz zu „traditionellen“ fiskalischen Maßnahmen, die über einen Anstieg der Staatsverschuldung finanziert werden, entfällt also bei dieser Art des Helikoptergeldes die Last der zukünftigen Schuldentrückführung.

Die Befürworter erwarten den oben beschriebenen inflationären Effekt, während die Kritiker genau hierin den entscheidenden Nachteil sehen: Diese Effekte lassen sich nicht steuern und die Inflationsraten könnten weit über den gewünschten liegen. Im Extremfall kann Helikoptergeld zu Hyperinflation führen. Wir sehen allerdings das zentrale Argument gegen diese Art der Staatsfinanzierung in dem damit verbundenen Risiko eines totalen Vertrauensverlustes: Einerseits wird die Glaubwürdigkeit der Zentralbank untergraben und andererseits das Vertrauen in die Stabilität der Währung.

Die Diskussion bzgl. der Effizienz von Helikoptergeld beschränkt sich aktuell noch vor allem auf Japan. Hier wird seit mehr als 20 Jahren versucht monetäre Impulse zu setzen, wobei die traditionellen und unkonventionellen Methoden (u. a. Kauf von Aktien) bisher nur zu sehr begrenzten Effekten geführt haben. Angesichts der schwierigen Situation in Japan werden bei der Umsetzung geldpolitischer Maßnahmen auch immer mehr damit verbundene Risiken in Kauf genommen. Allerdings befinden sich auch die Fed und die EZB auf einem ähnlichen Pfad.

Man kann durchaus argumentieren, dass die Kaufprogramme der Fed zumindest einige Charakteristika des Helikoptergeldes aufweisen. Die Fed kauft seit Jahren direkt amerikanische Staatsanleihen, wobei sie diese nicht verbindlich unbegrenzt hält. Aber sie tut dies natürlich solange, bis ein Abbau der gehaltenen Staatsanleihen keine negativen Effekte nach sich zieht – also quasi unbegrenzt. Die USA verwen-

---

<sup>1</sup> Die zentrale Gleichung der Quantitätstheorie lautet:  $M \cdot v = p \cdot Y$ ; die Geldmenge  $M$  multipliziert mit deren Umlaufgeschwindigkeit  $v$  entspricht immer dem mit Preisen  $p$  bewertete Handelsvolumen  $Y$  (und damit einer Näherung des Bruttoinlandsprodukts). Löst man nach  $p$  auf und nimmt an, dass das Handelsvolumen nicht beeinflusst wird und  $v$  konstant ist, führt jegliche Erhöhung der Geldmenge zu einer entsprechenden Erhöhung des Preisniveaus und hat keinerlei realwirtschaftliche Effekte.





den diese zusätzliche Finanzierung wie in Japan vorgeschlagen zur Umsetzung fiskalischer Impulse und nicht zu einem Abbau der Staatsverschuldung.

Stellt Helikoptergeld auch eine potentielle Maßnahme für die EZB dar oder existiert bereits schon eine Art des Helikoptergeldes? Auch in Europa ist die Zentralbank weit über konventionelle Maßnahmen hinaus geldpolitisch aktiv, wobei deren Kaufprogramm APP (Asset Purchase Programme) ein Volumen von knapp 1.100 Mrd. Euro erreicht hat.<sup>2</sup> Auch wir können die Frage nicht beantworten, welche ökonomischen Entwicklungen aufgetreten wären für den Fall, dass die EZB ihr Kaufprogramm nicht aufgelegt hätte. Es ist aber offensichtlich, dass die Dysfunktionalitäten in den Finanzmärkten (bspw. die fragile Liquiditätssituation) stark zugenommen haben. Das heißt, die EZB hat sich in eine Situation manövriert, in der die potentiell positiven Effekte dadurch erkaufte werden müssen, indem immer größere Risiken eingegangen werden. Die Märkte erwarten von der EZB weiterhin eine extrem expansive Politik und sie ist sich dessen bewusst, dass eine Enttäuschung der Märkte adverse Effekte auf die Realwirtschaft nach sich zieht. Viel spannender als die nächste innovative Idee der EZB wird also sein, wann und vor allem wie sie es schaffen will, wieder in einen neutralen geldpolitischen Modus zu gelangen. Wir sind nach wie vor der Ansicht, dass dies keine Frage von Monaten, sondern eher von Jahren, wenn nicht Jahrzehnten sein wird.

## X-Asset View

### Langfristige Risiken: Das temporäre Ende des Neoliberalismus-Hypes

Im Zuge der Krisen der letzten Jahre sprechen viele Kommentatoren von einem Scheitern der neoliberalen Idee in ihrer modernen Interpretation. Der „freie Markt“ wird nicht nur angesichts der zunehmenden Ungleichgewichte (z. B. die anwachsende Schiefe der Vermögensverteilung) kritisiert, sondern in steigendem Maße für negative Übertragungseffekte verantwortlich gemacht. Derweil dreht sich die Diskussion über Marktversagen seit spätestens der Lehman-Pleite und deren unmittelbare Folgen im Kreis und lässt sich im Ergebnis vereinfacht so darstellen: Möchte man Marktversagen vermeiden, muss ein anderer Preismechanismus gefunden werden, bspw. durch staatliche Eingriffe (Steuern, Zölle usw.). Die Situationen, in denen dies ökonomisch sinnvoll ist, sind bereits hinreichend beschrieben (z. B. bei Monopolen). Sollte man darüber hinaus den Marktkräften nicht vertrauen und diese beschränken wollen, muss man sich im Klaren darüber sein, dass man alternativ das Risiko eines Versagens des Staates bei der Preissetzung hinnehmen muss.

Unsere Wahrnehmung hingegen ist, dass in vielen Bereichen die „Freiheit“ des Marktes gar nicht gegeben war, auch schon vor der Lehman-Pleite. Hätten die Staaten damals (was sie übrigens heute immer noch tun) keine implizite Garantie für ihre Bankensysteme abgegeben (was einem Eingriff in den freien Markt entspricht), hätten Banken nicht diese immense systemische Bedeutung erlangt, da Investoren ein höheres Ausfallrisiko diskontiert und somit ihre Kontrahentenrisiken effizienter abgesichert hätten. Jetzt zwingt der Regulator die Marktteilnehmer, ihr Kontrahentenrisiko über Clearinghäuser zu minimieren (bspw. im Zuge der Umsetzung von EMIR) und greift damit wieder in den Markt ein. Wir denken, dass ein Entzug der impliziten Garantien einen ähnlichen Effekt wie die Etablierung von Clearinghäusern hätte und dann könnte man in diesem Fall auch von einem „freien Markt“ sprechen.

Dies scheint jedoch politisch nicht gewünscht zu sein und das ist die Krux an der Diskussion bzgl. des Versagens des Marktes: Eine Preis-

---

<sup>2</sup> Die aktuellen Bestände des APP finden sich hier: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>



findung mit Hilfe eines Marktes ist dann ökonomisch effizient, wenn ein pareto-optimaler Gleichgewichtspreis erreicht wird oder (in der schwachen Form) es zumindest keinen anderen Preismechanismus gibt, der zu einem optimaleren Ergebnis führt. In der Realität wird Markteffizienz aber dadurch definiert, ob der Marktmechanismus zu *politisch gewollten* Preisen führt. Ein freier Markt (ohne jegliche Eingriffe staatlicher oder supranationaler Institutionen) würde bspw. zu höheren Risikoprämien für die europäischen Peripherieländer führen. Dies wäre zwar ein ökonomisch effizienter Preisfindungsprozess und in keiner Weise Marktversagen – aber eben nicht politisch gewünscht. Man kann natürlich argumentieren, dass in einer Demokratie politisch gewollte Normen über dem Wirtschaftssystem stehen und somit Staatseingriffe rechtfertigen. Das hat allerdings nichts damit zu tun, dass es sich um Marktversagen handelt, was letztlich zu einem ganz banalen Problem führt: Der staatliche Eingriff bedingt eine Fehlallokation der Ressourcen, da der staatlich festgelegte Preis vom pareto-optimalen Gleichgewichtspreis abweicht.

Diese These ist offensichtlich weit davon entfernt, auf politischer Ebene Anhänger zu finden. Deshalb ist in Europa tendenziell davon auszugehen, dass der Regulierungszyklus noch anhalten wird und staatliche Eingriffe weiterhin legitimiert werden. Allerdings schafft Europa damit eine Wettbewerbssituation, die sich nachteilig auf das europäische Bankensystem auswirken kann, da man in anderen Ländern zumindest Licht am Ende des Regulierungstunnels erkennt. Im Zuge des Brexit denkt Großbritannien offen darüber nach, gewisse EK-Regelungen für heimische Banken zu lockern, um somit negative Folgen des Austritts zu kompensieren. Während wir über Jahrzehnte eine Konvergenz der Regulierungsvorschriften auf globaler Ebene beobachten konnten, werden diese im Zuge einer Abkehr von neoliberalen Ideen tendenziell divergieren. Dies wird langfristige Folgen auf die relative Stärke einzelner Marktsegmente haben und maßgeblich die Entwicklung von Risikoprämien determinieren.

### **Kurzfristige Risikofaktoren: Sekundenschlaf am Arbeitsplatz**

Vor dem Hintergrund der aktuellen politischen und fundamentalen Entwicklungen handeln die europäischen Märkte extrem stabil. Auch hierfür ist die EZB der entscheidende Treiber: Nachdem ein wachsender Teil des europäischen Staatsanleihen-Universums negative Renditen aufweist (in Deutschland ca. 75 % aller Bunds), gilt dies ebenso für Quasi-Staatsanleihen und Covered Bonds. Nur die Peripherieländer halten den europäischen Staatsanleihenmarkt davon ab, es seinem schweizerischen Pendant gleichzutun. Hier nimmt das Renditeumfeld zunehmend abstruse Züge an, was sich am besten im Kursverlauf der 50-jährigen SWISS 2 % 2064er Anleihe ablesen lässt: Diese erreichte Mitte Juli ein Kursniveau von über 200 % und damit rentiert diese Anleihe auch im negativen Terrain. Rendite-Masochisten können sich somit für fast 50 Jahre eine negative Rendite sichern!

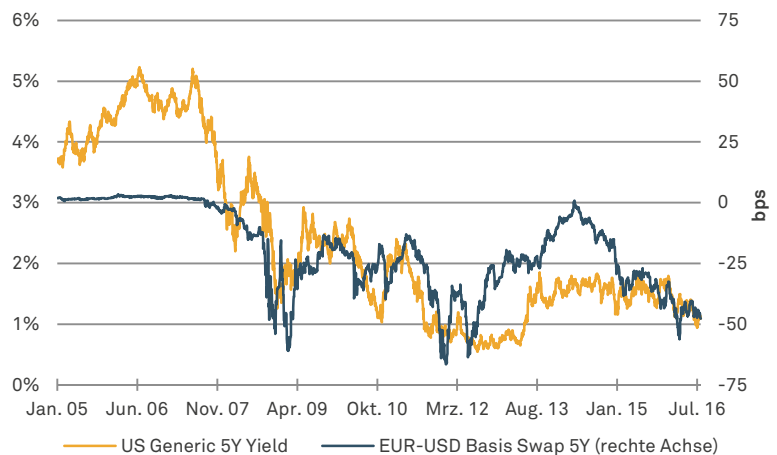
Seit die EZB ihr APP auf Unternehmensanleihen ausgeweitet hat, hat sie nach Angaben verschiedener Banken einen Marktanteil am Primär- und Sekundärmarkt von ca. 50 % aller IG-Credits. In Kombination mit dem aktuellen Zinsumfeld führt auch dies zu Kursniveaus, die wenig Rendite-Fantasie gewähren. Auch hier gibt es ein schönes Beispiel: die 2003 im Zuge der UMTS-Krise emittierten 30-jährigen Anleihen der Deutschen Telekom (DT 7,5 % 2033). Mitte Juli ist der Kurs derselben auf über 190 % gestiegen, was mit einem Renditeniveau von ca. 1,2 % einhergeht. Die EZB hat angekündigt, bis in 2017 hinein ihre Käufe von Unternehmensanleihen aufrechtzuerhalten, was sie spätestens Ende 2016 zum dominanten Anleihenhalter in dem Segment werden lässt und wenig Spielraum für Spread-Ausweitungen im IG-Universum zulässt. Damit bleibt Credit-Investoren in Europa also noch das HY-Universum, um Rendite zu



generieren. Und hier zeichnet sich immer deutlicher ab, dass einerseits die zunehmende Nachfrage nach HY-Anleihen zu einer generalen Spread-Einengung auf Index-Level führt, andererseits unternehmensspezifische Risiken immer offensichtlicher werden. In Spanien gab es in 2016 bereits zwei prominente Restrukturierungsfälle: Neben Abengoa Anfang des Jahres hat nun auch mit Isolux die zweite spanische Baufirma einen Restrukturierungsprozess eingeleitet. Bei beiden Firmen zeigt sich bereits ein lange erwartetes Phänomen: Die Verwertungsquoten für Investoren sind extrem niedrig (Abengoa aktuell @ ~5, Isolux @ ~15) und in Kombination mit steigenden Ausfallraten wächst der erwartete Verlust im europäischen HY-Universum überproportional. Dieses Phänomen führt unserer Ansicht nach vor dem Hintergrund eines technisch bedingten (s. o.) engen Spread-Umfelds dazu, dass europäische HY-Spreads tendenziell keine adäquate Kompensation für das damit einhergehende Risiko aufweisen. Wenn europäische Fixed Income-Investoren nun vor der Wahl stehen, entweder negative Renditen zu akzeptieren oder keine adäquate Risikoprämien einnehmen zu können, bleibt theoretisch die Möglichkeit auf den extrem heterogenen US-Markt auszuweichen. Aber auch hier wird man schnell feststellen, dass die Renditen v. a. aus europäischer Sicht wenig erfreulich sind. Möchte man das Währungsrisiko eliminieren, müssen FX-Swaps eingesetzt werden, die aktuell aufgrund der nach wie vor hohen Nachfrage nach USD hohe Kosten mit sich bringen. Diese Entwicklung ist reflektiert in der Höhe der Cross Currency Basis<sup>3</sup>, die in der folgenden Abbildung dem amerikanischen Renditeniveau gegenübergestellt wird.

### Ja, wo laufen Sie denn? US Renditen & EUR-USD Basis Swap

Quelle: Bloomberg



Europäische Investoren sehen sich also nicht nur mit rückläufigen Renditen konfrontiert, sondern eben auch mit gestiegenen Absicherungskosten. In Kombination werden also auch Investments im US Fixed Income-Markt immer unattraktiver.

Es bleiben natürlich die Nischen-Märkte wie beispielsweise CoCos europäischer Banken. Nachdem dieser Markt im Zuge der regulatorischen Änderungen der EK-Vorschriften der Banken vor fast fünf Jahren etabliert und anfänglich extrem gehyped wurde, ist inzwischen etwas Ernüchterung eingetreten. Vor dem Hintergrund der anhaltenden Bankenkrise handeln einige CoCo-Anleihen aus Italien im Bereich von 80-90 % und damit verbinden sich teilweise zweistellige Renditen. Der Grund dafür ist offensichtlich und wurde bereits oben ausgeführt: Italienische Banken stehen vor dramatischen Herausforderungen und die Bewältigung dieser kann durchaus einen Trigger in CoCo-Strukturen auslösen. Auch hier sehen wir bestenfalls faire Risi-

<sup>3</sup> In einem USD/EUR Cross Currency Swap werden fixe Kuponzahlungen in USD in floating Zahlung in EUR getauscht. Hierbei entsteht ein Spread, der v. a. durch die unterschiedlichen Zinsniveaus in den Ländern und der Nachfragesituation der involvierten Währung bestimmt wird. Eine negative Cross Currency Basis bedeutet aus europäischer Sicht, dass diese als implizite Kosten im Cross Currency Swap anfallen und somit den Ertrag aus dem Floating Leg mindern.



koprämien im Markt und somit keine attraktive Investment-Opportunität.

Relativ betrachtet halten wir die Kreditmärkte aktuell für fair gepreist gegenüber den Aktienmärkten (wir halten also beide für zu teuer). Letztere haben auf Indexebeane seit Juni einen starken Rückgang der impliziten Volatilitäten aufzuweisen – der VSTOXX (implizite Volatilität im EuroStoxx 50) ist seit Mitte Juni in nur vier Wochen von 40 % auf 20 % zurückgegangen und bewegt sich aktuell weit außerhalb eines Krisenmodus. Natürlich sind die europäischen im Gegensatz zu den amerikanischen Aktienmärkten immer noch weit von ihren historischen Hochs entfernt. Allerdings halten wir europäische Aktien deshalb nicht für eine attraktive Opportunität, da dieses Performance-Gap zu den USA fundamentale Gründe hat. An erster Stelle natürlich die anhaltenden Probleme des europäischen Bankensektors in Kombination mit der persistenten Unsicherheit durch die Brexit-Verhandlungen.

**Obwohl wir die Märkte (und damit meinen wir alle) für generell überbewertet halten, gehen wir von einer relativ stabilen Entwicklung während der Sommerpause aus. Die Märkte lassen sich aktuell auch durch dramatische Geschehnisse nicht aus der Ruhe bringen. Wir denken, dass sich dies im Herbst während des Wahlkampfes in den USA ändern wird. Auch die dann anstehenden und für die Eurozone immens wichtigen Entscheidungen (Brexit-Verhandlungen, Rettung italienischer Banken vor dem Hintergrund des Referendums in Italien, zukünftiges Verhältnis zur Türkei) sprechen für eine Rückkehr der Volatilität nach der Sommerpause. Wir hoffen indes weiterhin auf die Verwirklichung der europäischen Idee und verweisen an dieser Stelle auf Berthold Auerbach: „Eine Idee muss Wirklichkeit werden können, sonst sie ist nur eine eitle Seifenblase.“ In diesem Sinne wünschen wir allen Lesern eine erholsame Sommerpause und die Vermeidung von Brandblasen durch übermäßige Sonneneinstrahlung – eben keine „blisters in the sun“.**

Forecast-Tabelle

- ? = „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)

	3M	6M	9M	12M
<b>Credit</b>				
IG Cash	o	o	o	o
IG CDS	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	-	--	--

\* Violent Femmes (1983). Wir teilen nicht die dem Lied angedichtete subtile Bedeutung als Hymne der Eigenliebe, sondern verstehen es als Warnung vor Sonnenbrand.

\*\* Der aufmerksame Leser wird sich die Frage nach dem Sinn dieser pubertär anmutenden Überschriften stellen. Zu Recht. Es handelt sich hierbei um die Sprüche der inzwischen zu Kult-Status gelangten Autoaufkleber der 80er Jahre. Und Sinn dieser Publikation war es ja auch immer schon, kulturell existenzielle Errungenschaften dieser Zeit den jungen Lesern näher zu bringen.



## 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