

02 FEB 2017

#31

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

Every second counts*

>>The years gone by can't be replaced,
he recollects the time of waste<<

EVERY SECOND COUNTS*

Der lange Abstand zum letzten Newsletter ist der Fassungslosigkeit des Autors hinsichtlich der jüngsten politischen Entwicklungen geschuldet. Nachdem die Fassung langsam zurückkehrt, wollen wir diese Ausgabe dazu verwenden, die Geschehnisse geistig und emotional zu verarbeiten. Auch wenn 2016 trotz unerwarteter Ereignisse meist langweilig, wenig liquide und dominiert durch den *homo irrationalis* war (also eigentlich alles wie immer), legen die jüngsten politischen Entwicklungen jedoch nahe, dass 2017 anders werden könnte. Hierbei sehen wir vier Entwicklungen im Mittelpunkt: Die langfristigen Folgen der *Trumpeltier*-Politik, die politischen Herausforderungen in der EU, die Zinswende in den USA sowie die Entwicklung an den Kreditmärkten, wobei wir letztere als entscheidendes Marktsegment in der nächsten Phase des Zyklus erachten. „The years gone by can't be replaced ...“ – das könnte die sich durchsetzende Erkenntnis im Anschluss an die Trump-Euphorie sein. Wir empfehlen bayrische Gelassenheit in 2017 und stellen unser Jahr unter das Motto: „Make Bavaria great again!“

2016: ein Jahr für die Geschichtsbücher 2017: ein Schicksalsjahr für Europa

Drei der größten politischen Überraschungen der letzten Dekade fanden alle in 2016 statt. Hätte man im Januar den Ausgang der US-Wahlen, die Brexit-Entscheidung sowie das Ergebnis des Referendums in Italien bereits gekannt, wäre wahrscheinlich als einzig rationale Reaktion eine dramatische Ausweitung der Risikoprämien erwartet worden. Und wie so oft bei Kapitalmarktprognosen (denen der Autor zugegebenermaßen vollends zugestimmt hätte), waren sie falsch. Die von der Mehrheit als „worst case“ bezeichneten politischen Ereignisse haben nur extrem limitierte (in zeitlicher wie auch absoluter Hinsicht) Effekte nach sich gezogen: Die globalen Kreditmärkte haben sich tendenziell positiv entwickelt, zumindest US-Aktien ein neues Allzeithoch erreicht und die impliziten Volatilitäten bewegen sich auf „Alles wird gut“-Niveau. Zusätzlich kam es auch geopolitisch zu einigen „exogenen Schocks“: der Putsch in der Türkei, die Entwicklungen in Syrien sowie der anhaltende Krisenherd in der Ukraine sprechen auch für einen Anstieg der Risikoprämien – aber nicht einmal in den relevanten EM-Indices ist dies zu erkennen. Weder in den Kredit- noch in den Aktienmärkten. Die Erklärung für diese Widerstandsfähigkeit der Märkte ist so offensichtlich wie einfach: der „technical bid“ an den Märkten durch die expansiven Maßnahmen der Zentralbanken.¹ Und auch wenn zumindest die Fed eine Zinswende eingeläutet hat, sind die Auswirkungen auf die US-Renditen im historischen Vergleich bisher noch limitiert. Natürlich steigt auch in Europa die Gefahr temporärer Renditesprünge – aber es spricht wenig dafür, dass wir das Niedrigzinsumfeld dauerhaft verlassen. Da die EZB und die BoJ keinerlei Anstalten machen, ihre geldpolitischen Markteingriffe zu drosseln, bleibt die Ungewissheit bezüglich des Tempos potentieller Zinserhöhungen der Fed. Und diese Ungewissheit wird natürlich durch die politische Neuordnung in den USA weiter befeuert.

¹ Die Begrifflichkeit des „technical bid“ geht auf die starke Nachfrage nach Kreditrisiko zurück, die in den Jahren 2005-2007 vor allem durch das hohe Volumen an CDOs und andere strukturierte Kreditderivate ausgelöst wurde. Auch damals war in Analogie zu heute eine extreme Einengung der Credit Spreads die Konsequenz.



Dem chinesischen Kalender folgend ist 2017 das Jahr des Hahns. Das Jahr des Hahns ist u. a. gekennzeichnet von Menschen, die lernen ihr Temperament zu zügeln.² Vielleicht entwickelt sich die politische Lage in den USA also doch weniger dramatisch als von vielen befürchtet – auch wenn die ersten Maßnahmen der neuen US-Administration diese Hoffnung eintrüben. Trotzdem denken wir, dass die Unsicherheit im neuen Jahr zunehmen wird und sehen einige potentielle Risiken und Chancen. Bevor wir uns diesbezüglich den USA zuwenden, wollen wir kurz ein Statement für Europa abgeben!

**Exkurs:
Lang lebe Europa!**

Auf den ersten Blick waren die jüngsten Entwicklungen aus europäischer Sicht fatal. Die Spaltung bei der Bewältigung der Flüchtlingskrise, die von vielen als Hilflosigkeit empfundene Politik der EZB und als Höhepunkt die Brexit-Entscheidung, haben nicht nur populistische Parteien gestärkt, sondern lassen ernsthafte Zweifel an der Stabilität der Eurozone und des Konstrukts der EU als Ganzes aufkommen. Nach dem Höhepunkt der Schuldenkrise Anfang 2012 ist 2016 wohl das besorgniserregendste Jahr für die EU in ökonomischer, aber auch in politischer Hinsicht. Und genau darin liegt unserer Ansicht nach auch die einzige Chance Europas, ein stabiles Konstrukt zu werden! Während nach dem 2. Weltkrieg die Bedeutung einer europäischen Einheit v. a. in der Sicherung des Friedens gesehen wurde, sind ab den frühen 1970er Jahren ökonomische Argumente in den Vordergrund getreten. Eine zwanzig Jahre anhaltende Vorbereitung eines gemeinsamen Europas wurde 1992 im Maastrichter Vertrag festgehalten, der 1993 in Kraft getreten ist. Auch wenn die Einführung des Euro noch sieben Jahre in Anspruch genommen hat, kann 1992 als Startpunkt der Europäischen Union verstanden werden. Das wohl aus ökonomischer und leider auch aus juristischer Sicht komplexeste – auf jeden Fall aber das weitreichendste – zwischenstaatliche Abkommen besteht also noch nicht einmal 25 Jahre: ein Wimpernschlag der Geschichte. Es ist wenig überraschend, dass eine so komplexe Konstruktion wie die EU (welche eine unüberschaubare Zahl an Einzel- und Gruppeninteressen bündelt), anfängliche Probleme generiert. Wir haben in der letzten Ausgabe des Newsletters eine kurze Hommage an die Vertragstheorie vorgestellt – genau diese bildet die theoretische Grundlage, um Verträge ökonomisch effizient zu gestalten. Aber auch effizient gestaltete Verträge führen zu ineffizienten Ergebnissen, wenn sich die Vertragsparteien nicht daran halten. Genau das ist jedoch in zentralen Vertragsbestandteilen (u. a. Grenzen der Nettoneuverschuldung und der Staatsverschuldung) passiert. Nun hat gerade dieser Vertragsbruch zur Schuldenkrise 2010-2012 beigetragen und die Probleme bei der Bewältigung der Flüchtlingskrise sind letztlich auch eine Folge der faktischen Implementierung europäischer Werte – aber eben kein unvermeidbarer Effekt derselben. Nach dem Fall der Mauer wurde die EU als historisches Projekt verstanden, das damals die als einmalig verstandene Chance auf Umsetzung hatte. Auch deshalb wurde der von den meisten Ökonomen bevorzugte „Königsweg“ (der politischen Union folgt die Währungsunion) zu Gunsten einer schnellen Umsetzung (die politische Union folgt den ökonomisch geschaffenen Tatsachen) aufgegeben. Alle Fehler, die damals gemacht wurden, bzw. die Risiken, die bewusst eingegangen wurden, haben sich in den letzten Jahren gerächt! In der Kritik stehen zu Recht die Gestaltung des Europäischen Wirtschafts- und Währungsraums, aber keinesfalls sollte der potentielle Nutzen desselben in Frage gestellt werden! Es ist ein Leichtes, die Politikverfehlungen der letzten Jahre als ineffizient zu bezeichnen und auch wir haben uns dieser Beschäftigung immer wieder vergnüglich hingegeben. Auch wenn wir zumindest versucht haben, keinen populistischen Methoden anheim zu fallen. Aber aus dieser Kritik leitet sich nicht ab,

² <http://www.chinesischeshoroskop2017.org/>



dass diese Ineffizienzen systemimmanent und unvermeidbar sind. Vielmehr müssen die jüngsten Entwicklungen als Anlass genommen werden, prinzipielle Konstruktionsfehler zu beseitigen. Es ist also nicht von der Hand zu weisen, dass die EU angesichts des zunehmenden Drucks populistisch-nationaler Bewegungen gezwungen sein wird, Effizienzsteigerungen umzusetzen und das Regelwerk an den entsprechenden Stellen anzupassen. Das ist natürlich mit der Gefahr verbunden, dass es zu einer Spaltung Europas kommt und Großbritannien nicht das einzige Land bleibt, das die EU verlässt. Aber hierin liegt vor allem die Chance, Reformvorhaben umzusetzen und die EU stabiler zu machen.

In 2017 müssen also wegweisende Entscheidungen getroffen werden. Sollte ein Euroland seinen Austritt forcieren, werden zwei Effekte eintreten: Einerseits steigen natürlicherweise die Risikoprämien an den Kapitalmärkten – andererseits wird die EZB einen weiteren Grund haben, ihre expansive Geldpolitik fortzuführen. Vor dem Hintergrund der Wahlen in Deutschland, Frankreich und voraussichtlich in Italien halten wir allerdings das Szenario wahrscheinlicher, dass die EU enger zusammenrückt. Und hier wird auch die EZB weiter unterstützend tätig sein. Beide Szenarien sprechen also für die Aufrechterhaltung expansiver geldpolitischer Maßnahmen. So sehr Europa auch in die Kritik geraten ist – das zentrale Risiko in 2017 liegt auf der anderen Seite des Atlantiks.

„Neopalpa donaldtrumpi“ oder das „Trumpeltier“

Auch wenn Donald Trump bei vielen Aussagen seit seinem Wahlsieg diametral zu den Äußerungen während des Wahlkampfes argumentiert, scheint eines jedoch offensichtlich zu sein: Die Politik der USA wird sich im Vergleich zu den Obama-Jahren auf vielen Ebenen dramatisch verändern. Es ist angesichts der bisherigen Äußerungen Donald Trumps zwar völlig unmöglich, verlässliche Leitlinien der US-Politik abzuleiten, aber es zeichnen sich gewisse Tendenzen ab und die ersten „Amtshandlungen“ (v. a. außenpolitischer und wirtschaftspolitischer Natur) lassen erste Rückschlüsse auf die Trump'schen Ideen zu. Folgende Entwicklungen erscheinen uns wahrscheinlich:

1. Protektionismus

Die Frage der Wirkung der Globalisierung rückt immer mehr in den Mittelpunkt der politischen Diskussion und die Wohlfahrtseffekte der Globalisierung wurden sogar beim Weltwirtschaftsforum in Davos in Frage gestellt. Fakt ist, dass die globale Ungleichverteilung von Vermögen in der letzten Dekade, die durch einen Abbau von Handelshemmnissen und eine fortschreitende Integration der Kapitalmärkte gekennzeichnet war, weiter zugenommen hat.

Während die klassische Messung von Einkommensungleichgewichten über den Gini-Koeffizienten in allen Ländern der Welt einen Anstieg derselben bestätigt, entwickelte sich darüber hinaus v. a. die Vermögensverteilung an den Rändern (bei sog. „Superreichen“) extrem. In einem vielzitierten Report hat die private Wohltätigkeitsorganisation OXFAM effekthaschende Berechnungen angestellt.³ Seit 2015 hortet das wohlhabendste Prozent der Menschheit mehr Wohlstand als der Rest der Welt. Die acht reichsten Menschen der Erde besitzen mehr als die ärmsten 50 %, also ca. 3,6 Mrd. Menschen. Und in den nächsten 20 Jahren werden von den reichsten 500 Menschen geschätzte 2,1 Billionen USD vererbt – mehr als das Bruttosozialprodukt Indiens mit 1,3 Mrd. Einwohnern.

Diese extremen Zahlen sind natürlich vor allem dazu gedacht, die Aufmerksamkeit der westlichen Gesellschaften auf die Verteilungsungerechtigkeit zu lenken. Man muss deshalb nicht OXFAMs

³ „An economy for the 99%“, OXFAM Briefing Paper, Januar 2017; <https://www.oxfam.org/en/research/economy-99>



Schlussfolgerungen (bspw. bezüglich der Rolle der Staaten) teilen, aber die Fakten sprechen für sich. Darüber hinaus besteht eine weitere Dimension des Problems und zwar die ökonomischen und politischen Konsequenzen dieser Ungleichheit, die auch die „Mittelschichten“ in den westlichen Industrienationen negativ betrifft. Man kann aus politischer Sicht viele Argumente anführen, die den zunehmenden Populismus erklären. Eines davon ist auch die Verteilung von Wohlstand. Man kann sich die Wahl Trumps nur schwerlich vorstellen ohne die Problematik eines dramatischen Wohlstandsverlustes der „weißen“ Mittelschicht in einigen Staaten, die den strukturellen Wandel – der natürlich auch mit der Globalisierung zusammenhängt – verpasst haben. Ähnliches gilt für den Aufstieg populistischer Parteien in ganz Europa.

Wie bereits mehrfach in dieser Publikation ausgeführt, liegt unserer Ansicht nach der Fehler darin, die Ursache für die zunehmende Schiefe der Vermögensverteilung in der Globalisierung zu suchen. Freier Handel und der freie Zugang zu Kapitalmärkten generieren Wachstumspotential auf globaler Ebene – nicht mehr und nicht weniger. Die Verteilung dieses Wohlstandszuwachses zwischen Ländern und auch innerhalb von Nationalstaaten kann die Globalisierung indes nicht leisten.

- › Internationale Verteilungswirkung: Die ersten Aussagen Trumps zu diesem Thema zeugen von einer etwas anderen Sichtweise. Einfuhrzölle zur Stärkung der heimischen Industrie und der Schaffung von Arbeitsplätzen als Antwort auf den verpassten strukturellen Wandel eines Teils der amerikanischen Industrie kann allenfalls politischen Wert besitzen – in keiner Weise ist dies aus ökonomischer Perspektive eine effiziente Strategie. Der Aufbau von Handelshemmnissen eines Landes wird dieselben Maßnahmen auf Seiten der Handelspartner nach sich ziehen – dies führt zu negativen Effekten auf das globale Wachstum, was wiederum bedeutet, dass es weltweit weniger Wohlstand zu verteilen gibt. Aber einzelne Länder können sich in dieser Situation Vorteile auf Kosten anderer verschaffen. „America first“ bedeutet in einer globalisierten Welt eine Art wirtschaftspolitischer „beggar my neighbour“-Politik. Das Problem liegt darin, dass man dann auch Güter herstellen muss, die weltweite Nachfrage generieren – also international wettbewerbsfähig sind. Ansonsten werden Handelspartner nicht willens sein, Handelshemmnisse hinzunehmen. Wären diese Güter aber wettbewerbsfähig, müsste man keine Handelshemmnisse einführen, denn dann generieren diese Güter nationalen Wohlstand durch Exportüberschüsse!
- › Nationale Verteilungswirkung: Unter der Annahme, dass protektionistische Maßnahmen tendenziell zu geringeren Wachstumsraten eines Landes führen, gibt es auch hier weniger zu verteilen. Auch in dieser Dimension der Verteilung können nur staatliche Rahmenbedingungen (Besteuerung und Subventionen) eine Umverteilung innerhalb der Gesellschaft bedingen. Genau diese Instrumente stellt Trump aber in Frage.

Fazit: Ungleichheit bekämpft man nicht mit einer Reduktion des Potentialwachstums, sondern mit verteilungspolitischen Instrumenten. Wir denken, dass Trumps Protektionismus-Propaganda durchaus tauglich war, die Wahlen zu gewinnen. Sollte er sie aber in die Realität umsetzen, sollten sie genau so wirkungsvoll bei der Begrenzung der Trump'schen Amtszeit auf vier Jahre sein.

2. Neoliberaler Keynesianismus

Auch wenn die Trump'schen wirtschaftspolitischen Ideen aktuell überwiegend erratischen Charakter aufweisen, haben findige Wirtschaftler bereits eine Bezeichnung parat: Neoliberaler Keynesianismus. Der neoliberale Touch seiner Äußerungen bezieht sich auf Steuererleichterung und die Deregulierung des Finanzsektors, während die Erhöhung staatlicher Strukturausgaben der keynesianischen Lehre zugeordnet werden kann. Ignoriert man indes den Hang zum



Protektionismus, gibt es durchaus Parallelen der aktuellen wirtschaftspolitischen Ausrichtung der Trump-Administration zu der Phase der Reagonomics – der Wirtschaftspolitik Reagans in den 1980er Jahren. Damals konnten kurzfristig positive Wachstumseffekte generiert werden – allerdings wurde damals auch das berühmte Zwillingsdefizit ausgebaut: ein Haushaltsdefizit, das Hand in Hand mit einem Leistungsbilanzdefizit geht. Langfristig wird der kurzfristige konjunkturelle Impuls also durch einen Anstieg der Defizite im Staatshaushalt und im Außenhandel erreicht. Genau hier mag der Ursprung für Trumps protektionistische Maßnahmen liegen, da hiermit zumindest eines der Defizite (das Leistungsbilanzdefizit) im Zaum gehalten werden soll.

Indes zeigen die ersten „Deals“ Trumps, was sich in den USA wirtschaftspolitisch entwickelt – nämlich eine Art von Spekulation auf staatliche Subventionen. Im volkswirtschaftlichen Jargon kann man das als eine Art des „rent seeking“ bezeichnen. Trump erkaufte wirtschaftspolitische Erfolge, wie bspw. der Verbleib von Fertigungsanlagen oder Fabriken in den USA, durch Steuererleichterungen und Subventionen. Das ist leider nur auf den ersten Blick ein guter „Deal“ für die USA, da es langfristig zu nichts anderem führt, als dass die Konsumenten teurere Produkte kaufen müssen und diese auch teilweise noch selbst bezahlen. Die Unternehmen verlieren an internationaler Wettbewerbsfähigkeit, was wiederum der Reduktion des Leistungsbilanzdefizits im Wege steht.

Im Zuge der „America first“-Kampagne spielt auch die Repatriierung von Unternehmensgewinnen (Apple & Co) eine wichtige Rolle. Ohne zu wissen, ob die Trump-Administration hier schon einen ausgeklügelten Plan entwickelt hat, ist ein ebensolcher dringend notwendig, um diese auf den ersten Blick sehr lukrative Ertragsquelle faktisch erschließen zu können. Es bedarf hier einerseits einer grenzüberschreitenden Zusammenarbeit mit den Steuerbehörden, andererseits ist die Besteuerung von Holding-Strukturen mit vielen rechtlichen Hürden behaftet. Auf jeden Fall bedarf es steuerlicher Anreize in den USA, um Unternehmen (und damit deren Steuerpflicht) für eine Rückkehr in die USA zu kompensieren – was wiederum starke Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen selbst, aber auch auf die Höhe des Steueraufkommens abzüglich von Subventionsausgaben hätte. Sollten einige Unternehmen in den USA jedoch die Steuerzahlungen leisten, die sie aktuell in Luxemburg oder Irland leisten, wäre das bei einem Steuersatz im Promillebereich wenig hilfreich für die USA – und auch nicht allzu schlimm für die Europäische Union.

Ein hoch interessanter Schritt vor dem Hintergrund der Finanzkrisen der letzten Dekade ist ganz offensichtlich die angestrebte Deregulierung der Finanzmärkte und potentielle regulatorische Lockerungen für die US-Banken (wobei sogar Dodd-Frank in Frage gestellt wird). Hier bewegt sich Trump konform zum historischen Kontext, wobei der Regulierungszyklus ganz klar den Entwicklungen an den Kapitalmärkten folgt. Auch wir denken, dass es gewisse Tendenzen zur Übertreibung bei der Regulierung gibt – ganz offensichtlich werden hier eher politische als ökonomische Ziele verfolgt. Aber gerade die US-Banken haben trotz strengerer Regulierung in den letzten Jahren Rekordergebnisse erzielt, indem sie ihre Geschäftsstrategien dem neuen regulatorischen Umfeld angepasst haben. Und das trotz einer aufsichtsrechtlich erzwungenen geringeren Risikoneigung. Im aktuellen Umfeld niedriger Renditen und niedriger Risikoprämien den Schritt zu mehr Risikofreude regulatorisch zu fördern, mag zu einer kurzfristigen Steigerung der Gewinne im Finanzsektor beitragen – langfristig erhöht diese prozyklische Regulierungspolitik aber die Eintrittswahrscheinlichkeit systemischer Krisen. Diese liegen aber möglicherweise außerhalb der Amtsperiode Trumps und sind somit auch nicht Bestandteil politischer Überlegungen der aktuellen Administration.



Ein weiterer Effekt, der aus US-amerikanischer Sicht nur wenig Relevanz besitzt, sind die Wirkungen auf den europäischen Finanzmarkt. Während Europa noch mitten im Regulierungszyklus steckt und viele Maßnahmen erst am Anfang ihrer Umsetzung stehen (z. B. EMIR), führen Deregulierungstendenzen in den USA zu einem zusätzlichen Druck auf europäische Finanzinstitute. Und das in einer Phase, in der einige europäische Banken mit erheblichen Problemen zu kämpfen haben und die Profitabilität vieler Institute marginalen Charakter aufweist. Es ist schwer vorstellbar, dass Europa auf Trump'sche Deregulierung mit einer ebensolchen reagiert, weshalb unserer Ansicht nach der europäische Bankenmarkt weiterhin die Achillesferse der wirtschaftlichen Entwicklung, die Bremse im monetären Transformationsprozess und Garant für schlechte Nachrichten bleiben wird.

Während diese politischen Entwicklungen jederzeit Schocks an den Finanzmärkten auslösen können, gibt es allgemeine Entwicklungen, die kontinuierlich zu einer zunehmenden Fragilität der Finanzmärkte beigetragen haben. Diese Fragilität ist maßgeblich bestimmt von der Entwicklung des Zinsniveaus, einem hohen Verschuldungsgrad im „Non-Financial“-Sektor und dem damit verbundenen Anstieg der Ausfallrisiken.

Zinserhöhungen, Verschuldungsgrad und Ausfallraten

Wirtschaftspolitische Risiken im Lichte hoher Verschuldung und steigender Zinsen

2017 hat das Potential, ein extrem schwieriges Jahr an den Finanzmärkten zu werden. Nach Jahren des billigen Geldes ist die Fed in den Zinserhöhungsmodus eingetreten. Bis dato noch ohne negative Folgen für die Aktien- und Kreditmärkte, allerdings mit spürbaren Effekten auf der FX-Seite. Der USD handelt gegenüber dem Euro aktuell auf dem höchsten Niveau seit Ende 2002 und die Mehrheit der Prognosen sieht den USD im Verlauf des Jahres wieder unter der Parität. Dies ist natürlich ein Symptom der Erwartungen weiter steigender Leitzinsen in den USA, wobei das mittlere Zinsniveau jeweils zum Jahresende 2017 bei 1,375 %, 2018 bei 2,125 % und 2019 bei 2,875 % gesehen wird. Darüber hinaus wird erwartet, dass sich das Zinsniveau bei 3 % einpendelt. Geht man nun davon aus, dass sich Mario Draghi bis zum Ende seiner Amtszeit (2019) seiner Politik treu bleibt, hat sich die Leitzinsdifferenz zwischen den USA und Europa in wenigen Jahren von 0 % auf 3 % erhöht! Das wäre durchaus historisch, weil einmalig seit der Einführung des Euro! Wir können auch nicht erkennen, wie Trumps Aussagen zu einer offensiveren Handelspolitik über eine Schwächung des USD umgesetzt werden sollte. Schlicht deshalb, weil ihm hier jegliche Instrumente fehlen. Außer vielleicht die Möglichkeit über Twitter Willensbekundungen zu verbreiten.

Die Rückkehr zu einer weniger expansiven Geldpolitik ist jedoch ein unvermeidlicher Schritt und letztlich nur eine Frage der Zeit. Allerdings ist die Rückkehr weitaus schmerzhafter, wenn der Schuldenstand hoch ist. Und der Trend zu steigender Verschuldung hat auf globaler Ebene seit der Jahrtausendwende stattgefunden. In der Trump'schen Denkweise wird dies während seiner Amtszeit auch in den USA der Fall sein, da staatliche Infrastruktur- und Subventionsprogramme finanziert werden müssen.

Der IMF ist in der jüngsten Ausgabe des Fiscal Monitor⁴ explizit auf die Verschuldungssituation der privaten Haushalte und die Möglichkeit fiskalischer Maßnahmen, um die damit negativen Effekte zu begrenzen, eingegangen. Die zentrale Aussage des IMF beinhaltet die gestiegene Wahrscheinlichkeit von Finanzkrisen, wobei der hohe

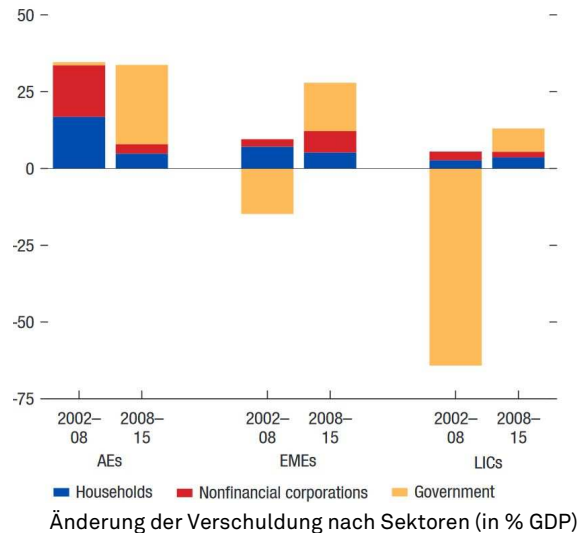
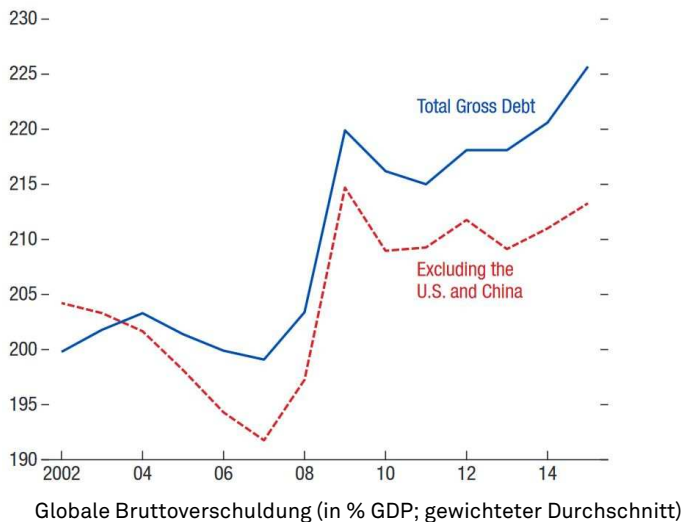
⁴ IMF, Fiscal Monitor, Oktober 2016: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2016/02/pdf/fmc1.pdf>



Verschuldungsgrad auch wachstumshemmend wirkt, da private Haushalte ihren Konsum einschränken, um zu entschulden. Folgende Abbildung verdeutlicht den dramatischen Anstieg der globalen Verschuldung in den letzten Jahren.

Ungebremster Anstieg der globalen Verschuldung

Quelle: IMF



Zwei Drittel der globalen Verschuldung (ca. 150 Billionen USD in 2015) gehen auf den „Non-Financial“-Sektor zurück, wobei Staaten mit ihrer Antwort auf die Finanzkrisen (Lehman & europäische Schuldenkrise) für einen Großteil der Neuverschuldung verantwortlich waren.

Diese Situation birgt enorme Risiken, da wirtschaftspolitische Maßnahmen diametrale Effekte haben können. Die erste Problematik besteht darin, dass in einem Umfeld weniger expansiver Geldpolitik die Hoffnungen auf fiskalpolitischen Maßnahmen liegen. Diese sollten aber so strukturiert sein, dass sie helfen, private Bilanzen zu entschulden, ohne dadurch die gesamte Verschuldung zu erhöhen. Dieser positive Nettoeffekt kann nur durch einen dadurch ausgelösten positiven Wachstumsimpuls generiert werden. Aber der aktuelle Schuldenstand führt in jedem Fall zu unvermeidlichen Symptomen, von denen wir steigende Ausfallraten an erster Stelle sehen.

*Ausfallraten & Verwertungsquoten:
„Zuerst hatten wir kein Glück und dann kam auch noch Pech dazu“
(Jürgen Wegmann)*

Im S&P-Universum sind in 2016 mehr als 150 Emittenten ausgefallen, was den Trend steigender Ausfallraten im aktuellen Zyklus bestätigt. Die Protagonisten kamen auch im letzten Jahr aus dem Basic Resources-Segment (Öl, Gas, Stahl, Kohlenminenbetreiber), wobei regional betrachtet zwei Drittel aus den USA kamen. Damit ist die globale Ausfallrate gegenüber 2015 um über 40 % gestiegen und damit auf dem höchsten Stand seit 2009.

Geneigte Leser kennen unsere Ansicht zu den HY-Märkten. Als einer der Hauptprofiteure der laxen Geldpolitik der letzten Jahre haben sie sich zur einzig verbleibenden rentablen Alternative im Fixed-Income-Segment gemausert. Und wenn man den relativ stabilen Spread-Verlauf in 2016 betrachtet, deuten sich auf Index-Niveau bisher zumindest keine dramatischen Risiken an. Ein immer deutlicher werdender Effekt ist allerdings die von uns schon mehrmals beschriebene Zunahme der Dispersion – also der Spread-Differenzen zwischen den Emittenten innerhalb eines Marktsegments.

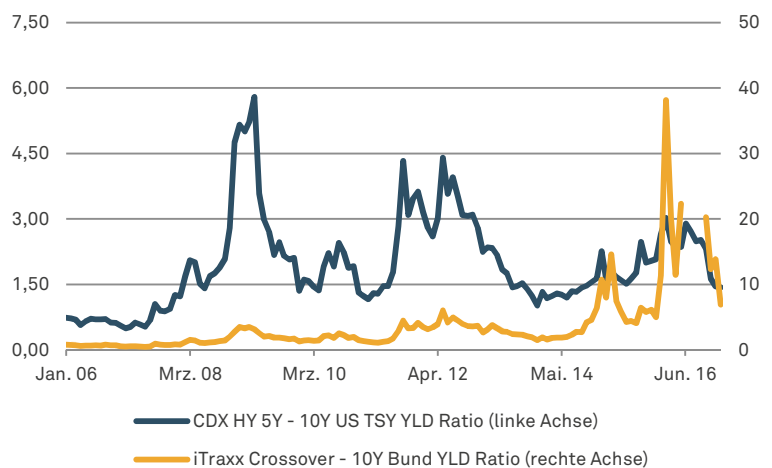
Wir sehen hier durchaus Parallelen zwischen der Pre-Lehman-Phase (Mitte 2005 bis Mitte 2007) und dem heutigen Zustand der Märkte. Damals profitierten HY-Anleihen von den allgemein extrem niedrigen



Spread-Niveaus (Mitte 2007 handelt der europäische iTraxx Crossover bei unter 200 bp) – aktuell profitieren sie von den allgemein sehr niedrigen Zins- bzw. Renditeniveaus. Aus relativer Sicht (z. B. durch Spread/Staatsanleihenrendite-Ratios) profitiert der HY-Markt von niedrigen Renditeniveaus – und weniger von sich verbessernden Fundamentaldaten. In der folgenden Abbildung haben wir das Spread/Rendite-Ratio für den iTraxx Crossover und den CDX HY dargestellt. Hier lässt sich gerade für Europa die große relative Attraktivität des HY-Marktes in den letzten Jahren ablesen, was die Reallokationen in das HY-Segment klassischer Fixed-Income-Investoren erklärt.

Spread/Rendite-Ratios Europa und USA*

Quelle: Unicredit, Bloomberg;
*Monate mit negativen Renditen exkludiert



Warum besteht eine Parallele zu den Jahren 2005-2007? In Phasen, in denen sich die meisten (relevanten) Asset-Klassen sehr gleichgerichtet bewegen, verliert die Asset-Klassen-Allokation als Renditequelle an Wert. Eine klassische Alternative zu „Safe Havens“ stellt in Niedrigzinsphasen die Erhöhung des Leverages/Hebel aus Investorensicht dar. Es gibt zwei Möglichkeiten dies zu tun: In der Pre-Lehman-Phase haben Marktteilnehmer ihren erwarteten Ertrag durch einen höheren Leverage auf Produktebene angehoben – z. B. indem sie in gehebelte Kreditderivate (Index-Options, CDOs, CPDOs) investiert haben. Nachdem diese Instrumente seit 2009 aufgrund strenger regulatorischer Anforderungen nur noch ein Nischendasein fristen, erhöhen Investoren den Leverage auf Emittentenebene. Sie investieren also in „schlechtere“ Qualitäten. Ob man in ein hochgehebeltes Indexprodukt, das auf Unternehmen mit einem niedrigen Verschuldungsgrad basiert, investiert oder dies eben nicht gehebelt auf Unternehmen mit einem hohen Verschuldungsgrad (HY-Segment) tut, kann ökonomisch als äquivalent betrachtet werden. Im Gegensatz zu dem Hype um Kreditderivate von 2005-2007 wurde in den Jahren 2012-2016 eine klassische „roll down the quality curve“-Strategie umgesetzt. Mit demselben Effekt: Viele Investoren haben ihre Spread-Risiken enorm erhöht.

Der Anstieg im iTraxx Crossover von fast 1.000 bp von Mitte 2007 bis Anfang 2009 war damals die logische Konsequenz der Auflösung vieler Indexprodukte und kann natürlich ex post als Übertreibung klassifiziert werden. Wir erwarten nicht, dass sich eine solch gravierende Bewegung in 2017 wiederholen wird – aber es gibt einige gute Gründe, die dafür sprechen, dass wir das zyklische Spread-Low hinter uns haben. Erstens die starke Aktivität am Primärmarkt, wobei die historisch günstigen Refinanzierungsniveaus vor allem auch von solchen Unternehmen genutzt wurden, die sich schwer tun, ausreichend Kredit-Fazilitäten von Banken bereitgestellt zu bekommen. Zweitens der Hype von HY-Indexprodukten – allen voran ETFs –, die ein erhöhtes systemisches Risiko beinhalten: bspw. durch hohe Han-

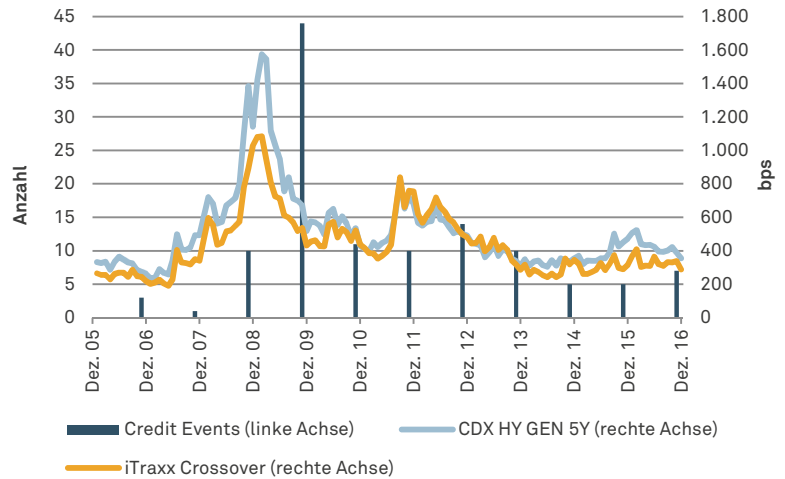


delsvolumina in illiquiden Märkten ausgelöste starke Spread-Bewegungen.

Der zyklisch bedingte Anstieg der Ausfallraten ist allerdings nur ein Parameter des Ausfallrisikos, der einem Sorgen bereiten kann. Der andere sind die jüngst sehr niedrigen Verwertungsquoten, die im Markt erzielt werden. Der trefflichste Indikator hierfür sind die Verwertungsquoten, die im Zuge der Abwicklung eines Credit Events in einer CDS-Auktion erzielt werden.⁵

Ausfälle im CDS-Universum und Spread-Entwicklung

Quelle: Bloomberg, Creditfixings



Die Zahl der CDS-Events 2016 lag bei sechs –im historischen Vergleich kein übermäßig hoher Wert. Im Vergleich dazu lag die Zahl der Credit Events im Rekordjahr 2009 bei 43. Allerdings wurden in 2016 sehr niedrige Verwertungsquoten festgestellt: z. B. 4,625 % bei der spanischen Abengoa und 11 % bei dem amerikanischen Kohlenminenbetreiber Peabody.

Das bedeutet also, dass der „erwartete Verlust“⁶ zunimmt. Dieser kann auch ohne einen dramatischen Anstieg der Ausfallwahrscheinlichkeit steigen. Und ein Anstieg des erwarteten Verlusts muss in einem höheren Spread-Niveau als Kompensation reflektiert werden. Natürlich möchten HY-Investoren Ausfälle vermeiden, indem sie versuchen, in Selektionsprozessen ausfallgefährdete Namen zu identifizieren. Dies gilt allerdings nur sehr begrenzt für Indexprodukte wie ETFs – Ausfälle gehören nun mal zur Natur des HY-Marktes und damit zu der eines Index. In diesem Fall ist mit Mittelabflüssen aus Indexprodukten zu rechnen, die eine Belastung für den gesamten Markt darstellen werden.

Vor diesem Hintergrund dürfte es nicht verwundern, wenn unsere Sicht auf die Finanzmärkte in 2017 einen pessimistischen Touch hat und wir die folgenden Risikodimensionen als zentral für die Marktentwicklung in 2017 ansehen.

⁵ Tritt ein Credit Event ein (z. B. ein Zahlungsausfall auf einer Anleihe oder eine Insolvenz), findet daraufhin eine Auktion statt, in der die Kompensationszahlung für den Versicherungsnehmer festgestellt wird. Hierbei wird also ein Marktwert der einlieferbaren Anleihen ermittelt, der natürlich von dem Wert nach der vollständigen Finalisierung des physischen Insolvenzprozesses abweichen kann.

⁶ Erwarteter Verlust = Ausfallwahrscheinlichkeit * (1 - Verwertungsquote)



Risikodimensionen in 2017

1. Trump

Es gibt einen guten Grund dafür, dass Bloomberg für Trumps Twitter-Nachrichten bereits eine eigene Seite eingerichtet hat. Teilweise lassen sich so auf den ersten Blick vollkommen erratische Bewegungen seit Anfang des Jahres erklären. Hierbei geht es nicht nur um spezifische Branchen, die möglicherweise von Trump'schen wirtschaftspolitischen Maßnahmen beeinflusst werden, sondern vor allem auch um die Zins- und Währungsmärkte. Angesichts der bisher weitestgehend vorankündigungslos formulierten und sich teilweise widersprechenden Ideen muss mit starken Kursbewegungen in allen Finanzmarktsegmenten gerechnet werden.

2. Politische Risiken in Europa: Schicksalswahlen

Wie in der Einführung bereits beschrieben, steht Europa ein Schicksalsjahr bevor. Die Wahlen in Deutschland (September), Frankreich (April) und in den Niederlanden (März) besitzen das Potential, dem Populismus Auftrieb zu geben. Und man stelle sich vor, einem Donald Trump stünden ebensolche Feingeister aus der Europäischen Union gegenüber. Trotz aller Bemühungen der EZB steigt aus politischen Gründen die Wahrscheinlichkeit eines Auseinanderbrechens des Eurolands. Neben der Bewältigung der Flüchtlingskrise auf europäischer Ebene bleibt die äußerst schleppend verlaufende „Erholung“ Griechenlands (auch in 2017 wird über eine Fortführung der Hilfsmaßnahmen verhandelt) ein Risiko für die Stabilität der Eurozone. All diese Diskussionen werden verstärkt durch die anhaltenden Brexit-Verhandlungen, die damit verbundenen Drohungen von Steueroasen und der möglichen Blockade wichtiger Projekte in der EU von Seiten Großbritanniens, um seine Verhandlungsmacht zu stärken.

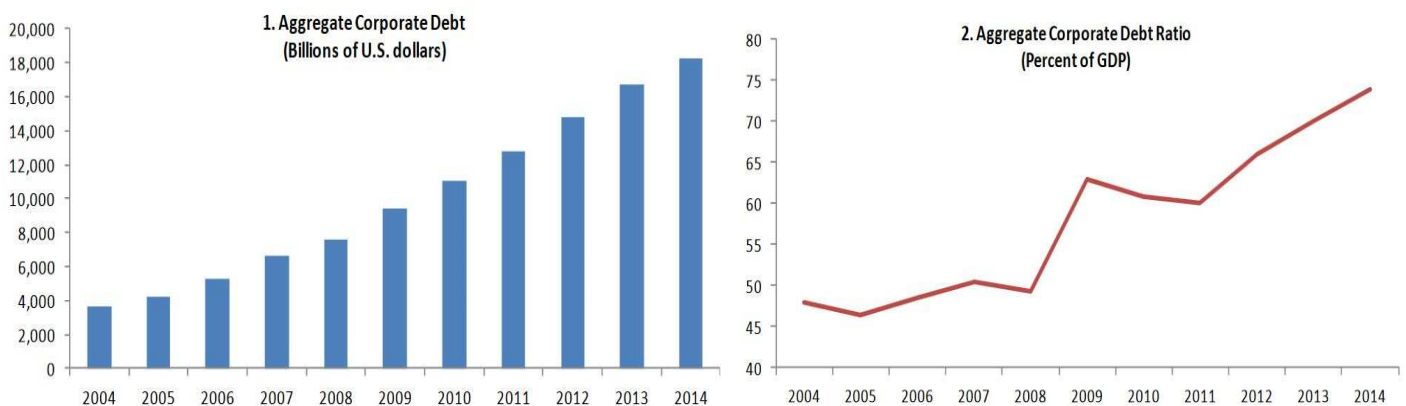
3. EM-Länder im Zinserhöhungszyklus der Fed

Im Kontext der oben geschilderten Verschuldungsproblematik nehmen die Emerging Markets eine zentrale Stellung ein. Dieses Risiko wird seit Jahren von allen führenden ökonomischen Diskussionen als potentieller Krisenherd dargestellt, wobei das Ende des billigen Geldes in den USA das Problem weiter verschärft.

Die Gemengelage ist offensichtlich: Die durch eine laxen globale Geldpolitik günstigen Refinanzierungskosten haben vor allem Unternehmen in den EM-Ländern dazu genutzt, ihren Verschuldungsgrad zu steigern. Vor dem Hintergrund steigender Direktinvestitionen und vor allem auch Portfolioinvestitionen sowie einer soliden fundamentalen Situation (überdurchschnittliche Wachstumsraten) war der Aufbau des Verschuldungsgrades lange Jahre eine logische Konsequenz und ein „globaler“ Ausgleichsmechanismus.

Starker Anstieg des Verschuldungsgrades von Unternehmen in Emerging Markets

Quelle: IMF





Solange die Konstellation aus Wachstum, Währungsstärke, politischer Stabilität und günstigen Refinanzierungsbedingungen anhält, führen Kapitalzuflüsse zwangsläufig zu einem steigenden Verschuldungsgrad.⁷ Nun ändern sich offensichtlich die obigen Parameter. Die politische Unsicherheit nimmt nicht nur in ausgewählten Ländern (allen voran die Türkei) zu, sondern durch die Trump'sche Propaganda kommen alle EM-Länder unter Druck. Vor dem Hintergrund moderaterer Wachstumsraten (auch im Vergleich zu den entwickelten Ländern) kommen die Währungen einiger EM-Länder stärker unter Druck und die Refinanzierungskosten in der dominierenden Fremdwährung USD steigen angesichts der Adjustierung der Geldpolitik der Fed stark an.⁸ Hinzu kommen steigende Risiken in den Rohstoffmärkten, die einen direkten negativen Einfluss auf die EM-Länder haben. Sollte es zu einer Normalisierung (nach der 10-jährigen Phase des EM-Hypes) in den EM-Ländern kommen, wird dies natürlich Auswirkungen auf den Rest der Welt haben. Während die direkten Effekte bspw. auf den europäischen Bankensektor nur sehr selektiv auftreten, werden die indirekten Effekte (v. a. über die negative Wirkung auf Portfolioinvestitionen) dominieren. Es besteht hierbei die Gefahr, dass die durch Kapitalzuflüsse über Jahre aufgebauten Kapitalstöcke stark reduziert (Kapitalabflüsse) und neben Erstrundeneffekten (Währungsabwertungen, Anstieg der Risikoprämien in den EM-Ländern) Zweit- und Drittrundeneffekte ausgelöst werden. Hierzu gehören ein potentieller Wachstumseinbruch und ein starker Anstieg der Ausfallraten in den EM-Ländern. Sollte dies in einem Umfeld geschehen, in dem durch protektionistische Maßnahmen außenwirtschaftliche automatische Stabilisatoren außer Kraft gesetzt werden, vervielfachen sich diese negativen Effekte. Unter diesen Umständen bleibt uns für 2017 nichts anderes übrig, als eine pessimistische Prognose für die meisten Marktsegmente abzugeben, was wir im Folgenden tun.

Prognose 2017: „Every second counts ...“

Es spricht einiges dafür, dass wir auch in 2017 das gewohnte Muster aus dem Jahre 2016 an den Märkten sehen werden. Phasen hoher Volatilität wechseln sich mit Phasen sehr stabiler (um das Attribut „langweilig“ zu vermeiden) Märkte ab, wobei Präsident Trump das größte Vola-Auslöse-Potential besitzt. Wir sehen die größten Risiken in den Kreditmärkten und angesichts der oben beschriebenen Dispersion innerhalb des Credit-Universums an erster Stelle im HY-Segment. Tendenziell ist neben dem Anstieg des Verschuldungsgrades die durchschnittlich geringere Qualität der Neuemissionen der letzten Jahre entscheidend. Deshalb ist auch kurzfristig mit steigenden Ausfallraten zu rechnen. Es ist aber auch festzuhalten, dass die erwarteten Entwicklungen völlig unterschiedliche Effekte auf einzelne Branchen und Emittenten haben werden, was dafür spricht, dass der Einzeltitelselektion eine höhere Bedeutung zukommt. Aus makroökonomischer Sicht bleibt abzuwarten, welche Wirkungen die politischen Entwicklungen entfalten werden. Kurzfristigen positiven Effekten stehen ganz klar langfristige Wachstumseinbußen gegenüber. Auch wenn die USA bisher hier Vorreiter sind, sollte die extrem expansive Geldpolitik der letzten Jahre ihren Zenit überschritten haben, was sich bereits in jüngsten Renditeanstiegen in den USA und auch in Europa widerspiegelt. Das bedeutet nicht, dass die EZB mittelfristig von ihrer Niedrigzinspolitik abweichen wird – aber die Zeiten, in denen zwei Drittel der Staatsanleihen negativ rentieren, liegen hinter uns.

⁷ Das gilt bspw. für das Debt/GDP-Ratio unter der Annahme, dass das Wachstum des Landes nicht so stark zunimmt wie die Kapitalzuflüsse. Man kann sich nun leicht vorstellen, wann diese Annahme nicht zutrifft. Ein Land, dessen Unternehmen 50 USD Fremdfinanzierung aufweisen bei einem GDP von 100 USD, würde nur dann ein gleichbleibendes Debt/GDP-Ratio aufweisen, wenn eine zusätzliche Einheit Fremdkapital sofort zwei Einheiten Wachstum generiert. Das erreichen i.d.R. nicht einmal Startup-Unternehmen – definitiv aber keine Volkswirtschaften.

⁸ Vgl. hierzu Alter, A. and Elekdag, S. (2016): Emerging Market Corporate Leverage and Global Financial Conditions; IMF Working Paper 16/243.



Vor dem Hintergrund inflationärer Tendenzen erwarten wir auch in Europa einen zumindest temporären Anstieg der Renditeniveaus am langen Ende der Zinskurve. 10-jährige deutsche Bundesanleihen werden unserer Ansicht nach die 1 %-Marke im Lauf des Jahres knacken. Das bedeutet eben auch, dass die Kreditmärkte nicht nur von der Spread- sondern auch von der Renditeseite unter Druck geraten. Konsequenterweise sollte Kreditrisiko deshalb über CDS (die neben einer marginalen Zinssensitivität eben auch attraktivere Risikoprämien aufweisen) aufgebaut werden.

Das Kaufprogramm der EZB war in 2016 der zentrale Spread-Treiber – direkt für den europäischen Kreditmarkt, indirekt aber auch für die globalen Kreditmärkte über Substitutionseffekte der Investoren. Dieser positive technische Faktor wird in 2017 mit dem avisierten Auslaufen des Kaufprogramms CSPP an Bedeutung verlieren. Wir gehen deshalb davon aus, dass die Kreditmärkte in 2017 einen vorlaufenden Charakter aufweisen, wobei negative Entwicklungen an denselben mit einem gewissen Zeitversatz auch in den Aktienmärkten zu sehen sein werden. Steigende Renditen und steigende Risikoprämien werden in 2017 die Performance aller Asset-Klassen negativ beeinflussen – klassische Fluchtanlageklassen (Gold, Bitcoins und Konsorten) natürlich ausgenommen. Nach Jahren positiver Ergebnisse wird das Jahr 2017 somit eine besondere Herausforderung für Multi-Asset-Investoren.

Die zentrale Frage wird sein, wie sich die Märkte *im Jahresverlauf* entwickeln. Diese Frage in einem Trump'schen Universum zu beantworten, hat angesichts der erratisch anmutenden Politikentscheidungen den Charakter einer Lotterie. Wir denken, dass es im Verlauf des zweiten Quartals zu erhöhter Spread-Volatilität kommen (die auch attraktive Opportunitäten generiert) und spätestens im zweiten Halbjahr eine systematischer Ausweitung der Credit Spreads folgen wird. In diesem Umfeld werden auch die Aktienmärkte Schwächephasen aufweisen, wobei wir nicht nur an eine temporäre Konsolidierung glauben ... sondern durchaus an ein Ende des jahrelangen Booms.

Fazit: Angesichts der jüngsten Entwicklungen müssen wir mit einem Zitat Donald Trumps schließen: „Eines der zentralen Probleme heutzutage ist, dass die Politik so eine Schande ist. Gute Menschen gehen nicht in die Politik.“ Betrachtet man den Umkehrschluss dieser Aussage, ist dies eines seiner Zitate, das auf wenig Kritik treffen wird. Der *homo irrationalis* ist endgültig in der Politik angekommen, was uns wenig hoffnungsvoll auf das Jahr 2017 blicken lässt.

Trotz aller widrigen Umstände wünscht Ihnen die gesamte XAIA-Mannschaft ein erfolgreiches 2017: „Make the return great again!“

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
Credit				
IG Cash	o	o	o	-
IG CDS	o	o	-	-
HY Cash	o	-	--	--
HY CDS	o	-	--	--
Fin Cash	o	o	o	-
Fin CDS	o	o	o	-
Staatsanleihen				
AAA/AA	o	o	-	-
Peripherie	o	-	-	-
Volatilität (long)	o	o	+	++
Euro-Aktien	o	o	-	--

* Peter and the Test Tube Babies (1986). Seit 1978 auf Tour und auch in 2017 wieder in Deutschland!



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 2017