

03 AUG 2017

#33

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

Baggy Trousers*

>>Oh what fun we had
But, did it really turn out bad
All I learnt at school
Was how to bend not break the rules<<

BAGGY TROUSERS*

In Zeiten, in denen es zum Investorendasein gehört, Twitter-Nachrichten zu lesen, sehnt man ökonomische Fakten herbei, an denen man sich orientieren kann. Faktisch bleiben die Entwicklungen in Europa länderspezifisch stark divergent, wobei Italien weiterhin den Status des GAP (größten anzunehmenden Problems) angesichts eines schwachen Wachstums in Kombination mit einem hohen Schuldenstand, einem hohen Investitionsstau (v. a. Infrastruktur) und einem nach wie vor schwächelnden Bankensystems behält. Es bestehen also weiterhin genug inhärente Herausforderungen für die EU, während die globale politische Entwicklung durchaus das Zeug dazu hat, weitere externe Schocks auszulösen. Das G20-Treffen hat genau diese Befürchtungen bestätigt und die westliche Welt in zwei Lager gespalten: die USA gegen den Rest. Die ökonomische Fakten ignorierende und auf populistische Maßnahmen fokussierte US Administration stellt unserer Ansicht nach einen zentralen Risikofaktor dar – auf wirtschaftlicher und politischer Ebene. Sich um etablierte Regeln zu drücken und nationalistisch geprägte „beggar my neighbor“-Politik umzusetzen, erinnert an die berühmte Textzeile aus „Baggy Trousers“: „All I learnt at school / was how to bend not break the rules“.

G20 – 20 Gründe zum Nachdenken

Der G20-Gipfel in Hamburg hat zwar wenig neue Fakten geschaffen – aber es haben sich sehr deutliche politische und ökonomische Tendenzen abgezeichnet. Im Folgenden werden wir auf unsere „TOP 20“ Erkenntnisse¹ eingehen und deren ökonomische Effekte diskutieren.

1. Fortschreitende Ideologisierung

Die argumentative Willkür abseits von ökonomischen Fakten schreitet auf Seiten der Globalisierungsgegner wie auch der -befürworter weiter voran. Es ist offensichtlich nur bedingt erkenntnisreich, die Frage nach dem Für und Wider von Autoexporten durch das Anzünden derselben beantworten zu wollen. Viel schlimmer aus ökonomischer Sicht ist allerdings, dass die Frage der Globalisierung insgesamt wenig zielführend diskutiert wird. Das Problem liegt darin, dass die theoretischen Vorteile der Globalisierung in der Praxis nie isoliert getestet werden können, da viele andere wirtschaftspolitische Entscheidungen einen Effekt auf das realisierte Ergebnis haben. Hier gleicht die Volkswirtschaftslehre den Ernährungswissenschaften. Außer Diskussion steht, dass Freihandel und integrierte Kapitalmärkte unter gewissen Bedingungen eine wohlstandssteigernde Wirkung entfalten. Und zwar global betrachtet. Die Frage, ob man durch Globalisierung Armut bekämpft, ist damit unzureichend beantwortet. Die positiven Effekte der Globalisierung liegen in einem tendenziell steigenden globalen Sozialprodukt – jedoch nicht in der Verteilung desselben.

2. Armut & Globalisierung

Es steht also außer Frage, dass Globalisierung global betrachtet Wohlstand schafft. Diese Aussage basiert nicht nur auf empirischen Beobachtungen, sondern lässt sich seit Ricardos Prinzip der „komparativen Vorteile“ auch theoretisch schwerlich widerlegen. Allerdings

¹ Immer wenn es um Erkenntnisse geht, fällt dem Autor eine Aussage seines ersten Professors ein: „Herr Felsenheimer, nicht alles was für Sie neu ist, ist auch für die Wissenschaft neu.“



widerspricht diese Erkenntnis nicht der Aussage, dass in einigen Regionen/Sektoren durch den freien Handel ein Wohlstandsverlust zu verzeichnen ist. Ein negativer Effekt besteht darin, dass die Volatilität der wirtschaftlichen Entwicklung einzelner Regionen/Sektoren im Zuge der Globalisierung tendenziell zunimmt, da sich eben auch komparative Vorteile im Zeitablauf verschieben. Man kann also durchaus sagen, dass Globalisierung kurzfristig dazu beiträgt, dass es zu Wohlstandsverlagerungen zwischen Regionen kommt. Langfristig werden unter der Annahme mobiler Produktionsfaktoren diese Effekte ausgeglichen und der Markt sorgt dafür, dass es zu einer „gerechteren“ Einkommensverteilung zwischen Regionen kommt. Im ökonomischen Jargon bedeutet „langfristig“ jedoch auch, dass dies nicht innerhalb weniger Jahre geschehen kann. Des Weiteren sind Produktionsfaktoren global betrachtet nicht vollkommen mobil, weshalb die positiven Effekte der Globalisierung eben nicht zur vollen Entfaltung kommen. Die Frage der Armut muss deshalb von der Frage nach der Sinnhaftigkeit der Globalisierung abgekoppelt werden.

3. Globalisierung & Umverteilung

Wenn aktuell die acht reichsten Menschen der Welt so viel Vermögen besitzen wie die 50 % der Ärmsten, dann ist das weniger eine Frage der Globalisierung, sondern eine der Umverteilung. Banal ausgedrückt sorgt die Globalisierung dafür, dass es mehr zu verteilen gibt – sie kann aber nicht den Verteilungsprozess nach gesellschaftspolitischen Maßgaben steuern. Wenn aus gesellschaftspolitischen Gründen die „inhärente“ Einkommensverteilung des Marktes ungewünscht ist, muss verteilungspolitisch eingegriffen werden. Nun sind solche Maßnahmen national schon schwer umzusetzen – international jedoch völlig unrealistisch. Folglich wäre es einerseits unklug, die Globalisierung einzuschränken, da es zu Einkommenseinbußen und somit zu einem Rückgang des zu verteilenden Einkommens kommen würde. Andererseits kann das Verteilungsproblem durch die Globalisierung kurzfristig weiter verschärft werden – wenn eben keine geeigneten wirtschaftspolitischen Umverteilungsmaßnahmen getroffen werden. Wenn dies international schwer möglich ist, dann liegt diese Aufgabe dann bei den nationalen Regierungen.

4. Der „Ronaldo-Effekt“: Steuerflucht bleibt zentrales Problem

Es ist äußerst erstaunlich, dass ein zentraler Grund für die Schiefe der Einkommens- und Vermögensverteilung in der Existenz von Steueroasen begründet ist. Natürlich kann man nachvollziehen, dass einzelne Staaten in Ermangelung natürlicher Kompetenzen/Ressourcen im globalen Wettbewerb die Möglichkeit von systemwettbewerblichen Maßnahmen in Betracht ziehen. Hierunter fallen laxe Geldwäschevorschriften, faktisch gegen null gehende Steuersätze und staatliche Subventionen für spezifische Geschäftsmodelle. Allerdings erscheint es völlig abstrus, dass dies innerhalb von Wirtschaftsräumen mit eigenen standardisierten Regularien, Gesetzen und wirtschaftspolitischen Zielsetzungen der Fall ist. Hierbei geht es nicht darum, dass innerhalb Deutschlands aus regional-ökonomischen und strukturellen Aspekten Gemeinden die Möglichkeit haben, ihre Gewerbesteuersätze in einer gewissen Bandbreite selbst zu bestimmen. Es geht darum, dass es in Europa noch Länder (Irland, Luxemburg, Malta) gibt, die (bestimmte) internationale Unternehmen faktisch gänzlich von Unternehmenssteuern befreien. Diese Tatsache hat in ihrer Gänze viel stärkere Verteilungswirkungen als die direkten Effekte der Globalisierung selbst. Und sie wäre sehr viel leichter abzustellen.

5. Wer erbt ... gewinnt

Wie an dieser Stelle schon mehrmals propagiert, lässt sich die Schiefe der Vermögensverteilung nur sehr langfristig durch eine Anpassung der Einkommenssteuern verringern. Sehr viel effizienter wäre in diesem Aspekt eine Anpassung der Erbschaftssteuersätze, wobei die globale Bedeutung der Erbschaftsteuer mehr als überschaubar bleibt. Auch wenn in Deutschland die Diskussionen besonders ideo-



logisch geführt werden, liegen die Steuersätze im internationalen Vergleich eher im unteren Mittelfeld. Eine kürzlich vom DIW veröffentlichte Studie erwartet in Deutschland zwischen 2015 und 2024 ca. 3,1 Billionen EUR Erbvolumen.² In 2016 wurde bei geschätzten bis zu 300 Mrd. EUR Erbschaftsvolumen Einnahmen in Höhe von etwas mehr als 7 Mrd. EUR erzielt; also nur ca. 2-3 % des vererbten Vermögens.³ Und das entspricht in etwa der Hälfte der Einnahmen aus der Tabaksteuer in Deutschland im Jahr 2016. Möchte man die Erbschaftssteuer als wirtschaftspolitische Maßnahme zur Umverteilung einsetzen, müsste erstens die Akzeptanz derselben dramatisch steigen und zweitens eine Konvergenz der Steuersätze auf internationaler Ebene erfolgen. Beides erscheint zum aktuellen Zeitpunkt völlig unvorstellbar, weshalb die Problematik der Schiefe der Vermögensverteilung – und in einer direkten Folge das Phänomen der Armut bei gleichzeitig wachsendem Wohlstand auf globaler Ebene – eine gewisse Persistenz anzunehmen droht.

6. *Warum (außer Attac) keiner mehr von der Tobin Tax spricht*

Mal wieder ist die Einführung der europäischen Finanztransaktionssteuer verschoben worden. Dieses Mal auf Drängen Frankreichs vor dem Hintergrund, dass die Folgen des Brexit erst abgewartet werden sollten. Man kann hier durchaus auch das Motiv des Standortwettbewerbs angesichts des zu erwartenden Umzugs einiger Finanzinstitute von London nach Frankfurt oder Paris dahinter sehen. Aber warum auch immer – es finden sich offenbar immer wieder Gründe, eine Steuer auf Finanztransaktionen nicht einzuführen. Mal abgesehen davon, dass wir an dieser Stelle bereits mehrfach die ökonomische Sinnlosigkeit dieser Steuer beschrieben haben, stellt sie eine zentrale Forderung der Globalisierungskritiker dar. Hier geht es jedoch vielmehr um ein politisches Zeichen und weniger um eine effiziente Bekämpfung negativer Effekte aus der Globalisierung. Und es mag als liebenswerter Versuch verstanden werden, mit gutem Beispiel voranzugehen und eine Transaktionssteuer lokal umzusetzen. Allerdings ist dieser Versuch ökonomisch völlig unsinnig, da eine der Grundvoraussetzungen für die Wirksamkeit der Steuer deren globale Umsetzung ist. Da dies in der absehbaren Zukunft völlig unrealistisch erscheint, sprechen nur ideologische Gründe für die Einführung.

7. *Protektionismus (USA) vs. Freihandel (EU)*

Eine grundsätzliche Problematik hat sich beim G20-Gipfel erneut gezeigt. Während es in den letzten Dekaden wenig Dissens bezüglich des (allgemeinen) Abbaus von Handelshemmnissen und Zöllen gab, hat sich dies mit dem Amtsantritt von Donald Trump geändert. Während die USA offen über die Einführung protektionistischer Maßnahmen diskutieren und (beispielsweise in der Stahlindustrie) aufgrund von Preis-Dumping bereits Strafen gegenüber einigen Firmen (inkl. den deutschen Stahlproduzenten Salzgitter und Dillinger Hütte) ausgesprochen haben, bekennt sich der „große“ Rest der Welt zu freiem Handel. Wäre die USA im volkswirtschaftlichen Sinne ein „kleines Land“, hätte die Einführung protektionistischer Maßnahmen nur äußerst marginale Effekte auf den Welthandel und somit auf das globale Sozialprodukt. Angesichts der Handelsmacht der USA, der Bedeutung der US Kapitalmärkte und des absolut betrachteten hohen Volumens an Fremdverschuldung des amerikanischen Staates, sind die zu erwartenden Effekte weitaus stärker. Die Bedeutung der USA als Handelspartner wird durch die Einführung protektionistischer Maßnahmen abnehmen – dieser bereits seit Jahren sichtbare Trend wird also weiter verstärkt. Während Exporte in die USA tendenziell teurer werden, liegt der dramatischere Effekt allerdings darin, dass es zu einer nicht marktgerechten „Subvention“ einzelner Sektoren kommt. Und das hätte vor allem negative Effekte auf die USA. Besonders dramatisch konnte man das kürzlich erleben, als Donald Trump

² https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.560982.de/17-27-3.pdf

³ Quelle zu allen Angaben die Steuereinnahmen betreffend: www.statista.com



die „Made in America“-Woche ausgerufen hat, Leistungsbilanzüberschüsse einiger Länder als „unfair“ bezeichnete und dabei völlig ignoriert, dass diese nicht durch mangelnde Fairness, sondern durch mangelnde Wettbewerbsfähigkeit der USA entstehen.

8. Verpasster Strukturwandel

Angesichts der in der US Administration vorherrschenden Meinung, dass der Klimawandel „fake news“ ist, folgt sie lieber alternativen Fakten und misst einigen Industriesektoren – anders als der Markt – eine nachhaltige Bedeutung bei. Folgt man den Gesetzen des nicht regulierten Marktes, gibt es eine einfache Erklärung dafür, dass der Kohleindustrie, der Produktion von Baumwolle oder teilweise auch der Stahlindustrie innerhalb der USA eine überschaubare Existenzberechtigung zukommt. Subventionen jeglicher Art (und genau so wirken eben auch Handelshemmnisse) verzögern somit strukturell notwendige Anpassung innerhalb der Volkswirtschaft – und das gilt für kleine wie auch für große Länder im selben Maße. Allerdings befinden sich die USA in guter Gesellschaft. Weltweit tendieren Politiker dazu, aus nationaler Sicht traditionelle Industrien länger zu unterstützen als das ökonomisch sinnvoll ist. Hierunter darf z. B. auch die Automobilindustrie in Deutschland gezählt werden, die durch kontinuierliche „indirekte Subventionen“ (Abwrackprämie, Zuschuss für den Kauf eines Elektroautos oder aber auch die Weigerung, Geschwindigkeitsbegrenzungen auf deutschen Autobahnen einzuführen) bei neuen Technologien droht, den Anschluss zu verlieren. Dies wird in einer Welt, die durch einen hohen Grad an technologischem Fortschritt gekennzeichnet ist, ein teures, aber leider auch aussichtsloses Unterfangen. Diese Subventionen führen letztlich dazu, dass sich die Industrie nicht an den strukturellen Wandel anpasst und gegenüber flexibleren Wettbewerbern sukzessive an Boden verliert.

9. Deregulierung (USA) vs. Regulierung (Europa)

In dieser wirtschaftspolitischen Dimension wiederum verhalten sich die amerikanischen und europäischen Behörden konträr. Während die US Administration deregulierende Maßnahmen diskutiert, bewegt sich Europa noch in einer Phase zunehmender Regulierung für Banken, Märkte und Finanzinstitute. Letztlich hängt dies mit der unterschiedlichen Reaktionsgeschwindigkeit der Länder auf die Finanzkrise 2008/2009 zusammen, wobei Europa auch deshalb im Zyklus weiter hinten steht, da die europäische Schuldenkrise einen weiteren Regulierungsschub ausgelöst hat. Letztlich weisen die amerikanischen Banken bereits wieder Ergebnisse auf Vorkrisenniveau aus, während der europäische Bankensektor nach wie vor starkem Konsolidierungsbedarf unterliegt. Das führt auch dazu, dass die US Banken im Kapitalmarktgeschäft Marktanteile gewonnen haben – sich viele europäische Banken angesichts steigender Risiko- und Eigenkapitalkosten immer weiter zurückziehen. Die Problematik divergenter Trends in der Profitabilität wird durch die erwartete Deregulierung in den USA weiter verschärft. Die kontinuierliche Weigerung der einzelnen Mitgliedsstaaten der EU, eine nachhaltige Konsolidierung des Bankensektors (und damit einen möglichen Bedeutungsverlust einzelner nationaler Banken) zuzulassen, steht dem entgegen.

10. Integration der Kapitalmärkte

Diese unterschiedlichen Entwicklungen erschweren die weitere Integration der Kapitalmärkte, für welche die Konvergenz der regulatorischen Anforderungen in den letzten beiden Jahrzehnten positiv gewirkt hat – eine Divergenz wird folglich negativ wirken. Außerdem führt der Brexit zu einer weiteren Abgrenzung des zweitwichtigsten globalen Handelsplatzes London. Die Integration der Kapitalmärkte sollte indes als notwendige Bedingung einer zunehmenden Globalisierung verstanden werden. So betrachtet laufen die Entwicklungen an den Güter- und Kapitalmärkten synchron: Sollte sich der lange anhaltende Globalisierungstrend nicht fortsetzen, bestünde auch keine Notwendigkeit der weiteren Integration der Kapitalmärkte. Eine wichtige Kenngröße bei dem Versuch, Kapitalmarktintegration zu



messen, stellen indes Direktinvestitionen dar. Diese sind in den USA im 1. Quartal 2017 um ca. 40 % gegenüber dem Vorjahr geschrumpft.⁴ Das muss man nicht als dramatisch erachten – es zeigt allerdings einen Trend auf, der sich unserer Ansicht nach in den nächsten Jahren verstärken wird.

11. Globale M&A-Aktivität

Die letzten Jahre waren gekennzeichnet durch zunehmende M&A-Aktivitäten, was in der Phase des Kreditzyklus und angesichts des Niedrigzinsumfelds keine Überraschung dargestellt hat. Offensichtlich sprechen einige Trends für eine mittelfristige Abnahme der M&A-Transaktionen. Einerseits erschweren protektionistische Maßnahmen Übernahmen und andererseits nehmen politisch motivierte protektionistische Maßnahmen zu. Beispielsweise wird in Deutschland aktuell eine Gesetzesvorlage diskutiert, in der bei der Übernahme deutscher Technologieträger durch chinesische staatsfinanzierte Unternehmen der deutsche Staat ein Vetorecht besitzt. Damit soll die deutsche Industrie gestärkt und ein Ausverkauf von Zukunftstechnologie eingedämmt werden – was umso wichtiger ist, da einige Schlüsselindustrien (Automobilsegment) den Anschluss an zukünftige Technologien zu verpassen drohen. Historisch betrachtet gibt es einen Zusammenhang zwischen dem M&A-Volumen und den Bewertungsniveaus an den Finanzmärkte und es spricht einiges dafür, dass beide ihren zyklischen Höhepunkt hinter sich haben.

12. „Lima / was für ein Klima / ist das nicht prima“

Es ist müßig zu diskutieren, warum eine Administration eines westlichen Landes die Folgen der Umweltverschmutzung für die Klimaerwärmung oder eben die Klimaerwärmung als solches ignoriert – aus Überzeugung oder politischen Gründen. Fakt ist, dass die Politik der USA entweder eine extrem perfide Form der „beggar my neighbor“-Politik darstellt oder das Land eben versucht, sich eine bessere Position bei einer potentiellen Neuverhandlung der Pariser Verträge zu verschaffen. Auch ohne die USA wäre eines deutlich zu erkennen: Ganz klare ökologische Vorgaben, die offensichtlich auch langfristig ökonomisch sinnvoll sind, werden aufgrund nationaler Befindlichkeiten politischen Zielen geopfert. Derweil ist eine Ausdehnung einer Zertifikatelösung in Kombination mit klaren Obergrenzen und zeitlichen Begrenzungen theoretisch sehr nahe an einer optimalen Lösung, um die vorgegebenen Ziele zu erreichen. Ökonomisch positiv aus Sicht der G19 ist jedoch, dass angesichts der Klimaziele technologischer Fortschritt in einigen Zukunftstechnologien gefördert wird, während die USA ihre Stahl- und Kohleindustrie protegieren. Dies wird langfristig zu einer persistenten tendenziellen Verschiebung ökonomischer Bedeutungen im Welthandel führen.

13. Verschiebung der ökonomischen Dimension

Die Problematik einer wachsenden Bedeutung Chinas für das globale Wachstum liegt unserer Ansicht nach nicht in der damit verbundenen Abnahme der Bedeutung der westlichen Industrienationen. Vielmehr muss die Frage nach der Stabilität des chinesischen Finanzsystems als zentraler Risikofaktor gesehen werden. Wir sind hier bereits mehrmals auf die Frage eingegangen, ob der Verschuldungsgrad innerhalb des chinesischen Finanzsystems zu hoch ist. Letztlich hängt diese Frage davon ab, welche Wachstumsraten für die nächsten Jahre antizipiert werden. Jegliche Krise in China würde natürlich starke globale Verwerfungen auslösen – über eine sinkende Importnachfrage, eine Abwertung des Yuan bis hin zu Kapitalkontrollen. Neben China ist generell ein potentielles Risiko in der zunehmenden ökonomischen Bedeutung der EM-Länder zu sehen, da diese ihren Verschuldungsgrad in der letzten Dekade stark erhöht haben. Und genau deshalb haben sie auch die höchsten Wachstumsraten aufgewiesen. Jeglicher Wachstumseinbruch (aus welchen Gründen auch immer) würde also sehr viel stärkere Effekte auf die Weltwirtschaft

⁴ <https://www.bea.gov/newsreleases/international/transactions/2017/pdf/trans117.pdf>; Tabelle 6, Zeile 56.



ausüben als das in früheren Krisen (z. B. während der Asienkrise 1997/98) der Fall war.

14. Verschiebung der militärischen Dimensionen

Eine dem Ökonomen, nicht aber dem Pazifisten genehme Entwicklung ist die der Militärausgaben in der letzten Dekade. Gab es einen starken Anstieg von 2004 (ca. 1,3 Billionen USD) bis 2009 (knapp 1,7 Billionen EUR), hat zwischen 2009 und 2016 eine Konsolidierung auf hohem Niveau stattgefunden. Betrachtet man die regionalen Differenzen von 2012-2016, dann wird deutlich, dass die USA und Russland beim Export konventioneller Waffen mit Abstand Marktführer sind (33 % bzw. 23 %).⁵ An dritter Stelle kommt China mit 6,2 %. Betrachtet man diese Statistiken, muss man zwangsläufig an das sinn-gemäße Zitat des US Präsidenten denken, dass „in der 5th Avenue jeder einen Mercedes vor der Tür stehen hat“ – in „Deutschland aber nur sehr wenige Chrysler zu sehen sind“ und er das als „unfair“ empfindet. Eine ähnliche Aussage der US Administration über amerikanische Waffen wird man sich indes nur schwerlich vorstellen können. Es ist zu früh, um von einem Aufrüstungswettlauf zu sprechen, aber es ist offensichtlich, dass die jüngsten geopolitischen Entwicklungen Anlass zur Sorge geben, dass es in naher Zukunft hierzu führen könnte. Diese Sorge spiegelt sich auch in der steigenden Risikoaversion vieler Marktteilnehmer wider, wie beispielsweise an einem hohen ausstehenden Volumen an Kreditausfallversicherung referenzierend auf Südkorea abzulesen ist.

Ausstehendes CDS-Nominal Südkorea⁶

Quelle: www.swapsinfo.org



An erster Stelle ist hier wiederum China zu nennen, das seinen Status der ökonomischen Großmacht seit einigen Jahren auf militärischer Ebene ausdehnt, was wiederum Reaktionen des Westens nach sich zieht. Es sollte also nicht überraschen, wenn die US Waffenindustrie gestärkt aus der Amtsperiode Donald Trumps hervorgeht. Auch das spricht für die oben angedeuteten strukturellen Entwicklungen in den USA, welche die „alte“ gegenüber der „neuen“ Wirtschaft tendenziell bevorzugen.

15. Auswirkungen auf die EU – jetzt erst recht!

Während wir in der letzten Ausgabe des Newsletters auf die aus dem CDS-Markt abzuleitenden impliziten Ausfall- und Austrittswahrscheinlichkeiten europäischer Länder eingegangen sind, erscheint dies aus heutiger Sicht völlig obsolet zu sein. Die Wahl Macrons zum französischen Staatspräsidenten hat vorerst das europakritische Lager verstummen lassen, nachdem bereits die Niederländer in diesem Jahr ein klares Signal für Europa gesetzt haben. Und zumindest aktuell scheint sich aus politischer Sicht auch keine Überraschung in Deutschland anzubahnen – vielmehr kann erwartet werden, dass vor dem Hintergrund der kommenden Wahlkampfmonate von allen Par-

⁵ Quelle aller militärischen Angaben: www.statista.com

⁶ <http://www.swapsinfo.org>



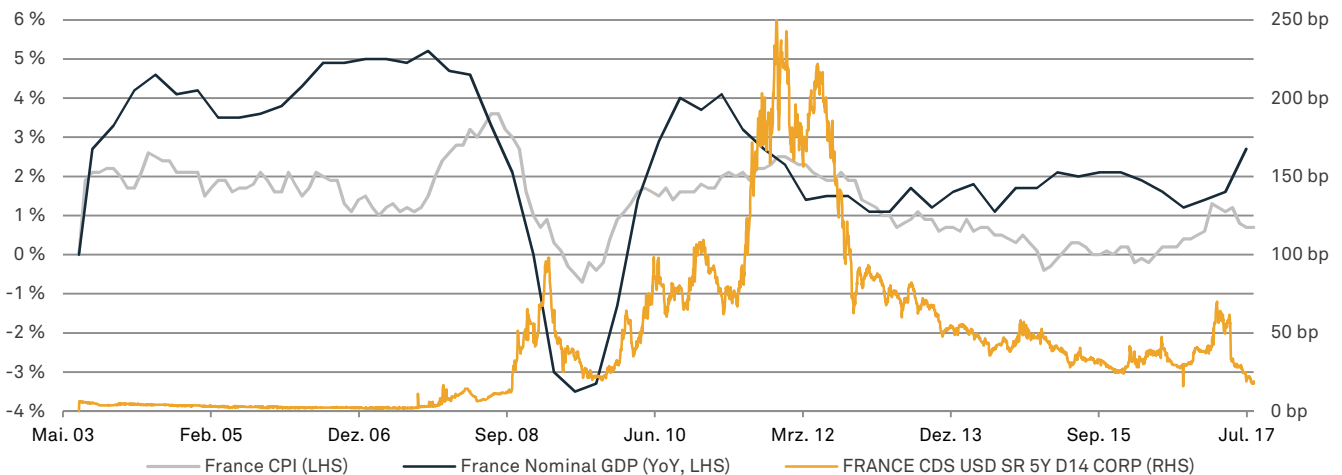
teien steigende staatliche Ausgaben und somit auch ein Ende der rigiden Sparpolitik propagiert werden dürften. Macron dürfte wiederum diese Situation als Gelegenheit wahrnehmen und versuchen, gemeinsame europaweite Strukturprojekte voranzutreiben und auf politischer Ebene die Institutionen der EU zu stärken. Trotz der turnusmäßigen Verhandlungen über die Griechenlandhilfen und die Störfeuer aus dem populistischen Lager der Flüchtlingsverweigerer, scheint die seit fast sieben Jahren anhaltende Krise in Europa zumindest aus politischer Sicht beendet.

16. Auswirkungen auf die EU II: Geldpolitik & Zinsentwicklung

Obwohl diese europafreundliche Tendenz in Kombination mit sich leicht verbessernden wirtschaftlichen Rahmendaten auf den ersten Blick dafür spricht, dass die Risikoprämien der Euroländer weiter zurückgehen sollten, zeigt die folgende Abbildung, dass zumindest die Risikoaufschläge auf Länderebene weitestgehend unkorreliert sind mit der fundamentalen Entwicklung.

**Frankreich GDP/Inflation vs.
Frankreich CDS**

Quelle: Bloomberg



Wie in der Abbildung dargestellt, ist der Effekt des französischen Wirtschaftswachstums und der Inflationsentwicklungen auf Frankreich-CDS aktuell ziemlich irrelevant. Der dominante Treiber von Staaten-CDS innerhalb der Eurozone ist seit Mitte 2012 die EZB – erst mit Draghis legendärer „whatever it takes“-Ankündigung, danach durch ihre immensen Ankaufprogramme. Der europäische CDS-Markt ist seit Jahren durch die Markttechnik (der künstlichen Nachfrage durch die EZB) dominiert und völlig abgekoppelt von „traditionellen“ Kriterien wie bspw. dem Verschuldungsgrad der Emittenten. Folglich besteht das zentrale Risiko für diese Märkte in einer Abkehr der EZB von ihrem expansiven Kurs. Und deren Eintrittswahrscheinlichkeit steigt mit zunehmender proeuropäischer Tendenz. Der Austritt der EZB aus ihren Ankaufprogrammen kann nur dann neutral auf die Märkte bleiben, wenn die EZB ihr Portfolio bis zur Fälligkeit auf der Bilanz hält und zeitgleich neue Investoren für die Neuemissionen aller das Kaufprogramm umfassenden Marktsegmente (Sovereigns, Covered Bonds, ABS, Corporates) bereit sind, bei den dann vorherrschenden Spread-Niveaus Positionen aufzubauen.

Das ist theoretisch natürlich möglich – aber nur unter gewissen Bedingungen auch realistisch. Der Verschuldungsgrad v. a. vieler Unternehmen hat sich in der Niedrigzinsphase sukzessive erhöht, was generell höhere Risikoprämien nach sich zieht. Vor allem was die Staatsanleihenmärkte angeht, muss die EZB auch nach der Beendigung ihres Kaufprogramms deutlich machen, dass sie im Falle von Refinanzierungsproblemen sofort wieder Gewähr bei Fuß steht.



17. Auswirkungen auf die EU III: Kohäsionspolitik

Offensichtlich haben alle europäischen Länder mehr oder weniger einen hohen Bedarf an Infrastrukturinvestitionen. Der in der EU dafür vorgesehene Strukturfonds ist Teil der europäischen Kohäsionspolitik und ein zentraler Pfeiler der Konvergenz der wirtschaftlichen Entwicklung Europas. Im Förderprogramm 2014-2020 (> 350 Mrd. EUR) bekommt Polen mit Abstand die höchsten Zuwendungen⁷, was angesichts der politischen Entwicklungen durchaus Fragen aufwirft und ein zentrales Problem der EU aufzeigt: das Fehlen einer politischen Union. Eine notwendige (wenn auch nicht hinreichende) Voraussetzung effizienter wirtschaftspolitischer Maßnahmen und v. a. die effiziente Verteilung des Budgets stellen einheitliche wirtschaftspolitische Ziele dar – was angesichts des politischen Auseinanderdriftens schwieriger wird. Nicht zuletzt ist wirtschaftliche Konvergenz eine unabdingbare Voraussetzung für eine zukünftig weniger schiefe Einkommensverteilung – wie oben beschrieben eines der dringlichsten Probleme auch innerhalb der EU.

18. Auswirkungen auf die EU IV: Neue Staatsausgabenprogramme – Keynes Rache

Auch auf wirtschaftspolitischer Ebene wird die Diskussion ideologisch geführt. Natürlich erscheint es gerade in Wahljahren opportun, höhere Staatsausgaben anzupreisen, um wachstumsstimulierend zu wirken. Gerade in Anbetracht einer weniger expansiven Geldpolitik sind steigende Staatsausgaben das verbleibende Instrument im Standardbaukasten der Wirtschaftspolitik. Jedoch sollte man immer berücksichtigen, wie es zur Euro-Krise kam. Die entscheidende Ursache hierfür war eben eine zu hohe Staatsverschuldung und somit darf man durchaus argumentieren, dass man nicht versuchen sollte, das eine Übel mit demselben Übel zu bekämpfen. Hier spielt vor allem die divergierende wirtschaftliche Entwicklung einzelner Länder während der letzten Jahre eine zentrale Rolle. Während der Mehrheit der Ökonomen das Wachstumspotential steigender Staatsausgaben in Deutschland außer Frage stellt, muss Italien völlig anders betrachtet werden. Und gerade die Länder, die eine hohe Staatsverschuldung aufweisen, haben angesichts ihrer strukturell bedingten Wachstumschwäche einen starken Anreiz, die Staatsausgaben weiter zu erhöhen. Dies birgt die Gefahr einer zunehmenden ökonomischen Divergenz zwischen den Mitgliedsländern.

19. Alte vs. neue Industrien

Wenn der Intellekt nicht über den Lobbyismus siegen kann, muss man die politischen Anreize dafür setzen, dass auch die kommenden Generationen eine nutzbare Infrastruktur vorfinden. Es ist schwer vorstellbar, dass sich junge Menschen in 20 Jahren noch darüber freuen, dass auf Deutschlands Autobahnen kein Tempolimit existiert. Vielmehr darüber, dass die Innenstädte autofrei und weniger belastet sind. Hier besteht vor dem Hintergrund der strukturell rückwärtsgerichteten US Administration eine große Chance für den Rest der Welt, wobei es aktuell eher den Anschein macht, dass dies v. a. von China erkannt wird. Das Problem vieler Entwicklungsländer ist indes, dass die sich entwickelnde Infrastruktur wenig flexibel ist. Somit sind viele dieser Länder auf einige wenige Sektoren/Produkte beschränkt und bei volatilen Weltmarktpreisen für diese Produkte bedingt dies eine relativ hohe Schwankungsbreite der Wachstumsraten mit allen daraus resultierenden Konsequenzen. Das setzt der Idee komparativer Vorteile (wobei von stabilen Produktionsverhältnissen ausgegangen wird) gewisse Grenzen, da Produktionsfaktoren eben nicht flexibel sind und somit nicht unverzüglich auf sich ändernde Nachfrage-/Angebotssituationen reagieren können. Dieses Problem besteht auch in den westlichen Industrieländern – allerdings gibt es dort eben auch eine breitere Diversifikation von Sektoren und Produkten, weshalb die ökonomischen Effekte weniger stark ausgeprägt sind. Vor diesem Hintergrund ist es umso wichtiger, dass in neuen Industrien ein zentraler und sehr flexibler Produktionsfaktor stark ausgeprägt

⁷ http://ec.europa.eu/regional_policy/de/funding/available-budget/



ist: Bildung.

20. Bildung & Migration

Sollen die ökonomischen Vorteile einer globalisierten Welt realisiert und gleichzeitig eine ausgeglichene Einkommensverteilung sichergestellt werden, müssen Produktionsfaktoren mobil sein. Und da Bildung sich nun mal nur mäßig effizient von einer physischen Person trennen lässt, lassen sich Bildung und Migration nicht isoliert betrachten. Die Personenfreiheit ist ein zentraler Bestandteil der EU – unterliegt aber sogar dort nach wie vor einigen Beschränkungen wie jüngst zu sehen war. International gibt es nach wie vor extreme Vorbehalte gegenüber Migration und teilweise sogar Rückschritte. Natürlich versuchen alle Staaten, „gute Risiken“ zu attrahieren, „schlechte Risiken“ jedoch auszuschließen. Langfristig wird diese Strategie aber nicht dazu führen, dass die globale Verteilung des Produktionsfaktors Bildung gerechter wird, sondern zu einer weiteren Konzentration von Wissen führt. Und damit letztlich auch zu einer weiteren Zunahme der Schiefe der Vermögensverteilung. Womit wir den Kreis mit dem Beginn unseres Ausflugs in die Welt der G20 geschlossen haben!

Fazit: „Mia gega d’Suppn“⁸

Sollten sich die ersten Tendenzen hin zu einer Deglobalisierung verstärken, wird dies weitreichende Folgen ökonomischer, politischer und gesellschaftlicher Natur mit sich bringen. Die Tatsache, dass sich die USA langsam von gemeinsamen Werten isoliert, bedeutet einen zunehmenden Systemwettbewerb, der immer weniger gemeinsamen Regeln folgt. Letztlich steigt damit das Risiko, dass es zu einer neuen Form der „beggar my neighbor“-Politik kommt, in der nationalistische Ziele globalen Aufgaben übergeordnet werden. Einige Ziele lassen sich nur gemeinsam erreichen, wie bspw. Klimaziele. Die Trump’sche Politik indes folgt hier ihrer eigenen Logik und ignoriert globale Probleme, sobald deren Lösung dazu führt, dass nationale Ziele beeinträchtigt werden.

X-Asset View

AufgeTRUMPft

Es ist wahrscheinlich dem amerikanischen Präsidenten zu danken, dass der Zinsanstieg in den USA vorerst zum Erliegen gekommen ist. Die Unsicherheit über die amerikanische Handelspolitik, die offene Frage der Unternehmensbesteuerung und die aggressiven verbalen Statements zur Außenpolitik der USA führen nicht nur zu einem Rückgang der Direktinvestitionen (s. o.), sondern spiegeln sich auch in den stagnierenden Renditen amerikanischer Staatsanleihen wider. Das hat vorerst zu einer gewissen Entspannung am US HY Markt geführt, der neben den EM-Ländern (über deren Dollar-Refinanzierung) am stärksten von einer restriktiveren Geldpolitik betroffen ist. Und es hat die Talfahrt des Euro gegenüber dem USD gebremst, wobei ersterer den stärksten Anstieg im ersten Halbjahr 2017 seit 2010 verzeichnen kann. Indes nimmt die Renditedifferenz zu deutschen Bunds weiter ab, da sich diese bis Ende Juli um knapp 70 bp von ihren Tiefs im September 2016 erholen konnten. Und das, obwohl die EZB nur subtile Andeutungen bezüglich einer Abkehr von der Niedrigzinspolitik von sich gibt. Auch wenn der Ausstieg aus der Politik der unlimitierten Liquiditätsbereitstellung langsamer vonstatten geht als ursprünglich gedacht, fällt hier ein entscheidender Pfeiler der Vermögenswertinflation der letzten Jahre in sich zusammen. Die Fed hat bereits angekündigt, Ende des Jahres oder Anfang 2018 ihre Position in US Staatsanleihen spürbar zu reduzieren, was natürlich ein Risiko für die Zinsmärkte darstellt, da die Fed nach wie vor der

⁸ Auf bayrischen Bezirkssportanlagen häufig verwendete Aufforderung. Für alle Nicht-Linguisten die hochdeutsche Bedeutung: „Wir gegen den Rest.“



größte Halter amerikanischer Staatsanleihen ist. In diesem Umfeld steigt die Gefahr abrupter Marktreaktionen – völlig unabhängig von der realwirtschaftlichen Entwicklung.

Während es völlig offensichtlich ist, dass gerade im europäischen HY-Universum in den letzten Jahren viele Unternehmen die günstigen Refinanzierungskosten genutzt haben, die in einem Umfeld steigender Zinsen in existentielle Bedrohung geraten, trifft dies sogar teilweise für den Investment Grade-Markt zu. In einer Studie hat die Bank of America aufgezeigt, dass die Emittenten-Konzentration im Primärmarkt zugenommen hat.⁹ Während 2016 die 20 größten Emittenten noch 25 % des gesamten Neuemissionsvolumens auf sich vereint haben, waren es in 2017 bisher 40 %. Zwar steigt der Verschuldungsgrad dieser Unternehmen leicht an, aber auf aggregierter Ebene werden die damit verbundenen zunehmenden Zinszahlungen noch kompensiert von steigenden Erträgen. Der zentrale Kritikpunkt ist diesbezüglich allerdings die Wettbewerbsverzerrung, die durch die Politik des billigen Geldes hervorgerufen wird: „The strong getting stronger“ (Bank of America). Diese Effekte werden in der kurzen Frist weitestgehend ignoriert – langfristig wird sich allerdings eine Verschiebung der Marktanteile ergeben, die nicht durch die inhärente Wettbewerbsfähigkeit einiger Unternehmen, sondern letztlich regulatorisch bedingt wurde. Ökonomisch betrachtet führt dies dazu, dass der im wettbewerblichen Sinne optimale Wachstumspfad verpasst wird – es handelt sich dann quasi um einen Fall des Staatsversagens.

Das Comeback des Alpha?

Die letzten Jahre waren gekennzeichnet durch eine Dominanz der systematischen Risikoprämie. Etwas flapsig formuliert könnte man sagen, dass aktives Management und Einzeltitelselektion vergebene Liebesmühe sind in einem Umfeld, das durch liquiditätsbedingte Vermögenspreisinflation geprägt ist. Nach der Frage, welche Risikoprämien am Kapitalmarkt vereinnahmt werden, spielt die Frage nach systematischen und idiosynkratischen Risiken eine zentrale Rolle, was sich auch in der Dominanz einzelner Strategien widerspiegelt. Beispielsweise kann das starke Wachstum des ETF-Marktes der letzten Jahre auf die Dominanz systematischer Faktoren zurückgeführt werden.

Die Jahre seit der Lehman-Pleite waren demnach durch die Markteffizienzhypothese¹⁰ von Fama/French geprägt, die rationale Marktteilnehmer annimmt und u. a. die Existenz von Spekulationsblasen bestreitet. Diese These stößt natürlich auf viel Widerstand¹¹ – v. a. die Annahme rationaler Akteure darf man durchaus in Frage stellen, wenn es sich bei den dominanten Marktteilnehmern um Zentralbanken handelt. Egal welcher Denkrichtung man zugeneigt ist, es lässt sich offensichtlich nicht leugnen, dass sich in den letzten Jahren die Jünger der Markteffizienzhypothese durchgesetzt haben. Was spricht nun dafür, dass sich dies ändern könnte? Die zentrale Rolle systematisch getriebener Märkte haben die Zentralbanken angesichts der immensen Liquiditätsbereitstellung und der Kaufprogramme eingenommen. Eine Abkehr von dieser Politik sollte demnach auch eine steigende Bedeutung idiosynkratischer Risiken mit sich bringen. Im folgenden Chart ist die Spread-Verteilung der Index-Mitglieder des amerikanischen (CDX) und europäischen (ITRX) HY CDS-Marktes aufgezeigt. Offensichtlich liegt die aktuelle Dispersion in den USA über derjenigen in Europa – was auch mit der Tatsache korrespondiert, dass sich die Fed bereits im Zinserhöhungszyklus befindet, während es die EZB noch gemächlich angehen lässt.

⁹ Barnaby, M. et al.: *The rise of the Zombies*, The European Credit Strategist, Bank of America Merrill Lynch, Juli 2017.

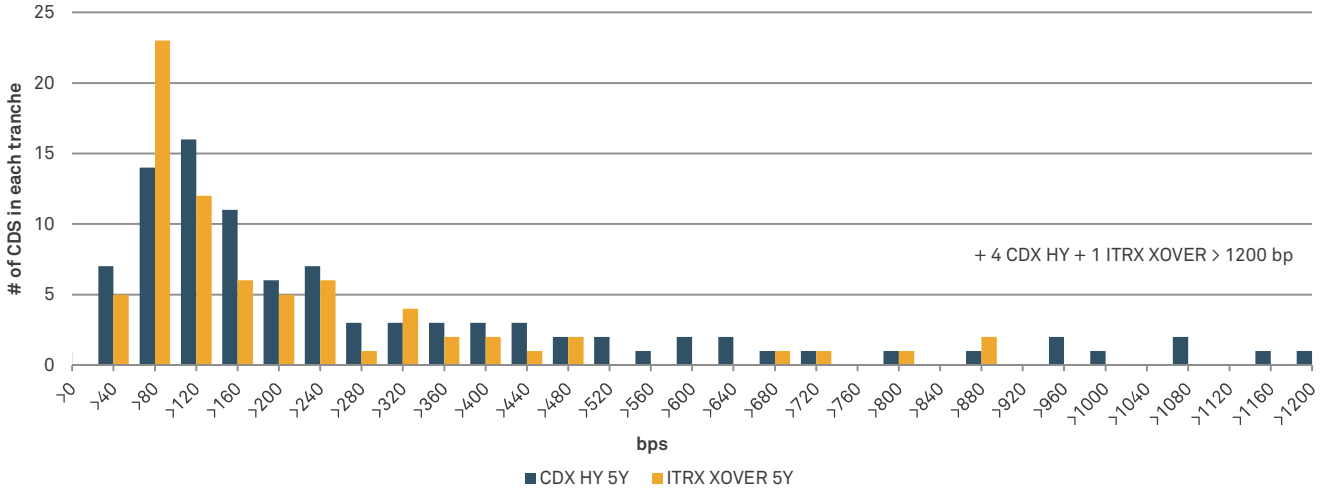
¹⁰ Eugene Fama: *Efficient Capital Markets. A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance. Band 25, Heft 2, 1970, S. 383–417; siehe auch Eugene Fama: *Efficient Capital Markets II*, Journal of Finance. Band 46, Heft 5, 1991, S. 1575–1617 und Eugene Fama: *Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance*, Journal of Financial Economics. Band 49, 1998, S. 283–306.

¹¹ U. a. von Paul Krugman: <https://www.nytimes.com>



Spread-Verteilung im US und europäischen HY-Segment

Quelle: Bloomberg, XAIA Investment



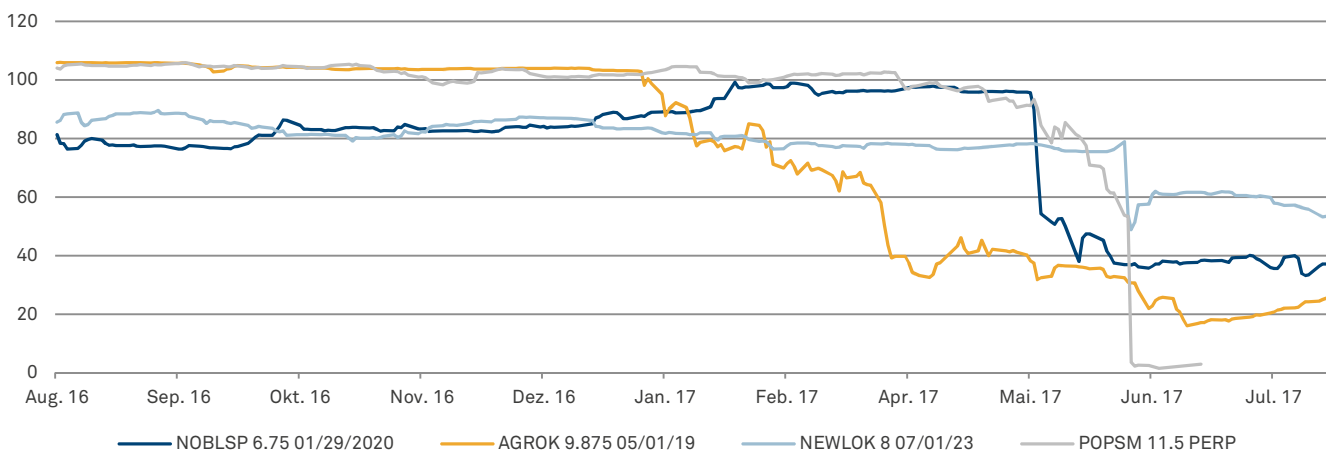
Dieser Trend sollte sich also weiter verstärken und auf Europa ausweiten, wenn die geldpolitischen Bedingungen auch dort restriktiver werden. Höhere Refinanzierungskosten für Unternehmen bedingen eine Divergenz der Risikoprämien abhängig von der Kreditqualität.

Während im Aktienmarkt das aktive Management vor allem auf die Ausnutzung von Opportunitäten abzielt, fokussiert sich aktives Management in den Kreditmärkten auf die Vermeidung von Ausfällen. Und auch hier zeigen sich weltweit einige interessante Entwicklungen. Während die globalen Spread-Indices auf oder nahe mehrjähriger Tiefstände handeln, nimmt die Zahl der Problemfälle zu. Dies lässt sich in den meisten Fällen auf einen zu hohen Verschuldungsgrad zurückführen.

In der folgenden Abbildung sind die Preisentwicklungen der Anleihen nur einiger der aktuellen Problemkinder des Kreditmarktes dargestellt. Hierbei handelt es sich um völlig unterschiedliche Emittenten, wie die spanische Banco Popular, den Rohstoffhändler Noble, den Einzelhändler Agrokor und den UK Retailer Newlook. Noch mag es den Anschein haben, deren Probleme seien idiosynkratischer Natur. Allerdings gehen wir davon aus, dass das Phänomen eines zu hohen Verschuldungsgrads systematischen Charakter annehmen wird. Ein Phänomen, das auch durch die Zentralbankpolitik mitverursacht wurde.

Fallen Junk (Noble, Agrokor, New Look, POPSM)

Quelle: Bloomberg, XAIA Investment





Es lassen sich also an den Kreditmärkten erste Anzeichen beobachten, die man in der Übergangsphase von einer Politik des billigen Geldes hin zu einer restriktiveren Geldpolitik erwarten würde: Der idiosynkratische Teil der Risikoprämien nimmt tendenziell zu, die Überlegenheit von Handelsansätzen, die auf der Ausnutzung der systematischen Risikoprämie basieren, nimmt tendenziell ab und das Problem des über Jahre hinweg erhöhten Verschuldungsgrades wird eine steigende Zahl von Unternehmen betreffen. Positivistisch betrachtet kann man auch schlussfolgern, dass es sich wieder lohnt, aktive Investitionsentscheidungen zu treffen!

*HY-Märkte:
„Aus is und gar is und schad is, dass wahr is“*

Fleißige Leser dieser Publikation wissen, dass wir ein ausgeprägtes Faible für die These haben, dass die HY-Märkte in dem oben beschriebenen Übergang einen vorlaufenden Charakter aufweisen. Während HY-Investoren in den letzten Jahren angesichts des zentralbankinduzierten Drucks, Zusatzrendite zu erwirtschaften, bereit waren a) einen höheren Verschuldungsgrad der Emittenten und b) schlechtere Gläubigerrechte zu akzeptieren, scheint sich dieser Trend langsam seinem Ende zu nähern. Im Loan-Markt lässt sich seit einigen Monaten feststellen, dass die dominierenden Käufer der letzten Jahre – CLO-Manager – angesichts extrem enger Spread-Levels nicht mehr bereit sind, einen Großteil des Loan-Volumens auf ihre Bücher zu nehmen und alternativ bevorzugen, bestehende Positionen zu verlängern, um somit ihre Investitionsquoten hoch zu halten. Dies wird sich immer mehr auch auf den HY-Bond Markt übertragen. Erst kürzlich mussten einige Unternehmen (z. B. die holländische Warenhauskette Hema) „schmerzhaft“ erleben, dass Investoren nicht mehr bereit sind, jeglichen Refinanzierungsunfug mitzumachen und hier wieder mehr Zugeständnisse von Seiten des Emittenten nötig werden. Es ist offensichtlich, dass diese Periode der Glückseligkeit – aus Sicht der zu refinanzierenden Unternehmen – zu Ende geht, was eben auch die starke Primärmarktaktivität in 2016 und Anfang 2017 erklärt. „Wer hat noch nicht, wer will noch mal“ wird nicht mehr das Motto im kommenden Zyklus sein. Das bedeutet noch nicht, dass die nächsten Finanzierungsrunden ein großes Chaos an den Märkten auslösen – sehr wohl aber, dass steigende Finanzierungskosten auf Unternehmen mit einem relativ hohen Verschuldungsgrad treffen. Die unausweichliche Konsequenz ist eine sukzessive Verschlechterung des allgemeinen Kreditprofils bis hin zu einem Anstieg der Ausfallraten.

Wir sind nach wie vor der Ansicht, dass wir im Kreditzyklus in den kommenden Monaten mit leicht zunehmenden Risikoprämien rechnen müssen, wobei das Risiko stärker ausgeprägter Bewegungen angesichts der unsicheren politischen Lage immanent ist. Wir denken nicht, dass die aktuellen Spread-Niveaus eine ausreichende Risikokompensation angesichts der oben diskutierten Entwicklungen darstellen.

Die größte Sorge bereiten uns allerdings die erratischen politischen Signale v. a. aus den USA und man darf sich wünschen, dass die US Administration sich mehr an Marcel Pagnol orientieren würde: „Im Leben lernt der Mensch zuerst gehen und sprechen. Später lernt er dann, still zu sitzen und den Mund zu halten.“ Wir warten dann also auf später und bewerten die täglichen Äußerungen als humoristischen Beitrag zur Überbrückung der ereignisschwachen Sommermonate.



Forecast-Tabelle

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

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

* Madness (1980) auf dem Album Absolutely. Darf auf keiner Schulparty fehlen! Immer noch auf Tour!



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