

15 NOV 2017

#34

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

Augen wie Revolver*

>>Im Grunde bin ich glücklich, ich hab es so gewollt, und kam eine andere, hab ich nicht hingeschaut, Speck und Bohnen, ich hab mich dran gewöhnt, denn ihre Blicke haben mich versöhnt.<<

AUGEN WIE REVOLVER*

Zugegebenermaßen waren wir für das Jahr 2017 viel zu negativ – trotz einiger durchaus erschreckender Entwicklungen haben sich die Risikoprämien in fast allen Segmenten weiter eingengt. Das kann sich natürlich auch in 2018 wiederholen – allerdings gibt es unserer Ansicht nach einige gute Argumente, warum die Fragilität des Finanzsystems weiter gestiegen ist. Wir halten hierfür vor allem die hohe Konzentration von Kreditrisiken als ein zentrales Argument und fokussieren uns in unserem Ausblick für 2018 weniger auf die möglichen Auslöser eines exponierten Anstiegs der Risikoprämien, sondern beschäftigen uns mit dem dahinter liegenden Mechanismus.¹ Natürlich wollen wir auch dem diesjährigen Nobelpreisträger für Wirtschaftswissenschaften, Richard Thaler, huldigen und entwickeln angesichts der jüngeren politischen Entwicklungen ein neues Forschungsgebiet der Verhaltensökonomie: die Populistische Ökonomie. Hier sei uns ein gewisser Zynismus verziehen, wenn wir J. M. de Maistre zitieren: „Jedes Volk hat die Regierung, die es verdient.“ In anderen Worten: „Im Grunde bin ich glücklich, ich hab es so gewollt ...“

Verhaltensauffällige und Verhaltensökonomie

Der diesjährige Gewinner des Alfred-Nobel-Gedächtnispreises für Wirtschaftswissenschaften, Richard H. Thaler, hat die Auszeichnung für seinen Beitrag zur Verhaltensökonomie („behavioral economics“) erhalten, die sich mit dem Verhalten von Menschen in wirtschaftlichen Entscheidungssituationen beschäftigt.² Thaler hat hierbei nicht „nur“ theoretisch geforscht, sondern auch praktische Anwendungen in der Ökonomie untersucht und umgesetzt. Das wohl am häufigsten zitierte Beispiel seiner Arbeit war die Unterstützung der britischen Regierung in der Umsetzung eines Subventionsprogramms zur Wärmedämmung von privaten Immobilien. Um Energiespareffekte zu erzielen, hat Großbritannien vor einigen Jahren ein Subventionsprogramm zur Verbesserung der Wärmedämmung in Häusern ins Leben gerufen. Obwohl hiermit starke Einsparungen auf Seiten der Haushalte verbunden waren, ist anfänglich nur etwa 1 % des Subventionsumfangs abgerufen worden. Offensichtlich eine wenig rationale Entscheidung im Sinne des *homo oeconomicus*. Nachdem Richard Thaler sich dem Problem angenommen hat, wurde durch Befragungen offensichtlich, dass der Anreiz, an dem Programm teilzunehmen, deshalb so gering war, da die Eigentümer vorher ihre Speicher hätten aufräumen müssen – was scheinbar eine zu große Hürde darstellte. Nachdem das Subventionsprogramm auf eine Entrümpelung des Speichers ausgeweitet wurde, hat die Inanspruchnahme desselben sprunghaft zugelegt. Eine der Schlussfolgerungen der Verhaltensökonomie besteht demnach auch in der jeden Neoliberalen auf die Barrikaden bringende Aussage, dass der Staat manchmal den Wirtschaftssubjekten durch Anreize auf die Sprünge helfen muss, um sinnvolle Entscheidungen zu treffen.

¹ Wir sind dieses Mal relativ früh dran mit unserem Ausblick, was v. a. zwei Gründe hat: Die doch mit einigem Aufwand verbundene Implementierung der Mifid II-Regeln und der Arbeit an einem neuen Buch zu Credit Default Swaps: Felsenheimer, J.; Klopfer, W.; von Altenstadt, U. (Hrsg.): „Credit Default Swaps – Handelsstrategien, Bewertung und Regulierung“, Wiley, erscheint in 2018.

² Einen sehr guten Überblick findet man unter: <https://www.behavioraleconomics.com/introduction-behavioral-economics>.



Nachdem mit Thaler nach Daniel Kahnemann (2002) und Robert Shiller (2013) bereits der dritte „behavioral scientist“ einen Nobelpreis erhalten hat, kann man sich die Frage stellen, ob das Nobelkomitee sich aufgrund der aktuellen globalen Verhaltensauffälligkeiten (v. a. auf politischer Ebene) hat beeinflussen lassen. Indes hat Thaler auch mit einer Vielzahl von Ideen in der die Finanzmärkte betreffenden Literatur („behavioral finance“) einen spürbaren Einfluss. Er ist unter anderem auch der Erfinder des sogenannten „Endowment-Effekts“³, der besagt, dass ein Individuum den Wert eines Gegenstands auch davon abhängig macht, ob er ihn besitzt oder nicht. Nimmt man den rational agierenden Akteur, würde dieser jedem Gegenstand einen festen Wert beimessen. Und das im Sinne seiner Nutzenfunktion. Liegt der Marktpreis darüber, verkauft er das Gut und er kauft es, wenn der Marktpreis darunter liegt. Genau dieses Verhalten ist in der Praxis jedoch nicht festzustellen, was man in vielen Experimenten nachweisen kann.⁴ Wirtschaftssubjekte messen einem Gut einen höheren Preis bei, wenn sie ihn bereits besitzen. Und zwar in einem Ausmaß, das weit darüber hinausgeht, dass der Verkäufer tendenziell einen höheren Preis erzielen will als der Käufer bereit ist zu zahlen.

Die Verhaltensökonomie kommt folglich zu dem Schluss, dass sich Menschen (egal ob Politiker oder nicht) nicht rational verhalten, sondern vielmehr nach einfachen Regeln, die stark auf ihrer Erfahrung und eben nicht auf einer rationalen Analyse aller möglichen Alternativen basieren, handeln. Hieraus lassen sich Marktineffizienzen wie auch Entscheidungen von Wirtschaftssubjekten erklären, die der Annahme des *homo oeconomicus* widersprechen. Und in letzter Konsequenz lassen sich daraus auch Marktpreise erklären, die eben nicht denen neoklassischer Modelle entsprechen.

Nun wird der geneigte Leser zu Recht auf eine gewisse Redundanz dieser Aussage mit vorherigen Ausgaben des Newsletters verweisen – allerdings wollen wir heute nicht auf die Dominanz ökonomisch irrational handelnder Zentralbanken hinaus, sondern vielmehr auf die Probleme, die die Verhaltensweisen politischer Entscheidungsträger auf die Märkte haben. Zugegeben, auch dieses Thema wurde an dieser Stelle bereits diskutiert – allerdings veranlassen uns die immer irrer werdenden Entscheidungen zu einer noch drastischeren Analyse der künftigen ökonomischen Entwicklung und deren Auswirkungen, die wir Ihnen nicht vorenthalten wollen.

Die Theorie der Populistischen Ökonomie

Auch wenn Donald Trump hier als Protagonist genannt werden kann, hat sich in den letzten Jahren in vielen Ländern eine neue wirtschaftspolitische Kultur entwickelt – wir subsumieren sie unter dem Begriff „Populistische Ökonomie“. Diese baut darauf, positive Effekte durch viel zu optimistische Aussagen zu erzielen, wobei die fundamentalen Wirkungszusammenhänge völlig ignoriert werden und den Populistischen Ökonomen i.d.R. gar nicht bekannt sind. Ein schönes Beispiel hierfür ist die Steuerpolitik der US Administration, die sich inhaltlich auf folgendes Tweet zusammenfassen lässt: „This will be the biggest TAX CUT in the history of our country – and we need it!“ (D. Trump, 25.10.17). Bei genauerem Hinschauen bedarf es einer gewissen Toleranz gegenüber den Fakten, um diese Aussage bestätigen zu können.

³ Thaler, R. H. (1980): „Toward a Positive Theory of Consumer Choice“, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1 (1), S. 39-60 und Kahneman, D.; Knetsch, J.; Thaler R. (2008): „The Endowment Effect: Evidence of Losses Valued More than Gains“, *Handbook of Experimental Economics Results* 1, S. 939-948.

⁴ Bspw. das berühmte Tassen-Experiment; vgl. hierzu Kahneman, D.; Knetsch, J.; Thaler, R. (1991): „Experimental Test of the Endowment Effect and the Coase Theorem“, *Journal of Political Economy*, Bd. 98, Nr. 6, S. 1325–1348.



Paul Krugman, der zugegebenermaßen in natürlicher politischer und intellektueller Opposition zur US Administration steht und deshalb möglicherweise nicht ganz objektiv ist, hat in seiner berühmten New York Times Kolumne kürzlich einen lesenswerten Verriss zu Trumps Steuerplänen veröffentlicht.⁵ Krugman konstatiert u. a., dass die modernen Konservativen (= Populistische Ökonomen) aus politischen Gründen tendenziell zur ökonomischen Lüge neigen, D. Trump aber diese Strategie auf ein neues Niveau gehievt hat. Krugman hat hierzu zehn Aussagen Trumps zur Steuerpolitik auf deren Wahrheitsgehalt überprüft – mit einem wenig überraschenden Ergebnis: Die meisten Aussagen entsprechen offensichtlich nicht den Fakten, während andere einfach nur falsch sind. Die gravierendsten Beispiele seien nachfolgend genannt.

- › Trump behauptet, dass die USA „*the highest taxed nation in the world*“ sind. Ökonomisch korrekt wäre diese Aussage, wenn das Steueraufkommen im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung am höchsten wäre – was sich ziemlich einfach widerlegen lässt, da sich dieses Verhältnis in den USA aktuell auf etwa 26 % beläuft, während der OECD-Durchschnitt bei ca. 34 % liegt. Man könnte nun argumentieren, dass die Steuerquote absolut betrachtet in den USA weltweit am höchsten ist – was ungefähr dieselbe Aussagekraft hat als wenn man argumentiert, dass die griechische Staatsverschuldung absolut niedriger ist als die deutsche und deshalb keinerlei Reformen in Griechenland notwendig sind.
- › Trump wiederholt auch gerne die Aussage, dass eine Reduktion der Unternehmenssteuersätze direkt den Arbeitern zu Gute kommt. Empirisch ist dieser Effekt nicht völlig von der Hand zu weisen, allerdings mit einem interessanten Nebeneffekt: Von einer Senkung der Unternehmenssteuern profitieren zum größten Teil die Shareholder, während der Effekt auf die Löhne minimal ist. Hier zeichnet sich die Strategie Trumps ab, der ebenso betont, dass v. a. niedrigere Einkommen profitieren: „*This is not a tax cut for the rich.*“ Vielleicht meinte er damit, dass auch die niedrigeren Einkommen profitieren. Und damit hat er vollkommen Recht. Einer Analyse des unabhängigen Tax Policy Centers⁶ folgend würde die mit dem Trump'schen Reformvorschlag verbundene Erhöhung des Nachsteuer-Einkommens für die 1 % der höchsten Einkommen über 8 % jährlich betragen. Für die unteren 95 % würde die Entlastung im selben Zeitraum unter 1 % betragen, teilweise wäre sie sogar negativ.
- › Einer zentralen Argumentation der Trump'schen Steuer-Terminologie zufolge führt die Steuerreform nicht zu einer Erhöhung des Haushaltsdefizits und sich über positive Wachstumsimpulse selbst finanzieren: „*It won't increase the deficit*“, „*Cutting taxes will jump-start rapid growth*“, „*Tax cuts will pay for themselves*“. Es gibt nur zwei Möglichkeiten, wie eine Verringerung der Steuersätze keine Ausweitung des Defizits nach sich zieht: Entweder verbreitert sich die Steuerbasis dementsprechend und/oder die dadurch ausgelösten Wachstumsimpulse kompensieren die per se geringeren Steuereinnahmen. Das ist natürlich nicht unmöglich, aber folgende Rechnung verdeutlicht die Schwierigkeit vor allem vor dem Hintergrund der sehr umfassenden Reformen der US Administration: Verringert man die Steuersätze um durchschnittlich 10 %, erfordert ein gleichbleibendes Defizit eine Erhöhung der Steuerbasis (inkl. Wirtschaftswachstum) um mehr als 11 %. Und das muss zwangsläufig hauptsächlich durch positive Wachstumsimpulse ausgelöst werden, ansonsten widerspricht Trump der Aussage, das Steueraufkommen insgesamt zu reduzieren! Eine gleichzeitige Steuerentlastung um 10 % in Kombination mit einer

⁵ <https://krugman.blogs.nytimes.com/2017/10/14/lies-lies-lies-lies-lies-lies-lies-lies-lies-lies/>

⁶ <http://www.taxpolicycenter.org/publications/preliminary-analysis-unified-framework/full>



Ausweitung der Steuerbasis um 11 % ändert offensichtlich nichts an der absoluten Steuerlast. Es ist also vollkommen offensichtlich, dass durch die Reformpläne das Haushaltsdefizit der USA anwachsen wird – wir erinnern uns an die jährlich wiederkehrenden Diskussionen über die Aufhebung der Grenze der Staatsverschuldung in den USA. In einem Trump'schen Steueruniversum wird diese Diskussion sehr viel öfter vorkommen.

Angesichts der angespannten Situation der Republikanischen Partei in Kombination mit der kürzlich umgesetzten Änderung der notwendigen Mehrheiten bei Senatsabstimmungen ist es nicht unwahrscheinlich, dass Trump sein erstes Reformvorhaben umsetzen kann. Es wird hierbei völlig andere Wirkungen entfalten als von Trump verlautbart. Die folgenden Effekte werden dabei völlig ignoriert – ein klassisches Stilmittel der Populistischen Ökonomie:

- › Die Senkung der Unternehmenssteuer in Kombination mit der Repatriierung von Unternehmensgewinnen führt zu einer Aufwertung des USD. Diese würde einige der angestrebten positiven Effekte (z. B. exportbedingte Wachstumsimpulse) konterkarieren.
- › Die stärksten Profiteure der Steuerpläne liegen im 1-prozentigen Einkommensquantil. Somit verschärft sich das Problem der Schiefe der Vermögensverteilung, womit nach allen vernünftigen ökonomischen Modellen negative Wachstumsimpulse verbunden sind.⁷
- › Wie oben bereits diskutiert, erscheint es äußerst unwahrscheinlich, dass die angedachte Steuerreform defizitneutral umgesetzt werden kann. Neben dem Problem einer direkten Ausweitung der Staatsverschuldung der USA können hiermit auch indirekte Auswirkungen auf die Geldpolitik einhergehen. Ein weiterer Anstieg der Staatsverschuldung spricht für eine Beibehaltung der nach wie vor laxen geldpolitischen Haltung und erschwert die Rückkehr zu einer Normalisierung der Zinssätze in den USA.

Nun mag man sagen, der politische Erfolg der Strategie der Populistischen Ökonomie stellt die alte Weisheit „Die Ökonomie ist für die Politik dasselbe, was die Laterne für den Betrunkenen ist: Sie spendet Halt, nicht Licht“ in einen neuen Kontext. Natürlich kann man mit klassischen Erklärungsmustern das Problem begreifen: Die initiale Wirkung der Steuerreform wird positiv sein – bis die damit verbundenen Effekte auftreten, hat Trump längst seine zweite Amtszeit begonnen. Diese Politik der verbrannten Erde hängt natürlich mit der fehlenden Synchronisierung von Legislaturperioden und ökonomischen Zyklen zusammen und hat in den USA eine lange Tradition. Allerdings hat sich auch hier eine neue Kultur entwickelt, die sehr viel offensichtlicher von kurzfristigen, populären Stimmungen getrieben ist und diametral zu ökonomisch nachhaltigem Handeln steht.

Die Folgen einer zunehmenden Dominanz Populistischer Ökonomen sind indes weitreichend. Trump mag hier der globale „Anführer“ einer neuen Spezies von Politikern sein – allerdings sind ähnliche Phänomene weltweit zu beobachten. Sogar als Bayer ist man hiervon nicht verschont – denn auch die Bayernpartei hat in ihrem Wahlprogramm nach wie vor die Forderung nach der Unabhängigkeit Bayerns verankert.⁸ Darüber hinaus lassen sich Parallelen feststellen zu anderen populistischen Programmen innerhalb und außerhalb Europas. Alle diese Programme haben mehr oder weniger folgende Grundsätze gemein:

⁷ Vgl. hierzu bspw. Dabla-Norris, E., et al. (2015): „Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective“, IMF Staff Discussion Note, Juni 2015.

⁸ Vgl. hierzu: <http://landesverband.bayernpartei.de/programm>



- › *Beschränkung der Globalisierungstendenzen und Stärkung der Nationalstaatlichkeit:*
Insgesamt wird die Rolle supranationaler Institutionen tendenziell kritisch betrachtet und versucht, nationalstaatliche Interessen im globalen Wettbewerb durch bspw. Handelshemmnisse etc. stärker zu vertreten. Wir haben an dieser Stelle mehrmals darauf hingewiesen, dass wir die mit der Globalisierung verbundenen Probleme als a) lösbar und b) geringfügiger relativ zu den Vorteilen sehen. Dies sollte v. a. in Europa angesichts der Brexit-Wirren ziemlich offensichtlich sein.
- › *Beschränkung von Migrationstendenzen:*
Die Migrations-Debatte wird von emotionalen Argumenten geleitet und das ursächliche Problem (neben der Tatsache, dass die globalen ökonomischen Ungleichgewichte in Kombination mit geopolitischen Krisen und dem Klimawandel zu nie dagewesenen Migrationsbewegungen führen) nicht vollumfänglich erkannt. Einerseits benötigen Länder mit niedrigen Geburtenraten Migration, um das ökonomische Wachstumspotential langfristig sicherzustellen. Andererseits benötigt man hierfür eine Migrationspolitik, die eine gewisse Lenkung dieser Ressourcen ermöglicht. Und das kann nur auf globaler Ebene erfolgen – was aber eben auch eine Stärkung supranationaler Institutionen erforderlich macht.
- › *Steuerpolitik:*
Mit defizitfinanzierten Steuersenkungen und Staatsausgabenprogrammen können kurzfristig positive Wachstumseffekte erzielt werden. Um diese zu finanzieren, benötigen Staaten ein weiterhin moderates Zinsumfeld – also genau die Situation, die letztlich ursächlich ist für die aktuelle Vermögenswertinflation. Diese stellt nicht nur langfristig eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems dar, sondern ist eben auch eine der Ursachen für die ungleiche globale Verteilung von Vermögen und damit wiederum ein Grund für Migrationstendenzen.

Diese Effekte sind zugegebenermaßen sehr komplex und natürlich durch nationale Besonderheiten beeinflusst. Deshalb ist es unabdingbar, die globale Zusammenarbeit zu verstärken, supranationalen Institutionen mehr politische Entscheidungskraft zuzubilligen und eigene Interessen im langfristigen Kontext globaler Reaktionsfunktionen zu verstehen, um bspw. klassische „beggar-my-neighbor“-Politik zu verhindern. Genau danach sieht es aber aktuell nicht aus – und wir erwarten, dass sich diese Tendenzen im Zusammenhang mit dem Aufstieg der Populistischen Ökonomie tendenziell verstärken. Die Etablierung von nationalen Handelshemmnissen wird ähnliche Maßnahmen bei den betroffenen Handelspartnern hervorrufen, die Unstimmigkeiten in der Flüchtlingskrise wird den Migrationsdruck nicht verringern und die Steuerpolitik zur Entlastung der Unternehmen wird v. a. den Faktor Kapital – nicht aber den Faktor Arbeit – entlasten. Da Kapital frei migrieren darf, Arbeit aber nur sehr eingeschränkt, werden die globalen und sektoralen Ungleichgewichte eher zu- denn abnehmen.

Die Mobilität von Kapital bei sonst immobilen Produktionsfaktoren spielt auch für die Geldpolitik eine immer wichtigere Rolle, wobei der Fed aktuell zentrale Bedeutung zukommt. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, welche Effekte das Ende der Yellen-Ära nach sich zieht.



Was macht Jerome H. Powell als neuer Fed-Vorsitzender?

Der Vorschlag von Donald Trump, Jerome Powell als neuen Fed-Vorsitzenden zu berufen, beruht einerseits natürlich auf der Tatsache, dass es sich hierbei um einen Parteifreund handelt (im Gegensatz zu J. Yellen). Zum anderen umschwebt ihn noch der Nimbus des erfolgreichen Praktikers – ganz im Gegenteil zu den letzten Vorsitzenden Yellen und Bernanke, die allesamt der Wissenschaft zuzurechnen sind. Natürlich hat Powell genug Erfahrung vorzuweisen, um ein umsichtiger und erfolgreicher Vorsitzender zu werden – allerdings sind mit seiner Berufung auch einige Unsicherheiten verbunden. Eine Rolle bei der Nominierung könnten auch Trumps Steuerpläne gespielt haben. Sollten diese sich nicht ausschließlich über positive Wachstumsimpulse finanzieren (s. o.), führen die Steuersenkungen zwangsläufig zu einem steigenden Haushaltsdefizit. Neben dem bereits schon extrem hohen Verschuldungsgrad der USA (Debt/GDP Ende 2016 bei ca. 107 %) ein weiterer Grund, warum die Regierung ein Interesse an niedrigen Zinsen haben dürfte. Vor diesem Hintergrund kann man tendenziell erwarten, dass es politischen Druck auf die Fed gibt, die erwarteten Zinserhöhungen moderater und langsamer ausfallen zu lassen. Betrachtet man die Entwicklung 10-jähriger US Treasuries, rechnen die Marktteilnehmer auch nicht mit Zinserhöhungen synchron zu früheren Zyklen. Deren Rendite bewegt sich seit einem Jahr tendenziell seitwärts ohne erkennbaren Aufwärtstrend. Powells offensichtliche Intention wird sicherlich die Adjustierung regulativer Anforderungen sein (bspw. Dodd-Frank-Act). Es scheint, als wäre der Höhepunkt des Regulierungszyklus in den USA bereits vorüber – ganz im Gegenteil zu Europa. Dies wird die Wettbewerbsvorteile im Finanzmarkt weiter in Richtung USA verschieben und es wird dazu beitragen, dass die systemischen Risiken (i. S. von Konzentrationsrisiken) im Finanzsystem in den nächsten Jahren tendenziell zunehmen. Insgesamt passt diese Nominierung in Trumps Shareholder-Value-Ansatz.⁹ Der US Präsident brüstet sich ja regelmäßig damit, dass seit seiner Wahl die Aktienmärkte auf neue Rekordniveaus gestiegen sind – auch das ein perfides Instrument des Ökonomischen Populismus. Wenn nun also politische Leistung an der Höhe der Aktienkurse gemessen wird, gibt es einfache politische Mittel dies zu erreichen: eine ultralockere Geldpolitik, steuerparadiesische Anreize und politisch induzierte Wettbewerbsverzerrungen. Alles Dinge, die sich aktuell bereits abzeichnen.

X-Asset View: Ausblick 2018

2017 war trotz aller zu Tage getretenen Risiken und geopolitischen Krisen ein Jahr, in dem man „wenig falsch“ machen konnte, wenn man denn nur „long“ war. Fast alle risikobehafteten Asset-Klassen haben von der weiteren Einengung der Risikoprämien profitiert, wobei hierbei weniger sich verbessernde Fundamentaldaten, sondern vielmehr die anhaltende Stützungs politik der Zentralbanken profiliert hat. Positivistisch betrachtet kann man sich natürlich zu der Aussage verleiten lassen, dass die Märkte dermaßen stark sind, um sich nicht von kurzfristigen Störungen beeinflussen zu lassen. Realistisch betrachtet sind in 2017 erste Entscheidungen in die Wege geleitet worden, die langfristig erhebliche Effekte auf die ökonomische Entwicklung nehmen werden. Und pessimistisch betrachtet sind trotz offensichtlicher werdender Risiken die Risikoprämien gesunken, was nichts Gutes für die Zukunft verheißt. Weniger kryptisch ausgedrückt gibt es durchaus positive realökonomische Signale – aggregiert auf globaler Ebene und sogar in Europa. Die Gewinnentwicklung zumindest der großen Unternehmen ist überwiegend positiv verlaufen, die seit Jahren anwachsenden außenwirt-

⁹ Am 5. November hat Trump die Investorengemeinde mit folgendem Tweet beglückt: „The reason our stock market is so successful is because of me. I've always been great with money, I've always been great with jobs, that's what I do.“



schaftlichen Ungleichgewichte haben noch keine spürbaren negativen Auswirkungen und die zunehmenden politischen Divergenzen innerhalb Europas (inkl. Brexit), aber auch auf globaler Ebene haben sich bisher als weniger schädlich erwiesen als ursprünglich angenommen. Sogar die wenig subtile Agenda der US Administration mit klar interventionistischen Tendenzen konnte nichts daran ändern, dass die amerikanischen Aktienmärkte neue historische Rekordniveaus erreicht haben. Der schwelende Korea-Konflikt, die politischen Entwicklungen in der Türkei oder in Russland, die anhaltenden Auseinandersetzungen in und um Syrien, die Uneinigkeit der EU in der Frage der Migration und die zunehmende Stärke populistischer Parteien – all dem konnten die Finanzmärkte auf bemerkenswerte Weise widerstehen, auch ohne hier Ignoranz unterstellen zu müssen.

Wohl wissend, dass viele Investoren die Diskussion über spekulative Blasen leid sind, kommen wir angesichts der jüngsten Entwicklungen nicht umher, genau diese wieder aufzunehmen. Während die Diskussion in einigen Marktsegmenten bereits offen geführt wird (v. a. bei der Betrachtung von Kryptowährungen), übersieht man gerne, dass die realökonomisch weitaus relevanteren Märkte ähnliche (wenn auch nicht so ausgeprägte) Entwicklungen nehmen. Neben dem Allzeithoch der US Aktienmärkte handeln Spreads europäischer IG-Unternehmen auf einem Allzeittief – sogar unter den Niveaus von Mitte 2007.¹⁰ Der seit Jahren anhaltende Anstieg der Immobilienpreise in europäischen Metropolen, die zyklisch hohen Multiples in PE-Transaktionen, die jüngsten Mega-M&A-Transaktionen sind nur einige Symptome, die dafür sprechen, dass die obige Diskussion zu Recht geführt wird. Um nicht in die üblichen Blasen-Plattitüden zu verfallen, nutzen wir dies als Anlass einer weiteren Reminiszenz an Richard Thaler und seinen zahlreichen Beiträgen zur „Bubble Theory“.¹¹ Die theoretische Grundlage zur Entstehung von Blasen basiert wiederum auf klassischen Annahmen der Verhaltensökonomie und spiegelt sich abseits von Krisensituationen in vielen Effekten wider. Schon Keynes hat argumentiert, dass die kurzfristige Gewinnentwicklung von Investoren überbewertet wird, während das langfristige Dividendenpotential in der neoklassischen Modellwelt entscheidend für den Wert einer Aktie ist. Diese Überreaktion lässt sich in vielen Experimenten nachweisen und spielt nachfolgend eine zentrale Rolle in unserer Argumentation: Überreaktionen in illiquiden Märkten führen zu quasi selbsterfüllenden Prozessen.

Einen ganz wesentlichen Beitrag zu dieser Entwicklung kommt durch die aktuelle Markttechnik, die nach wie vor durch eine historisch einmalige Liquiditätsversorgung, historisch niedrige Zinssätze und historisch nie dagewesene Markteingriffe charakterisiert ist. Die wachsende Vorsicht institutioneller Investoren v. a. bzgl. der europäischen Kreditmärkte konnte mehr als kompensiert werden durch die immer größer werdende Dominanz von Index-Investoren (allen voran ETFs) und Multi Asset Fonds. In 2018 hat das Volumen an globalem Kreditrisiko einen neuen Rekordwert erreicht, wobei dieses breiter auf neue Anlagergruppen verteilt wurde. Allerdings birgt diese Entwicklung, die in den letzten Jahren zu dem starken Rückgang der Risikoprämien beigetragen hat, eine große Gefahr für die Zukunft, worauf wir im Folgenden noch eingehen werden. Mag man für 2018 weniger optimistisch sein als für 2017, muss man sich die Frage nach möglichen Auslösern eines dramatischen Anstiegs der Risikoprämien stellen. Und vor allem nach dem Mechanismus, über den potentielle Risiken wirken werden.

¹⁰ Gisdakis, P. (2017): „A new all-time low in credit spreads“, Credit Strategy Flash, 3.11.2017, Unicredit Research.

¹¹ De Bondt, W.; Thaler, R. (1985): „Does the Stock Market Overreact?“, Journal of Finance 40, S. 793-805 und De Bondt, W.; Thaler, R. (1987): „Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality“, Journal of Finance 42, S. 557-581.



Krisenherde: Notwendig – aber nicht hinreichend!

Vor diesem Hintergrund besteht ein zentraler Unterschied zwischen 2007 und 2018: die völlig unterschiedliche Allokation globaler Kreditrisiken. Während in 2007 ein Großteil des Kreditrisikos auf den Bilanzen von Banken lag, liegt es nun in den Portfolios von Asset Managern, weshalb sich andere Wirkungsmechanismen als damals ergeben. Die „gute“ Nachricht vorweg: In der nächsten Krise wird der Steuerzahler weitaus weniger stark belastet als das damals der Fall war, da ein staatlicher Bailout von Asset Managern äußerst unwahrscheinlich erscheint. Es wird also vor allem die Investoren belasten, die diese Risiken bewusst eingegangen sind. Die systemische Fragilität wird vor allem dadurch bedingt, dass in den letzten Jahren eine zunehmende Dominanz großer Asset Manager (allen voran ETFs und Multi Asset Fonds) auch in relativ illiquiden Marktsegmenten (Slogan: „Wir machen illiquide Märkte liquide handelbar.“) festzustellen war. Tendenzielle Reallokationen aufgrund plötzlich auftretender Ereignisse werden in dieser Marktconstellation weitaus stärkere Auswirkungen auf die Asset-Preise haben. Wenn man an 2007 zurückdenkt, war die Situation der aktuellen nicht unähnlich: Damals herrschten historisch niedrige Spread-Niveaus vor, während die fundamentale Situation makro- und mikroökonomisch relativ unbedenklich erschien. Damals wurden weitaus weniger geopolitische Risiken gesehen und die Eurozone stellte in der Wahrnehmung der Investoren in keiner Weise einen inhärenten Krisenherd dar. Genauso wenig wie die Entstehung einer spekulativen Blase ist eine Finanzkrise (das Platzen der Blase) ein rationales Ereignis. Der Auslöser einer „Krise“ ist hierbei ex ante nie hinreichend, wohl aber notwendig! Der entscheidende Faktor dafür, ob aus einer „normalen“ Marktreaktion auf einen exogenen Schock (wie eine geopolitische Krise) eine krisenähnliche Situation erwächst, stellt die Fragilität des Finanzsystems dar – und diese hängt wiederum primär mit der Marktstruktur und der Verteilung von Risiken innerhalb des Marktes zusammen. Vor diesem Hintergrund betrachten wir im Folgenden die Risikofaktoren, die weithin als die zentralen für 2018 gesehen werden:

1. Zinserhöhung der Fed

Wir halten dieses Risiko für rein hypothetisch mit wenig realer Relevanz. Nachdem in den USA als Reaktion auf die ersten Zinserhöhungen der Fed die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen im vierten Quartal 2016 von 1,6 % auf 2,6 % gestiegen sind, dümpeln diese seit Anfang 2017 in einer engen Range um 2,4 %. Angesichts Trumps geplanter Steuerreform und der Berufung Powells (s.o.) ist nicht davon auszugehen, dass die Fed irgendwelche Signale sendet, die einen spürbaren Anstieg der Renditen nach sich ziehen könnten. Angesichts der Wachstumsaussichten und der nach wie vor immensen Liquiditätsreserven befinden sich die USA weiterhin in einer Niedrigzinsphase. Die Trump-Administration hat genug ökonomischen Sachverstand, um zu wissen, dass die Vermögenswertblase im Falle eines stark steigenden Zinsniveaus platzen würde, womit Trumps Mythos des Money-Makers leiden würde.

2. Zinserhöhung in Europa

Draghis Amtszeit endet im Oktober 2019. Bis dahin wird voraussichtlich das monatliche Volumen des Asset Purchase Programms reduziert – aber das EZB-Portfolio wird dabei nicht signifikant schrumpfen! Die EZB fühlt sich angesichts der aktuellen Entwicklung in Europa vollkommen in ihrer Politik bestätigt und wird diese mittelfristig beibehalten. Vor allem auch, weil das ökonomische Momentum innerhalb der EU weiterhin extrem heterogen ist, wird die EZB ihre Geldpolitik weiterhin an den schwächsten Ländern ausrichten. Das Schuldenproblem v. a. Italiens wird dadurch in keiner Weise gelöst – aber die Investoren werden sich auch in 2018 über die Unterstützung der EZB freuen dürfen.

3. Geopolitische Risiken

Diese spielen aktuell eine völlig untergeordnete Rolle und werden auch weiterhin von den Märkten ignoriert. Sogar eine Eskalation des



Korea-Konflikts bis zu einem gewissen Grad wird den Markt höchstens kurzfristig belasten. Dieses Phänomen ist nicht neu und muss auch verhaltensökonomisch betrachtet werden: Es sind letztlich nicht die Meldungen an sich, sondern eher deren „Delta“, d. h. die relative Gewichtung zu bereits vorhandenen Negativentwicklungen, welche die Reaktion der Akteure bestimmt. Einfacher ausgedrückt: Der Markt stumpft ab.

4. *Politische Krise in Europa*

Die sich jüngst in Katalonien materialisierten Abspaltungstendenzen einzelner Regionen sind relativ unwahrscheinlich, solange diese Regionen nicht von der EU anerkannt werden. Und genau das wird nicht passieren, da dadurch die europäische Idee ja vollkommen konterkariert wird. Griechenland wird sich weiter durchwursteln – aber keiner der Geldgeber hat angesichts bereits geleisteter Hilfszahlungen ein Interesse, den Druck weiter zu erhöhen und das Risiko einzugehen, dass Griechenland die Währungsunion verlässt. Vorerst sind in den führenden Ländern (Frankreich und Deutschland) stabile Regierungen (wir erwarten eine Einigung der Jamaika-Verhandlungen) installiert und die kürzlich wieder auflodernde Gefahr einer Rückkehr Berlusconi auf die politische Bühne kann niemanden mehr schrecken, da die politische Instabilität Italiens inzwischen einen gewissen Status quo eingenommen hat, der auch weitgehend eingepreist ist.

5. *Erratische wirtschaftspolitische Entscheidungen in den USA*

Auch daran hat sich der Markt gewöhnt, wobei ein Scheitern der Steuerreform durchaus einen temporären negativen Effekt v. a. auf die Aktienmärkte hätte. Angesichts der Mehrheitsverhältnisse im Senat ist aber nicht von einem Scheitern auszugehen. Wie oben besprochen wird Trump alles daran legen, die Wahrscheinlichkeit seiner Wiederwahl zu erhöhen und deshalb gehen wir davon aus, dass er kurzfristig marktfreundliche Entscheidungen treffen wird. Dass sich diese langfristig als negativ herausstellen könnten, ist für ihn in dieser Legislaturperiode vollkommen irrelevant. Inzwischen scheinen sich auch langsam einige „grenzrationale“ Berater durchzusetzen, welche die US Administration von allzu großen Dummheiten abhalten.

6. *Trump Impeachment-Verfahren*

Die implizite Wahrscheinlichkeit, dass Trump sein Amt in 2018 aufgeben muss, liegt abhängig vom Wettanbieter bei bis zu 40 %. Im Falle einer Amtsenthebung würden auch seine Reformvorhaben obsolet werden, was kurzfristig die Märkte belasten könnte. Allerdings wäre mit einem Abgang Trumps der zentrale weltpolitische Risikofaktor eliminiert, was mittelfristig positive Auswirkungen hätte. Die wohl stärksten Effekte sind in diesem Fall in spezifischen Sektoren zu erwarten, wobei die „alten“ Energien zu den großen Verlierern gehören würden. Aber auch das spricht nicht für eine persistente generelle Schwäche der Finanzmärkte.

7. *Paradise Papers*

Immer neue Informationen und Erkenntnisse des globalen Steuervermeidungssyndikats bringen durchaus gesellschaftliche Effekte mit sich und heizen die Umverteilungsdebatte an. Allerdings werden Steuervermeidungspraktiken weltweit implementiert und ebenso etabliert (siehe Luxemburg). Sie betreffen auch nicht spezifische Asset-Klassen, sondern stellen ein isoliertes Phänomen auf der Vermögensseite von Unternehmen und Privatpersonen dar. Abgesehen von den fatalen verteilungspolitischen, aber eben auch sehr langfristigen Wirkungen sehen wir keine direkten Auswirkungen auf die Finanzmärkte in der kurzen Frist.

In letzter Konsequenz bestehen nicht mehr potentielle Krisenherde als die letzten Jahre – während die geopolitischen Risiken gestiegen sind, ist das Auseinanderbrechen der Eurozone trotz Brexit kein dominierendes Thema mehr. Aber das Finanzsystem ist unserer Ansicht nach fragiler gegenüber exogenen Schocks geworden – auch wenn die systemrelevanten Risikofaktoren (bspw. des IMF, basierend auf am



Markt gehandelten Risikoprämien) an dieser Stelle Entspannung aufzeigen. Aber diese erklären sich nicht ausschließlich durch einen fundamental bedingten Rückgang der Risikoprämien, sondern durch einen rein technischen.

Generell ist die Frage nach dem „wann“ sehr viel schwieriger zu beantworten als die Frage nach dem „wie“, weshalb wir uns im Folgenden auf letztere fokussieren. Der durch einen „exogenen Schock“ bedingte Mechanismus wird unserer Meinung nach über einige dominante Marktteilnehmer ablaufen. Angesichts der konzentrierten Verteilung bestimmter Risiken (Kredit-Risiko, EM-Risiko) erscheint uns folgendes Szenario durchaus denkbar: Eine wodurch auch immer ausgelöste, starke Marktpreisbewegung führt zu abrupten Kapitalabflüssen aus relativ spezifischen (und illiquiden) Anlageprodukten (z. B. EM-ETFs), die wiederum eine Verkaufswelle der darin gehaltenen Assets auslösen. Da angesichts der Risikokonzentration und sehr homogener Positionen innerhalb des Asset Management-Segments die Risiken nicht zwischen Asset Managern umverteilt werden können, müssen diese an andere Marktteilnehmer (Banken und Versicherungen) abgegeben werden. Dies ist aufgrund der umfangreichen regulatorischen Einschnitte für Banken und Versicherungen (Basel III & Solvency II) aber nur sehr bedingt möglich. Die logische Konsequenz wird ein weiterer Preisverfall dieser spezifischen Asset-Klasse sein, die über Multi Asset Manager auch andere Marktsegmente betreffen wird. Der Mechanismus war auch 2008/2009 zu beobachten, als sich Investoren von den noch liquide zu handelnden Instrumenten innerhalb des Portfolios trennen und eben nicht unbedingt von den ursprünglich betroffenen. Diese Spillover-Effekte werden eben auch durch die hohe Konzentration innerhalb strukturell wichtiger Investorengruppen hervorgerufen. Genau dann, wenn die Risikoprämien steigen, kommt es zu realwirtschaftlichen Auswirkungen. Die Unternehmen (allen voran globale HY- und EM-Emittenten), welche die Jahre des billigen Geldes exzessiv genutzt haben, um ihren Verschuldungsgrad¹² zu erhöhen, werden in diesem Szenario mit drastisch steigenden Refinanzierungskosten konfrontiert, was letztlich für mittelfristig steigende Ausfallraten spricht. Unternehmen sind hier übrigens in guter Gesellschaft. Der IMF zeigt in seinem aktuellen GFSR dezidiert auf, dass alle Wirtschaftssubjekte (Staat, Unternehmen, Haushalte) in den letzten zehn Jahren ihren Verschuldungsgrad sukzessive erhöht haben, was sich in folgender Tabelle widerspiegelt:¹³

Wer frei von Schuld ist ...: Debt-to-GDP Ratios (in Prozent)

Quelle: IMF, GFSR, 10/17, S. 34

		Advanced Economies						Emerging Market Economies			
		JPN	USA	GBR	ITA	FRA	DEU	CHN	BRA	TUR	RUS
General	2006	184	64	41	103	64	66	25	66	45	10
Government	2016	239	107	89	133	96	68	44	78	28	16
Households	2006	59	96	90	36	44	65	11	14	9	8
	2016	57	79	88	42	57	53	44	23	18	16
Nonfinancial Corporations	2006	100	65	79	67	56	49	105	39	27	32
	2016	92	72	73	71	72	46	165	44	67	52
Total	2006	343	225	210	205	164	180	142	118	81	49
	2016	388	259	250	246	226	168	254	145	113	84

¹² IMF: „Is Growth at Risk?“, Global Financial Stability Report, Oktober 2017, S. 32 ff.

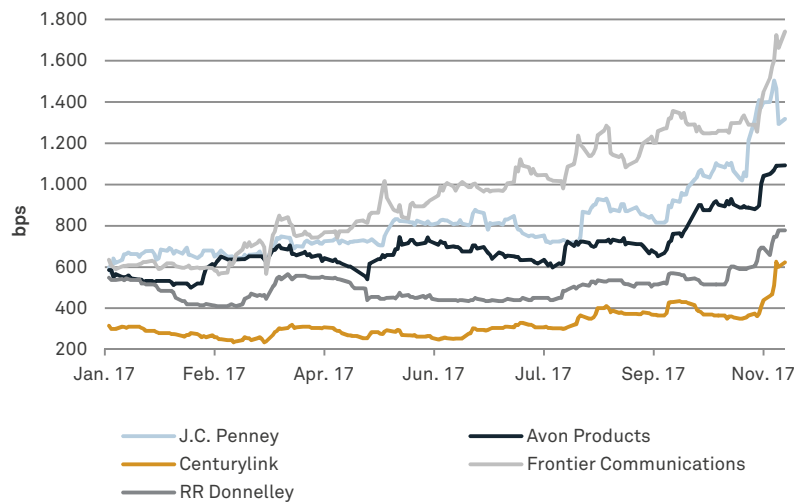
¹³ Gerade italienische Banken mit schwacher Kapitalausstattung haben während der Eurokrise einen empirisch nachweisbaren Effekt auf die Misallokation von Kapital, indem sie sich weniger antizyklisch verhalten als erwartet und ihre Kreditvergabe auch in Krisenzeiten an Zombie-Unternehmen (deren Grenzertrag des eingesetzten Kapitals liegt unter den risikoadjustierten Kapitalkosten) nicht spürbar reduzieren. Vgl. hierzu Schivardi, F. et al. (2017): „Credit misallocation during the European financial crisis“, BIS Working Paper, Nr. 669.



In der gerade zu Ende gehenden Berichtssaison in den USA kam es bereits zu relativ ausgeprägten Spread-Bewegungen im US HY-Markt. Neben den üblichen Verdächtigen (z. B. J.C. Penney) sind auch viele US Consumer (u. a. Avon) und Telecoms (u. a. Centurylink) stark unter Druck geraten (siehe folgende Abbildung), wobei bei einigen Emittenten der 5Y CDS Spread mehrjährige Hochs erreicht hat. Diese Spread-Volatilität wurde nicht durch die Ankündigung einer Restrukturierung oder ähnlich tiefe und gläubigerrelevante Eingriffe ausgelöst – sondern ausschließlich durch enttäuschende Ergebnisse. Dieses „Over-shooting“ (Keynes' Argument, s.o.) ist unserer Ansicht nach dadurch geprägt, dass große Investoren in relativ illiquiden Märkten agieren. Jede größere Transaktion hat somit *immer* starke Effekte auf die Preisfindung.

Den Schuldner beißen die Hunde: 5y CDS Spreads

Quelle: Bloomberg



Folgt man dieser Argumentation, ergibt sich eine zwingende Konsequenz: die Sinnhaftigkeit von Hedging. Angesichts der Tatsache, dass die anhaltend unterstützende Zentralbankpolitik den längst überfälligen Zyklus steigender Risikoprämien verzögert, müssen potentielle Absicherungsstrategien mittelfristig angesetzt werden. Das bedeutet eben auch, dass Absicherungskosten möglicherweise über einen längeren Zeitraum anfallen, was gerade in einem Umfeld niedriger Realrenditen nur mühsam zu finanzieren ist. Die ewige Suche nach dem berühmten „Tail-Event-Hedge“ führte dazu, dass diese inzwischen ebenfalls mit relativ hohen Kosten verbunden sind (Far-out-of-the-money Puts auf Aktienindices etc.). Bleibt eigentlich nur die gute alte bayrische Weisheit zu befolgen: „Nur ned hudeln!“ Liquidität zu halten, möge sie auch im aktuellen Umfeld Kosten verursachen, erscheint momentan als kleineres Übel.

Es ist natürlich müßig, die immer selben Krisenszenarien zu beschreiben, aber wir denken, dass sich die Märkte in einer akuten fragilen Situation befinden, in der durch ein „relativ überschaubares“ Event ein Mechanismus des „forced selling“ in einem speziellen Segment ausgelöst werden kann. Angesichts konzentrierter Risiken kann das zu gravierenden Übertragungseffekten (Zweitrundeneffekte) auf andere Marktsegmente und letztlich auch zu negativen realwirtschaftlichen Auswirkungen (Drittrundeneffekte) führen. Aufgrund der Dominanz der Ökonomischen Populisten würden wir nicht ausschließen, dass ein solches auslösendes Event dort seinen Ursprung hat. Deshalb folgt unser Motto für 2018 einem Bonmot Alfred Polgars: „Es hat sich bewährt, an das Gute im Menschen zu glauben, aber sich auf das Schlechte zu verlassen.“



In diesem Sinne bedanken wir uns für das Lesen dieser nicht immer leicht bekömmlichen Lektüre und wünschen eine besinnliche Weihnachtszeit sowie einen guten Rutsch ins nächste Jahr.

Forecast-Tabelle

2018	Q1	Q2	Q3	Q4
Credit				
IG Cash	o	o	-	-
IG CDS	-	-	-	-
HY Cash	-	-	--	--
HY CDS	-	--	--	--
Fin Cash	o	o	-	-
Fin CDS	o	o	-	-
Staatsanleihen				
AAA/AA	o	o	o	o
Peripherie	o	o	o	o
Volatilität (long)				
	+	++	++	++
Euro-Aktien				
	-	--	--	--

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

* Der Böse Bub Eugen (1983): Die Schweizer Version von ZK! Sehr hörensWert – leider nicht mehr live.



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