

05 DEZ 2018

#37

Shake Hands*

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

>>Shake hands, shake hands
Mein Herz muss weiter wandern
Shake hands (shake hands)
Shake hands (shake hands)
Auf Wiederseh'n, Good bye.<<

SHAKE HANDS*

In eigener Sache:

Liebe Leserinnen und Leser, im Januar 2009 ist der erste Newsletter (damals noch Credit Newsletter, ab 2012 dann X-Asset Newsletter) erschienen. In den letzten zehn Jahren habe ich mehr oder weniger erfolgreich versucht, die wichtigsten Einflüsse und Entwicklungen an den Finanzmärkten zu prognostizieren. Manches war zutreffend, vieles habe ich völlig anders eingeschätzt. Soviel bleibt allerdings zu sagen: Auch nach vielen Jahren (um nicht mit dem eigenen Alter zu kokettieren, vermeide ich den Ausdruck „zwei Jahrzehnte“) im Markt bleibt die einzige Konstante die regelmäßige Wiederkehr der Inflationierung von Vermögenswerten und die darauf folgende Anpassung der Märkte in ein neues Gleichgewicht (auch bekannt unter dem Pseudonym „Krise“). Eines ist aber auch offensichtlich: Die aktuelle Gemengelage vor allem auf politischer Ebene war lange Jahre nicht so brisant wie heute und es darf einem durchaus Angst und Bange werden, wenn man die jüngsten geopolitischen Entwicklungen aus ökonomischer Perspektive betrachtet. Vor dem Hintergrund der massiven Regulierungsmaßnahmen seit der Finanzkrise 2007/2008 und der Europäischen Schuldenkrise (2010-2012) sind viele Marktmechanismen außer Kraft gesetzt, die historisch schon den Status von „ökonomischen Naturgesetzen“ hatten. Und das soll nun keine Ausrede sein, aber genau das hat es die letzten Jahre nicht leicht gemacht, Entwicklungen korrekt zu antizipieren.

Ich möchte mich an dieser Stelle bei allen Lesern bedanken und habe selbst durch Kommentare und Diskussionen viel dazugelernt und teilweise auch meine Sicht revidiert. Aber irgendwann ist es Zeit, sich händeschüttelnd zu verabschieden und da erschien mir dieses Jubiläum ein passender Anlass zu sein. Vielen Dank an alle! Ein letztes Mal werde ich also an dieser Stelle ein paar Überlegungen anstellen u. a. zur Entwicklung in der EU und dem starken Anstieg der globalen Kreditrisiken im letzten Jahrzehnt. Natürlich darf zum Jahresende ein Ausblick auf 2019 nicht fehlen und so viel sei vorweggenommen: Ich werde auch im letzten Newsletter nicht zum Optimisten! Viel Spaß beim Lesen.

Aber wie es dem Charakter des Neugierigen entspricht, kann ich nicht aufhören, Dinge versuchen zu verstehen. Und da ich nun mal besser verstehe, wenn ich es aufschreibe, wird es ab Januar 2019 einen dann regelmäßig erscheinenden, allerdings kürzer und prägnanter verfassten Nachfolger geben – möglicherweise auch in einem anderen digitalen Format, um auch die nächste Generation anzusprechen, für die Lesen eine recht altmodische Art der Wissensmehrung darstellt. Ich würde mich freuen, wenn auch dieser auf Wohlgefallen stößt und freue mich auf ein neues Format! Bleibt noch allen Lesern frohe Weihnachten und einen guten Rutsch ins neue Jahr zu wünschen, „auf Wiederseh'n, Good bye!“



**2008-2018 –
10 Jahre nach der Lehman-Pleite:**
*Hipp hipp hurra, alles ist super,
alles ist wunderbar, alles ist besser
als es früher einmal war ...*

Es wurde während der letzten Monate viel geschrieben über DAS Krisenereignis der letzten Jahrzehnte, dem inzwischen fast mystische Bedeutung zugeschrieben wird.¹ Es gibt quasi eine Vor- und eine Nach-Lehman-Weltordnung. Auch an dieser Stelle wurde die Thematik umfassend behandelt und geneigte Leser wissen, dass wir diese Sichtweise nicht teilen.² Finanzkrisen jeglicher Couleur können durchaus als systemimmanent angesehen werden und stellen an sich nichts anderes dar, als die Reaktion auf ein anhaltendes Abweichen der Kapitalmärkte von der Realwirtschaft, das ab einem gewissen Punkt zu einer abrupten Rückkehr in ein neues Gleichgewicht führt. Teilt man diese Sicht, ergeben sich daraus allerdings einige sehr zentrale Erkenntnisse, die stark vom politischen und teilweise auch wissenschaftlichen Mainstream abweichen. Die wohl wichtigste Schlussfolgerung besteht darin, dass regulatorische Eingriffe (die zwangsläufig auf jede Finanzkrise folgen) eine notwendige Anpassung in ein neues Gleichgewicht nur verzögern, nicht aber verhindern können. Je länger allerdings die Divergenz zwischen der Realwirtschaft und den Finanzmärkten aufrechterhalten wird, desto größer wird dieselbe. Und somit eben auch der „Schock“ beim Erreichen eines neuen Gleichgewichts, also einer sogenannten Finanzkrise.

Der Auslöser war damals die laxe Immobilienkreditvergabe in den USA im Anschluss an einen jahrelang boomenden Immobilienmarkt. Mit Hilfe von CDOs und CLOs konnten Banken das Risiko dieser Kredite in gebündelter Form an Investoren weiterreichen, was letztlich eine Trennung von „Handlung und Haftung“ und somit fehlende Anreize zu Risiko-/Ertrags-optimalem Verhalten nach sich gezogen hat. Obwohl sogar einer der zentralen Akteure im Vorfeld der Lehman-Pleite, Richard Fuld, der letzte CEO Lehmans, in einer Anhörung vor dem US-Senat die laxe Regulierung für die Krise hauptverantwortlich machte, darf man mit etwas objektivem Abstand etwas anderes als krisenursächlich vermuten. Einerseits die Rolle der Geldpolitik, die als Reaktion auf das Platzen der Technologieblase sehr expansiv ausgelegt war und andererseits die impliziten Garantien, die der Staat den Banken gegeben hat und somit den Investoren und Handelspartnern einen Anreiz, Kontrahenten-Ausfallrisiken zu unterschätzen. In einem völlig unregulierten Markt und bei marktgerechten Refinanzierungskosten hätte Lehman einerseits keine Möglichkeit gehabt, seine Bilanzen mit kurzfristig fremdkapitalfinanzierten Immobilienderivaten aufzupumpen und andererseits hätte Lehman keine so relevante Stellung als Kontrahent im globalen Derivatemarkt erlangt. Diese beiden Punkte waren aber zentral für die Ausmaße der Finanzkrise.

Wir teilen ungefragt die Position des IMF, der kürzlich die gesellschaftlichen Folgen der Krise als dramatisch und als verantwortlich für viele adverse Entwicklungen innerhalb unserer Gesellschaft bezeichnet.³ Der IMF führt weiter aus, dass seitdem einige sehr positive Maßnahmen umgesetzt wurden: höhere EK-Anforderungen für Banken, die Regulierung von Off-Balance-Sheet-Vehikeln und die Etablierung von zentralen Clearing-Stellen für OTC-Derivate. Wir stimmen ebenfalls zu, wenn der IMF nach wie vor Probleme in einigen Bereichen sieht, allen voran der teilweise schwache europäische Bankensektor sowie die Herausforderungen durch Finanzinnovationen, welche die Stabilität des globalen Finanzsystems potentiell verringern. Und die Schlussfolgerung des IMF ist ebenso lesenswert: „So where do we stand on the tenth anniversary of the collapse of Lehman? The bottom line is this: We have come a long way, but not far enough. The

¹ Am umfangreichsten der IWF, der übrigens bei der ersten Schätzung der Krisenkosten Ende 2007 mit USD 100 Mrd. leicht daneben lag! Vgl. den aktuellen Global Financial Stability Report des IMF: *A Decade after the Global Financial Crises: Are we safer?*, Oktober 2018.

² Falls es noch irgendjemanden geben sollte, der die damaligen Ereignisse in chronologischer Struktur nachverfolgen möchte, dem sei ganz uneigennützig folgende Lektüre nahe gelegt: Felsenheimer, J. und Gisdakis, P. (2008): *Credit Crisis – From Tainted Loans to a Global Economic Meltdown*, Wiley.

³ <https://blogs.imf.org/2018/09/05/ten-years-after-lehman-lessons-learned-and-challenges-ahead/>



system is safer, but not safe enough. Growth has rebounded but is not shared enough.“

Der Erfolg dieser Maßnahmen wird sich aber erst zeigen, wenn die Marktkräfte wieder frei walten und die direkten Eingriffe der Zentralbanken zu einem Ende kommen. Man darf durchaus die Frage stellen, wo der Unterschied zwischen exzessiven und in CDOs verpackten, faulen Immobilienkrediten auf der einen Seite und in ETFs verpackten, qualitativ fragwürdigen Emerging Markets-Anleihen liegt? Der EM-Hype der letzten Dekade ist genauso wie der Immobilienhype in den USA vor der Lehman-Krise maßgeblich getrieben durch die exzessive Liquiditätsversorgung der Zentralbanken, das Bankensystem ist zumindest in Teilen (v. a. in Europa) ähnlich fragil wie damals und die weltweite Verschuldung hat gegenüber der Vor-Lehman-Periode sogar stark zugenommen. Aktuell liegt das globale Kreditvolumen auf einem historischen Hoch – v. a. bedingt durch die weltweit günstigen Refinanzierungskosten der letzten Jahre, die natürlich einen Anreiz zur übermäßigen Kreditaufnahme gegeben haben. Das bedeutet aber auch, dass die nächste rezessive Phase innerhalb des Kreditzyklus eine Rekordanzahl an Credit-Events mit sich bringen sollte.

Was ist also seit der Lehman-Krise passiert? Eine Vielzahl von Regulierungen, die einzelne Marktsegmente oder Marktteilnehmer von exzessiver Übernahme von Risiken abhalten sollen, sind zumindest kumulativ von der konträren Wirkung der expansiven geldpolitischen Maßnahmen der letzten Dekade konterkariert worden. Strukturelle Probleme, die während der Lehman-Krise aufgetreten sind (z. B. Off-Balance-Sheet-Vehikel) sind oftmals durch andere Vehikel ersetzt worden. Die Geldpolitik hat zudem eine immense Fehlallokation von Risiken nach sich gezogen, da Marktteilnehmer auf der Suche nach Rendite in riskantere Segmente gedrängt wurden. Alles in allem ist wenig ersichtlich, warum im nächsten Abwärtszyklus das betroffene Kreditvolumen (und damit auch die Verluste in der ersten Phase einer Finanzkrise) geringer sein sollten als das während der letzten Finanzkrise der Fall war.

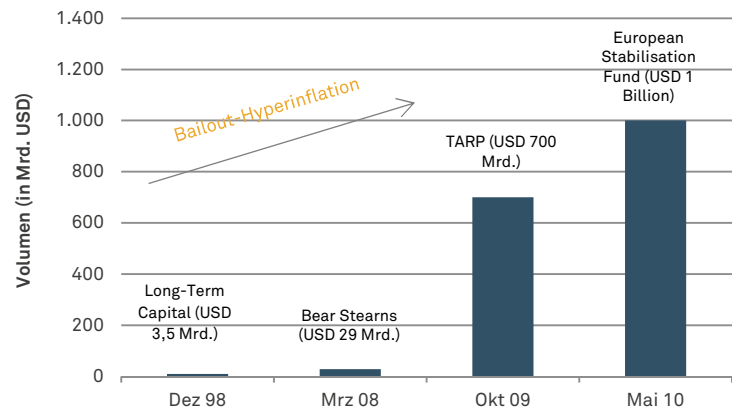
Und an dieser Stelle wird sich zeigen, ob die Maßnahmen der letzten Jahre effizient waren – nämlich genau dann, wenn sie in der Lage sind, negative Übertragungseffekte zu verhindern bzw. einzudämmen. Zur Erinnerung: Finanzkrisen laufen idealtypisch in drei Phasen ab. Während der ersten Phase wird das Marktsegment betroffen, in dem das Problem direkt aufgetreten ist (damals der Subprime-Markt). In der zweiten Phase werden andere Segmente des Finanzmarktes aufgrund von negativen Übertragungseffekten betroffen, die in einem Zusammenhang mit dem ursprünglichen Problembereichen stehen (damals z. B. CDOs, aber auch Geldmarktprodukte mit ABS-Positionen usw.). Danach kommt es zur dritten Phase, den negativen realwirtschaftlichen Effekten (damals globale rezessive Tendenzen). Typischerweise sind die Verluste der ersten Phase begrenzt, während diese in der zweiten Phase stark ansteigen. Der Großteil der volkswirtschaftlichen Kosten entsteht jedoch in der dritten Phase. Können also Übertragungseffekte eingedämmt werden, beschränken sich die Verluste auf den ursprünglichen Markt und liegen somit weit unter den gesamtwirtschaftlichen Kosten einer „fully-fledged“ Finanzkrise.

Obwohl die Mechanismen von Krisen seit vielen Jahrzehnten bekannt sind (die Finanzkrisenliteratur hatte ihre erste Hochzeit in den 1980er und ihre zweite in den 1990er Jahren), steigen die Kosten mit jeder neuen Finanzkrise kräftig, wie aus folgender Abbildung ersichtlich. Die USD 3,5 Mrd. bei der LTCM-Krise 1998 können aus heutiger Sicht als „Fliegenschiss“ der Finanzkrisengeschichte tituliert werden.



Es wird nicht weniger ...

Quelle: Bloomberg



Seit den Erkenntnissen der großen Depression in den 1930er Jahren hat die Reaktion auf nachfolgende Krisen aus zunehmender Regulierung und exzessiver Liquiditätsversorgung bestanden. Genau das hat sich in den letzten Jahren in einem noch nie da gewesenen Ausmaß wiederholt. Optimistisch formuliert kann man also schlussfolgern, dass zwar die Eintrittswahrscheinlichkeit einer Finanzkrise („Crisis-Probability“) in keiner Weise verringert wurde, aber möglicherweise der „Loss-Given-Crisis“, also die damit einhergehenden Kosten?

Aufgrund der Erkenntnisse aus der Lehman-Krise stand vor allem der globale Bankensektor im Zentrum regulatorischer Eingriffe. Hierbei hat sich die US-Strategie gegenüber der europäischen Vorgehensweise als vorteilhaft erwiesen. Im Gegensatz zu den europäischen Banken wurden die systemrelevanten US-Institute mit staatlichem Kapital gestärkt (JP Morgan) und kleinere Banken (v. a. solche, die auf Immobilienfinanzierung spezialisiert waren), abgewickelt. Währenddessen sind in Europa nur sehr wenige Banken abgewickelt worden und viele dieser Institute haben jahrelang an den Folgen der Krise gekränkelt, was sich nach wie vor in einer vergleichsweise bescheidenen Profitabilität widerspiegelt. Es erscheint offensichtlich, dass Finanzkrisen in gewissen Segmenten weniger negative Übertragungseffekte entwickeln, wenn diesen ein stabiles Bankensystem gegenüber steht. Hierbei spielen die Positionen der Banken in riskanten Assets die entscheidende Rolle. Während amerikanische Banken laut Bloomberg Ende 2007 Unternehmensanleihen von knapp 300 Mrd. USD in den Büchern stehen hatten, hat sich dieses Volumen bis 2018 fast gezehntelt! Diese Entwicklung sollte bei europäischen Banken ähnlich gewesen sein. Deshalb werden negative Übertragungseffekte auch weniger über den Bankensektor laufen, sondern vielmehr in dem Segment, das die Rolle der Banken als größter Halter von Kreditrisiko übernommen hat: die globale Asset Management Industrie. Und hier geht die Regulierung viel weniger weit als das im Bankensektor der Fall ist.

Ein weiterer Punkt muss hierbei kritisch berücksichtigt werden. Die Industrie hat natürlich auf die Regulierungsmaßnahmen reagiert – und zwar auch mit kreativen Lösungen, um bestimmte Instrumente eigenkapital- und risikokapitalschonend halten zu können. Ein naheliegendes Beispiel findet sich in der Versicherungswirtschaft. Seit der Umsetzung von Solvency II müssen Wertpapiere ihrem Rating entsprechend mit Risikokapital hinterlegt werden. Es gibt aber die Möglichkeit, durch das Verpacken („wrapping“) von Instrumenten in entsprechende Hüllen eine Reklassifizierung in andere Risikoklassen zu erreichen. Bspw. können Anleihen der Ratingklasse B und CCC mit Hilfe dieses Prozederes in „unrated“ Instrumente transferiert werden und fallen somit unter eine risikokapitaleffizientere Einordnung. Dasselbe kann man auch bei gehebelten derivativen Strategien (z. B. Index-Skew), die in einer eigens dafür entwickelten und mit dem Rating des Emittenten versehenen von Special Purpose Vehicles (SPV)



begebenen Notes verpackt werden, erreichen.

Und man darf nicht ignorieren, dass die Niedrigzinsphase der letzten Jahre zwangsläufig zu Entwicklungen geführt hat, die sich in zunehmendem systemischem Risiko niederschlagen. Wie oben angesprochen hat u. a. die Emissionsflut an Anleihen niedriger Qualität (v. a. in den High Yield Märkten und in den Emerging Markets) dazu geführt, dass das globale Kreditrisiko auf einem Rekordstand liegt. Laut einer Berechnung des Institut of International Finance lag das globale Kreditvolumen Ende Q1 2018 bei knapp USD 250 Billionen bzw. bei fast 320 % der globalen Wirtschaftsleistung.⁴ Hierbei hat neben dem Anleihenmarkt vor allem das Segment der „Leveraged Loan“ profitiert, auf das wir später noch zurückkommen werden. In beiden Märkten ist zudem festzustellen, dass angesichts der Gier nach Rendite in einem Nullzinsumfeld in den letzten Jahren die Akzeptanz der Käufer von relativ schwachen Gläubigerschutzrechten stark zugenommen hat.

Deshalb gehen wir im Folgenden auf potentielle Krisenherde ein und versuchen den Mechanismus zu verstehen und stellen die Frage, ob die strengeren Regulierungsanforderungen in der Lage sind, die gewachsenen systemischen Risiken im Falle einer Krise begrenzen zu können, also v. a. Übertragungseffekte auf andere Märkte zu begrenzen.

Kommt die nächste Krise oder welches Schweinderl hätten s' denn gern?

Wir wollen uns an dieser Stelle auf die bestehende Krisenliteratur beziehen, weshalb wir diese kurz umreißen. Die ersten Ideen hierzu entstanden in den 1970er Jahren vor dem Hintergrund zahlreicher Zahlungsbilanzkrisen und Währungsabwertungen nach der Ablösung des Bretton-Woods-Systems 1973. Der Fokus der Literatur liegt hierbei auf der Frage nach spekulativen Attacken auf Währungen, die an eine Ankerwährung „gepegged“ sind. Allerdings lassen sich die dabei entscheidenden Mechanismen auf viele Marktsegmente übertragen und somit auch aktuelle Problemfälle analysieren. Man unterscheidet in der Krisenliteratur hauptsächlich drei Modellkonstruktionen:

1. Modelle der ersten Generation⁵: Hierbei werden spekulative Attacken auf Währungen dadurch erklärt, dass realwirtschaftliche Entwicklungen dafür sorgen, dass der Außenwert der heimischen Währung von Seiten der Regierung nicht mehr aufrecht erhalten werden kann. Diese Modellkonstellation lässt sich beispielsweise anwenden, um klassische Währungskrisen z. B. in den Emerging Markets (Thailand 1997) zu erklären. Kapitalabflüsse und steigende Leistungsbilanzdefizite führen konsequenterweise zu einer Abwertung, die dann auch sehr abrupt erfolgen kann. Krisen sind folglich eine rationale Reaktion auf eine Wechselkursinkonsistente Wirtschaftspolitik.
2. Modelle der zweiten Generation⁶: Hier wird der Kritik an den Modellen der ersten Generation, also der Annahme, dass Regierungen entgegen realwirtschaftlicher Entwicklungen ein inkonsistentes Wechselkursniveau aufrechterhalten, Rechnung getragen. Deshalb wird hier die politische Entscheidung endogenisiert, d. h. implizit als solche modelliert. Regierungen vergleichen den Nutzen (Verteuerung von Importgütern) und die Kosten (höheres Zinsniveau) der Aufrechterhaltung eines festen Wechselkurses. Hier fühlt man sich natürlich sofort erinnert an die Diskussionen eines Austritts eines Mitgliedslandes aus der Währungsunion

⁴ <https://www.iif.com/publication/global-debt-monitor/global-debt-monitor-july-2018>

⁵ Vgl. u.a. Krugman, P. (1979): *A Model of Balance-of-Payments Crisis*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 11, Nr. 3, S. 311-325.

⁶ Vgl. u.a. Obstfeld, M. (1986): *Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crisis*, The American Economic Review, Vol. 76, Nr. 1, S. 72-81.



(Griechenland 2010-12, Italien aktuell).

3. Financial-Panic-Modelle⁷: Diese Modelle basieren auf einem Principal-Agent-Ansatz, wobei von mehreren Gleichgewichten auf den Märkten ausgegangen wird. Mit Hilfe des Konzepts des Nash-Gleichgewichts kann man bspw. zeigen, dass in unterschiedlichen Szenarien (bezogen auf die Höhe der Währungsreserven) spekulative Attacken auftreten und das völlig unabhängig von realwirtschaftlichen Entwicklungen.

2019: Die nächste Eurokrise?

1. Italien – „Ich mache ihm ein Angebot, das er nicht ablehnen kann“ (Don Corleone)

Der Budget-Streit zwischen Italien und der EU hat bei Weitem größere Dimensionen als die reine Diskussion bzgl. der Effekte auf die Staatsverschuldung und die Verletzung des Austeritätspaktes. Die politische Dimension einer offenen Verletzung internationaler Vereinbarungen damit zu begründen, dass diese Vereinbarung von der Vorgängerregierung geschlossen wurde und sich die aktuelle nicht daran gebunden fühlt, diskreditiert Italien als zuverlässigen Partner. Es bringt aber auch die EU in eine prekäre Situation, da sie bei Zugeständnissen damit rechnen muss, dass sie hier ein Exempel statuiert, das Nachahmer finden könnte.

Daneben gibt es aber zwei Effekte, die unserer Ansicht nach viel dramatischer wirken. Erstens handelt es sich bei den geplanten Mehrausgaben eben nicht um Maßnahmen, die eine Lösung der langfristigen strukturellen Probleme Italiens (Lohnkosten etc.) darstellen, sondern im Gegenteil diese noch verstärken. Zweitens hat der Budget-Streit inzwischen Auswirkungen auf die Wirtschaft (siehe den nachfolgend diskutierten Zuwachs an italienischen Distressed-Namen) und v. a. auf den Bankensektor. Die Unicredit musste Ende November ein USD 3 Mrd. Private Placement zu Swap +420 bp platzieren (Investor war Pimco). Dieser Aufschlag trägt auch den gestiegenen Risikoaufschlägen Italiens Rechnung. Man mag die Transaktion durchaus positiv betrachten, sie zeigt allerdings auch, dass steigende Refinanzierungskosten auf die ohnehin schon wenig profitablen Banken zukommen, was der Stabilität des Sektors insgesamt wenig zuträglich ist.

2. Brexit – noch lange nicht vorbei

Egal wie die Brexit-Abstimmung am 11. Dezember ausgeht – die Problematik wird uns auch in 2019 verfolgen. Es stehen noch Beschlüsse aus bzgl. der zukünftigen Zusammenarbeit, weshalb die Gefahr eines „No-Deal-Brexit“ Ende 2020 also noch lange nicht gebannt ist. Außerdem warten im Mai 2019 die Wahlen zum Europaparlament, wobei erwartet werden muss, dass die populistischen Parteien Europas starke Zugewinne verzeichnen, was wiederum die zukünftigen Verhandlungen mit Großbritannien zusätzlich erschweren könnte. Abgesehen von den negativen politischen Effekten auf andere Länder der Eurozone und die Stärkung antieuropäischer Kräfte, steht außer Frage, dass die Auswirkungen auf die Ökonomien auf beiden Seiten der Verhandlungspartner nachteilig bis verheerend sein werden. Und das in einer Situation, in der die außenpolitische Macht Europas sinkt. Das Damokles-Schwert für Europabefürworter stellt eine mögliche Achse Johnson & Trump dar, die kontinuierlichen Druck auf die EU ausüben wird. Generell muss aber gesagt werden, dass sich die europäische Idee nicht mit einer Sonderstellung von einzelnen Mitgliedsländern vereinbaren lässt und somit ist das Ausschei-

⁷ Protagonisten waren u.a. Diamond, D. und Dybvig, P. (1983): *Bank Runs, Liquidity, and Deposit Insurance*, Journal of Political Economy, Vol. 91, S. 401-419.



den Großbritanniens durchaus sinnvoll.⁸ Offensichtlich ist hier bereits die Abwägung zwischen den Kosten und dem Nutzen eines Verbleibs getroffen worden, wobei allerdings in Frage gestellt werden darf, ob auch alle damit verbundenen Effekte rational abgewogen wurden.

Auch im neunten Jahr nach Ausbruch der europäischen Schuldenkrise hat sich also strukturell wenig verbessert. Allein die generöse Subvention der EZB hat das Bankensystem in zumindest einigen Ländern Europas vor dem Zusammenbruch bewahrt. Die Verknüpfung zwischen Banken und Staaten bleibt in vielen Ländern die systemische Sollbruchstelle und die Rolle der EZB ist hierbei wenig schmeichelhaft. Vor allem, da die großen Staatsanleihen-Positionen einiger Banken (v. a. italienische und spanische) zum spürbaren Teil durch die günstige Refinanzierung aus TLTROs (Targeted longer-term refinancing operations) der Zentralbank ermöglicht wurden. Unserer Ansicht nach steht das italienische Bankensystem extrem unter Druck und es zeichnet sich hier keine kurzfristige Besserung ab. Im Gegenteil, der wirtschaftspolitische Kurs der italienischen Regierung spricht dafür, dass die Insolvenzen in Italien zunehmen und dadurch die Kreditbücher der Banken weiter belastet werden. Ökonomisch betrachtet müsste das italienische Bankensystem komplett restrukturiert und konsolidiert werden, um den Anforderungen eines freien Finanzmarkts ohne der Unterstützung der EZB standhalten zu können. Da dies unter der aktuellen Regierung äußerst unwahrscheinlich erscheint, bleibt der EZB nichts anderes übrig, als ihre Rolle des „Lenders of last Resort“ aktiv treu zu bleiben.

2019: Die nächste Finanzmarktkrise?

Wie eingangs bereits dargelegt, unterscheidet sich die aktuelle Situation an den Märkten nur auf den ersten Blick von derjenigen des Jahres 2007. Allerdings ist die Fragilität des Systems momentan auch in den Emerging Markets zu spüren – durchaus ein Hort der Stabilität in den Nuller-Jahren.

1. Das Risiko einer Währungskrise

Referenziert man auf die aktuelle Situation in einigen Schwellenländern, muss man sich unweigerlich an die oben erwähnten Krisenmodelle der ersten Generation erinnern fühlen. Natürlich stehen solche Länder im Zentrum der Aufmerksamkeit, die ein Leistungsbilanzdefizit (Indien, Türkei, Venezuela) aufweisen, während wir die Entwicklungen der Kapitalströme (die natürlich teilweise den Leistungsbilanzdefiziten geschuldet sind) als zentrales Risiko ansehen. Beispielsweise halten wir die jüngsten Entwicklungen in der Türkei und Argentinien für die logische Konsequenz des EM-Hypes der letzten Dekade. Hier kann man sich an den Entwicklungen in Südostasien in den 90er Jahren orientieren, die sich letztlich in der asiatischen Währungskrise 1997/1998 kulminiert haben. Der Mechanismus ist in beiden Situationen sehr ähnlich. Starke Kapitalzuflüsse (Portfolio- und Direktinvestitionen) führen zu einem gestiegenen Verschuldungsgrad in ausländischer Währung und lassen sich nur rechtfertigen, solange die Wachstumsraten in diesen Ländern hoch sind. Die Niedrigzinsphase der letzten Jahre hat diese Problematik noch verstärkt. Die Gefahr besteht nun in einer negativen Entwicklung der ausländischen Direkt- und Portfolioinvestitionen in diesen Ländern. Hierbei können die jüngsten politischen Entwicklungen als Auslöser bezeichnet werden, keinesfalls jedoch als Ursache einer potentiellen Währungskrise. Vor dem Hintergrund sich materialisierender Handelskonflikte und sich verschlechternder Refinanzierungskonditionen durch die Zinserhöhungen der Fed werden vor allem solche Länder belastet, die stark

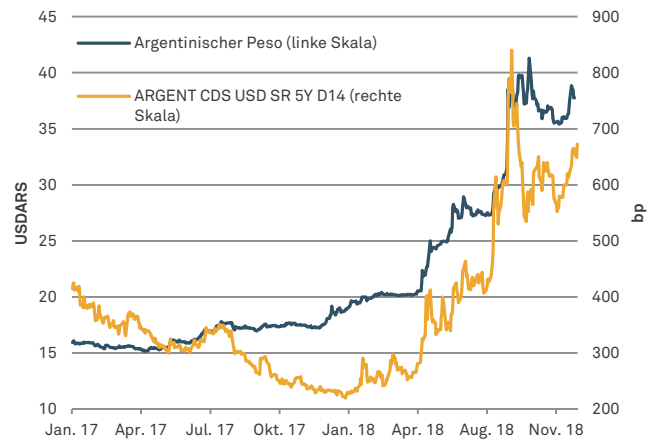
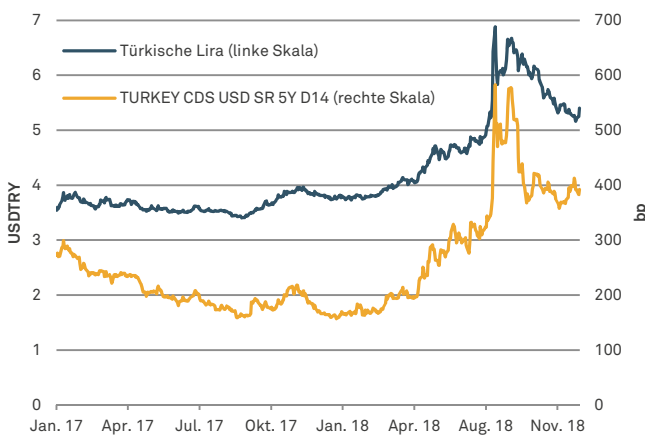
⁸ Den geschichtlich interessierten Lesern wird eine Analyse aus dem Jahre 1993 nahegelegt: https://www.econstor.eu/bitstream/10419/137042/1/wd_v73_i09_pp447-460.pdf. Es kann also niemand behaupten, man hätte die Problematik nicht gekannt.



exportabhängig bei der Devisenbeschaffung sind. Die logische Konsequenz von Kapitalabflüssen ist eine Abwertung der heimischen Währung und damit eine implizit weiter steigende Auslandsverschuldung, die einen Zahlungsausfall des jeweiligen Landes wahrscheinlicher werden lässt. Diese Entwicklung zeigt sich v. a. in dem hohen Gleichlauf zwischen der Spread-Entwicklung von Credit Default Swaps und der heimischen Währung.

Währungsabwertung und implizite Ausfallwahrscheinlichkeiten

Quelle: Bloomberg



Hier kann also durchaus der Mechanismus von Währungskrisen unabhängig vom Wechselkursystem angewendet werden! Das Argument, dass die fundamentale Solidität eines Landes dem entgegenwirken kann, ist spätestens beim Einsetzen selbsterfüllender Prozesse obsolet. Seit Dornbuschs Overshooting Modell wissen wir, dass eine Abkopplung der Währung von den Gütermärkten durch die unterschiedliche Anpassungsgeschwindigkeit auf beiden Märkten erklärt werden kann. Gütermärkte benötigen länger, um in ein neues Gleichgewicht zu kommen, was einfach durch längerfristige Lieferverträge erklärt werden kann, während Währungen immanent reagieren. Somit lässt sich durchaus folgern, dass die Kapitalmärkte vorlaufenden Charakter haben und die realwirtschaftlichen Entwicklungen dem folgen. Der aktuelle Zustand der Ökonomie spielt hier also gar keine Rolle.

Wichtig in diesem Zusammenhang ist eben, dass in vielen EM-Ländern diese Entwicklungen zu beobachten sind. Laut OECD sind ausländische Direktinvestitionen im ersten Halbjahr 2018 um 44 % zurückgegangen im Vergleich zum Vorjahreszeitraum.⁹ Sogar in China ist die Verschuldung der Kommunen (in Memorandum an die Vorlehman-Phase mal wieder über Off-Balance-Sheet-Vehikel) so stark angestiegen, dass die chinesische Regierung dies als Risiko identifiziert hat. In der Türkei sind es die politischen Verhältnisse, in Argentinien die wirtschaftliche Situation. Es gibt jeweils länderspezifische Auslöser, aber die grundlegende Fragilität der EM-Länder hat dieselbe Ursache. Und vor dem Hintergrund weiter steigender Zinsen wird diese Problematik verschärft und es ist demnach nur eine Frage der Zeit, bis weitere Krisensymptome auftreten.

2. Risiko einer „fully-fledged Credit Crisis“?

Eine „fully-fledged“ Kreditkrise entsteht nur, wenn die eingangs erwähnten Spillover-Effekte nicht eingedämmt werden können. Auch wenn das Finanzsystem aktuell stabiler erscheinen mag als das im Vorfeld der Finanzkrise 2007/08 der Fall war, gibt es dennoch einige Anzeichen dafür, dass die Gefahr einer ausweitenden Kreditkrise

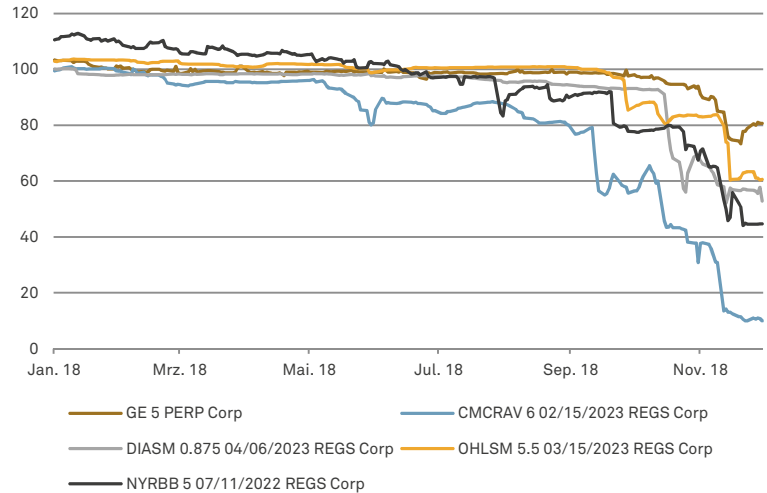
⁹ <http://www.oecd.org/investment/FDI-in-Figures-October-2018.pdf>



durchaus vorhanden ist. Nach Jahren der Entspannung an den Kreditmärkten ist im Herbst 2018 der Anteil von „Distressed“ Unternehmen erstmals seit Jahren wieder sprunghaft angestiegen. Obwohl immer unternehmensspezifische Entwicklungen vorliegen, ist darin durchaus ein systematisches Problem zu sehen. Das kann man u. a. auch dadurch visualisieren, dass die „Fallen Angels“ sich über unterschiedliche Branchen und Regionen ausbreiten – in der folgenden Abbildung ein kleines Sammelsurium.

Die jüngsten „Fallen Angels“

Quelle: Bloomberg



Auch wenn hier natürlich italienische Unternehmen (wie das Bauunternehmen Cooperative Muratori oder die Supermarktkette DIA) nicht fehlen dürfen, sind – um nur einige zu nennen – auch Nachranganleihen von GE, das spanische Industrieunternehmen OHL und der niederländische Minenbetreiber Nyrstar stark unter Druck geraten (und haben teilweise den Insolvenzantrag bereits gestellt). Letztlich passiert genau das, was man erwarten konnte von einer historisch langen Phase des billigen Geldes, das eben vor allem solchen Unternehmen das Überleben gesichert hat, die in „normalen“ Marktphase diese Entwicklung bereits früher vorgenommen hätten. Schon eine geringe Verschlechterung der Refinanzierungsbedingungen führt im aktuellen Umfeld folglich zu einem starken Anstieg von „Distressed“ Unternehmen.

Auch der „Leverage-Cycle“ spricht eindeutig für ein Ende des Kreditbooms der letzten Jahre. Der IMF weist in seinem jüngsten Global Financial Stability Report (Oktober 2018) insbesondere auf die Entwicklung des Leveraged Loan Markts hin.¹⁰ Das globale Marktvolumen ist in den letzten Jahren auf das Rekordniveau von USD 1.300 Mrd. gestiegen, wobei die Gläubigerschutzrechte sukzessive abgeschwächt wurden. Während der Anteil der stark verschuldeten Unternehmen also bei der Kreditvergabe stark gestiegen ist, wurden die Finanzierungsmittel auch nicht im Sinne des Fremdkapitalgebers, sondern v. a. im Sinne des Eigenkapitalgebers verwendet. Das spiegelt sich u. a. in zunehmenden M&A-Aktivitäten, in gestiegenen Dividendenzahlungen sowie in den anhaltend hohen Aktienrückkäufen der Unternehmen wider. Und eben nicht in wachstumsorientierten produktiven Investments, die langfristig die Überlebenswahrscheinlichkeit der Unternehmen erhöhen – dies hätte im Zyklus die letzten Jahre passieren müssen, um eine konjunkturelle Abschwächung in Kombination mit schlechteren Refinanzierungsbedingungen unbeschadet zu überstehen.

Die Gefahr für das globale Bankensystem ist also trotz der regulativen Einschnitte der letzten Dekade noch nicht gebannt. Auch wenn Kre-

¹⁰ <https://blogs.imf.org/2018/11/15/sounding-the-alarm-on-leveraged-lending/>



ditrisiko in Form von strukturierten Derivaten (CDOs, ABS etc.) abgenommen hat, schlummert die Gefahr auf den Bilanzen der Banken in Form notleidender Kredite. Hier hat das europäische Bankensystem ausnahmsweise einmal die Nase vorn, wobei die üblichen verdächtigen Banken seit der europäischen Schuldenkrise dieselben geblieben sind: Griechenland (41,0 %), Zypern (30,2 %), Portugal (10,1 %) und Italien (8,1 %), während absolut betrachtet Italien unangefochten mit EUR 159 Mrd. an der Spitze steht. Somit schließt sich der Kreis zu der eingangs gestellten Frage, ob alles besser ist als vor zehn Jahren, deren Beantwortung dem geneigten Leser überlassen wird.

Cross-Asset-Ausblick 2019

„The Fed is going loco“ (Donald Trump) oder „I didn't do it!“ (Bart Simpson)

Donald Trump erinnert in seiner Eigenart wahrscheinlich viele Eltern ein bisschen an ihre Kinder: In der Regel können sie nichts dafür, wenn irgendetwas schief geht. Man muss hier auch nicht allzu viele Worte verlieren, da es keinem ernsthaften Politiker einfallen würde, die Unabhängigkeit der Zentralbank in Frage zu stellen. Gefährlich ist nur, dass dies in autokratischen Demokratien derzeit en vogue zu sein scheint. Nur solange die Geldpolitik wachstumsunterstützend wirkt, findet sie die Zustimmung der Politik. Was allerdings unabhängig von populistischen Aussagen offensichtlich wird: Kaum kehrt die Geldpolitik zur „Normalität“ zurück, kommen die Märkte unter Druck. Es ist ein wenig verwunderlich, dass steigende Märkte als Norm angesehen werden, ganz egal weshalb diese gestiegen sind. Es steht ja außer Diskussion, dass die Zinspolitik der letzten Jahre einer der Hauptfaktoren für den starken Rückgang der Risikoprämien war. Wenn man sich nun einig ist, dass die Rückkehr zu einer etwas restriktiveren Zinspolitik auch angesichts erster inflationärer Risiken (US Arbeitsmarkt) eine logische Konsequenz darstellt und zyklisch bedingt erforderlich ist, dann darf man sich auch nicht wundern, wenn Preise der „risky assets“ gegen ein neues Gleichgewicht bei einem höheren Zinsniveau streben. Ein Anstieg der Risikoprämien ist eine unabdingbare Konsequenz in dieser Situation.

Bereits im letzten Newsletter haben wir beschrieben, wie der Mechanismus steigender US-Zinsen in Kombination mit zunehmenden Handelseinschränkungen vor allem die EM-Länder in Bedrängnis bringt. Das ist unserer Ansicht nach ein generelles Phänomen, auch wenn es aktuell nur in einigen Ländern augenscheinlich ist (allen voran in Argentinien, Brasilien und in der Türkei).¹¹ Wir haben es aktuell mit den völlig normalen Effekten einer geänderten Kapitalallokation (sprich mit Kapitalabflüssen aus den EM-Ländern) zu tun, die angesichts des hohen Verschuldungsgrades derselben dazu führen, dass sich ein neues Gleichgewicht bei höheren Risikoprämien, niedrigerem Wachstum und Währungsabwertungen bildet. Dieser Prozess wird unserer Ansicht nach auch in 2019 noch nicht abgeschlossen sein, sondern kann vielmehr als Anfang einer längerfristigen Entwicklung betrachtet werden.

Nun bleibt die Tendenz einer restriktiveren Geldpolitik nicht allein auf die USA beschränkt. Auch wenn die EZB aktuell noch eine im historischen Kontext extrem expansive Politik vertritt, sie wird diese sukzessive zurückfahren müssen. Die Marktteilnehmer diskontieren bereits ein weniger unterstützendes geldpolitisches Umfeld in Europa, was sich deutlich in der Ausweitung der Credit-Spreads im europäischen IG-Universum zeigt. Das Segment hat in 2018 das bescheidenste Jahr seit 2011 erlebt, was vor allem durch die sich geänderte Angebots-/Nachfrage-Situation erklärt werden kann. Dem angekün-

¹¹ Der IMF ist anderer Meinung und sieht in diesen Ländern idiosynkratische Entwicklungen als hauptursächlich für die aktuellen Probleme; vgl. World Economic Outlook, *Challenges to Global Growth*, Oktober 2018.



digten Nachfragerückgang durch die Reduktion des Ankaufsvolumens der EZB als dominanter Käufer von europäischen IG-Credits steht ein Angebotsüberhang angesichts der starken Primärmarktaktivität vieler Unternehmen in der Erwartung steigender Refinanzierungskosten gegenüber. Diese Entwicklung ist keinesfalls überraschend und auch in der einschlägigen Literatur bestens bekannt. Unter anderen haben Greenwood und Hanson (2013) gezeigt, dass auf eine extreme Primärmarktaktivität im Niedrigzinsumfeld zwei bis drei Jahre später ein starker Anstieg der Credit-Spreads folgt.¹² Derselbe Zusammenhang lässt sich auch für die Kreditvergabeaktivität der Banken nachweisen.¹³ Diese Arbeiten versuchen die Entwicklungen am Kreditmarkt als Indikator für ökonomische Entwicklungen zu verwenden und der Zusammenhang zwischen Kredit- und ökonomischer Zyklus ist wenig überraschend extrem stabil über die letzten Dekaden. Allerdings muss man natürlich berücksichtigen, dass es in der Vergangenheit noch nie zu einer derart massiven Unterstützung der Kreditmärkte durch die Zentralbanken kam, weshalb es zu kurz zielt, nur aufgrund empirischer Ergebnisse eine globale Rezession in zwei bis drei Jahren zu prognostizieren. Aber diese Arbeiten verdeutlichen eindrucksvoll, dass man die Phasen des Zyklus zwar verlängern, aber eben nicht umgehen kann. Letztlich müssen die zentralen Risiken in 2019 vor dem Hintergrund eines sich ändernden globalen Zinsumfelds gesehen werden, wobei viele Entwicklungen für ein zyklisches Ende des extrem positiven Umfelds für die Kreditmärkte sprechen. Die „Mega-Trends“ in 2019 sehen wir wie nachfolgend aufgelistet:

1. Güterpreisinflation und Vermögenswertdeflation

Gerade in den USA werden v. a. die Entwicklungen am Arbeitsmarkt mit großer Sorge beobachtet, da erwartete Preissteigerungen wiederum eine restriktivere Geldpolitik anmahnen. Im Zuge einer weniger expansiven Geldpolitik sollten laut Lehrbuchmeinung inflationäre Tendenzen eingedämmt werden, wobei die aktuelle Situation unserer Ansicht nach sehr viel komplexer ist und aktuelle Effekte geldpolitischer Maßnahmen möglicherweise wenig mit Lehrbuchmeinungen zu tun haben. Der Hintergrund hierfür ist darin zu sehen, dass in der letzten Dekade die zentrale Ausprägung von Inflation in den Vermögenswerten zu finden war. D. h., die expansive Geldpolitik der Fed hat sich eben nicht an den Gütermärkten, sondern vielmehr an den Finanzmärkten manifestiert. Treten langsam inflationäre Tendenzen an den Gütermärkten auf, werden die Zentralbanken durch restriktivere Politik in erster Linie die Inflationstendenzen, die sehr viel stärker in den Finanzmärkten ausgeprägt sind, bekämpfen. Ohne dadurch die Preissteigerung von Gütern einzuschränken. Es spricht einiges dafür, dass steigende Zinsen v. a. den Finanzmarkt treffen, während die Gütermarktinflation weiter zunimmt und somit der Fed den Anlass bietet, weitere Zinserhöhungen anzustreben. Auch wenn nicht zu erwarten ist, dass Draghi die wenig verbleibende Zeit vor seinem Abschied nutzt, um eine Kehrtwende der EZB einzuleiten und somit eine Zinserhöhung derselben frühestens im November zu erwarten ist, gilt auch für Europa: Die zusätzlich bereitgestellte Liquidität hat vor allem Preissteigerungen in den Finanzmärkten bedingt und nur in geringem Maße in den Gütermärkten. Entzieht die EZB Liquidität, wird dies auf den Finanzmärkten viel spürbarer sein als auf den Gütermärkten.

2. Abschwächung des internationalen Handels und Verstärkung der Kapitalbewegungen

Der „Handelskrieg“ ausgehend von den USA wird unserer Ansicht nach vollkommen unterschätzt – auch wenn man davon ausgeht, dass es aus Sicht der USA „nur“ eine dominante Verhandlungsstrategie ist mit weiteren Zöllen zu drohen. Die negativen Wachstumseffekte zeichnen sich bereits ab (bspw. sichtbar in nach unten angepassten Prognosen des IMF), wobei die mittel- und langfristigen Effekte noch viel gravierender sein werden je länger diese Situation andauert.

¹² Greenwood, R. and Hanson, S. G. (2013): *Issuer Quality and Corporate Bond Returns*, Review of Financial Studies 26, Vol. 6, S. 1483–1525.

¹³ Baron, M. and Xiong, W. (2017): *Credit Expansion and Neglected Crash Risk*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 132(2), S. 713–764.



Die Argumentation der US-Regierung, mit ihrer Strategie einen Abbau der Zölle zu erreichen, ist indes wenig glaubwürdig und praktisch unmöglich, wenn diese gleichzeitig ihre eigene Industrie (z. B. die Stahlindustrie) subventioniert und ihr dadurch einen Vorteil im globalen Wettbewerb verschafft. Um fairen internationalen Handel vor dem Hintergrund nationaler Industriepolitik zu gewährleisten, sind die WTO-Regeln ersonnen worden. Freihandel setzt eben auch voraus, dass Staaten nicht direkt in den Markt eingreifen. Gleichzeitig wirken sich v. a. für die Entwicklungsländer die gestiegenen Refinanzierungskosten immer stärker aus. Die weiterhin zu erwartenden Kapitalabflüsse verschärfen die Situation. Weniger Handel bei einer zu erwartenden globalen Kapitalreallokation entspricht einer Umkehr des Prozesses der letzten Dekade, wobei die ehemaligen Profiteure unter Druck geraten werden. Und hier vor allem die Schwellenländer, die bereits starke Ungleichgewichte im Außenhandel aufweisen.

3. Europas Strukturprobleme

Die Budgetkontroverse Italiens und der Europäischen Union stellt nur ein Symptom der grundsätzlichen strukturellen Unterschiede innerhalb der EU dar. Im Mai nächsten Jahres stehen die Wahlen für das Europaparlament an und hierbei ist zu befürchten, dass populistische Tendenzen weiter zunehmen. Im Ernstfall erreichen die Populisten Wahlergebnisse, die ihnen erlauben, wichtige Entscheidungen hin zu einer Stärkung der europäischen Institutionen zu blockieren. Die sich unabhängig von der Entscheidung am 11. Dezember weiter andauernden Brexit-Verhandlungen erscheinen zwar aktuell einen geringen Effekt auf die Märkte zu haben – allerdings besteht das Risiko, dass sich die innenpolitischen Strömungen in Großbritannien gegen die moderaten Brexit-Strategen wenden. Ein „harter“ Brexit mit der drohenden Gefahr, dass Großbritannien den Status eines Drittlandes (wobei dann WTO-Regeln im Handel Anwendung finden) herabgestuft wird, wirkt vor dem Hintergrund des schwelenden globalen Handelskonfliktes besonders bedrohlich. Man muss sich vor allem vor Augen halten, dass die aktuellen Probleme in einem ökonomisch prosperierenden Umfeld aufgetreten sind – man kann sich vorstellen, wie sich die politischen Fronten (u. a. zu Fragen der Verschuldung) verhärten, wenn die wirtschaftliche Entwicklung stagniert.

Diese Gemengelage fördert hinsichtlich der Marktentwicklung in 2019 nicht unbedingt meinen Optimismus. Deshalb erwarte ich einen generellen Anstieg der Risikoprämien und abrupte Abwärtsbewegungen an den Kredit- und Aktienmärkten. Vorlaufenden Charakter werden Kreditmärkte dann bekommen, wenn sich die Gefahr einer oben beschriebenen Kreditkrise materialisiert – bei exogenen Schocks sehe ich indes die Aktienmärkte im „Lead“.

Natürlich überwiegt an den Märkten nach wie vor die Meinung, dass die fundamentale Situation noch zu stark sei, um einen starken Kurseinbruch zu befürchten. Und hier schließt sich der Kreis zu unserem einleitenden Ausflug zur Lehman-Krise. Die Situation war damals nämlich sehr ähnlich und es gab wenige Anzeichen ökonomischer Natur, weshalb man einen starken Einbruch der Märkte hätte erwarten müssen. Wie so oft bleibt nur zu raten, Ursache und Wirkung nicht zu verwechseln ... vorlaufenden Charakter haben die Märkte und nicht die Realwirtschaft! Aber trotz des wenig erbaulichen Ausblicks für 2019 können tröstliche Worte gefunden werden, dieses Mal von George Bernhard Shaw: „Was wir brauchen, sind ein paar verrückte Leute; seht euch an, wohin uns die Normalen gebracht haben.“ In diesem Sinne kann 2019 doch noch positiv überraschen.



Forecast-Tabelle

2018	3M	6M	9M	12M
Credit				
IG Cash	-	-	--	--
IG CDS	-	--	--	--
HY Cash	--	--	--	--
HY CDS	--	--	--	--
Fin Cash	-	-	-	-
Fin CDS	-	-	-	-
Staatsanleihen				
AAA/AA	o	o	o	o
Emerging Markets	-	-	--	--
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)

* Die Toten Hosen (1984) auf dem unerreichten zweiten Album „Unter falscher Flagge“. Im Original von Drafi Deutscher.



Disclaimer

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die XAIA Investment GmbH, München, deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird deshalb vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung über Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die Verkaufsunterlagen werden bei den Vertriebspartnern zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten. Die Verkaufsunterlagen sind zudem erhältlich im Internet unter: www.universal-investment.lu.

Alle in der Darstellung geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der XAIA Investment GmbH zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die XAIA Investment GmbH behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die XAIA Investment GmbH kann andere Publikationen veröffentlichen haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können zudem für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen.

Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode, Simulationen erfolgen in der Regel auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind unter Umständen in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken.

Diese Darstellung ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche sie gerichtet ist. Sie darf weder von anderen Personen verwendet werden, noch in Form von Veröffentlichung oder Weitergabe anderen Personen zugänglich gemacht werden.

Etwaige steuerliche Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen.

Der Inhalt dieser Darstellung ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der XAIA Investment GmbH weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.

© XAIA Investment GmbH 2018