

Marktbericht 4. Quartal 2011



INVESTMENTSTRATEGIE

Marktbericht 4. Quartal 2011, Stand 30.09.2011

Inhaltsverzeichnis	Seite
Globales Investmentumfeld	2
Ökonomische Rahmenbedingungen	4
Aktien	7
Anleihen	11
Währungen	14
Rohstoffe	15
Hedge Funds	17
Private Equity	19
Immobilien	21
Portfolioausrichtung	22
Rechtliche Hinweise	23

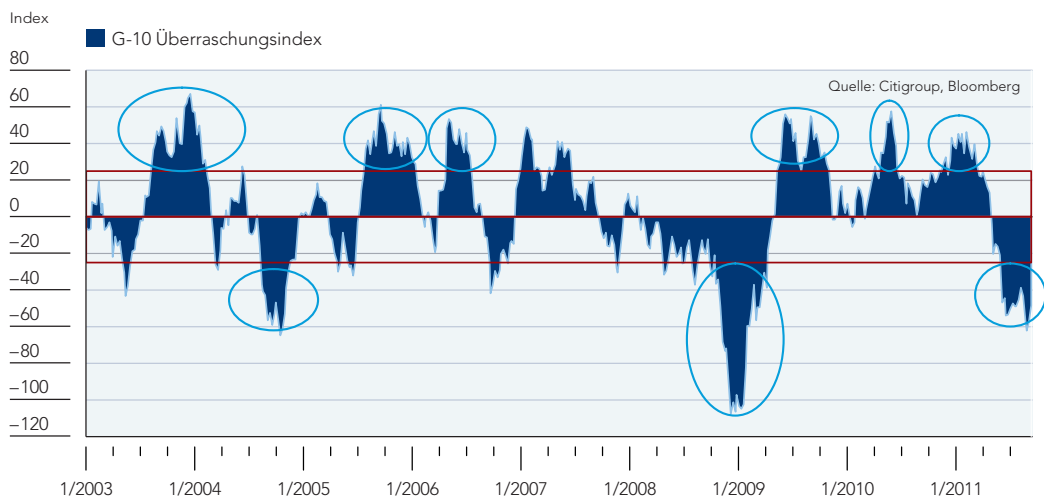
Was taugen noch Prognosen?

Hängt es mit der täglich steigenden Weltbevölkerung zusammen, ist es die anhaltende mediale Revolution über Smartphones, Internet und Mail oder ist es die aktuelle, komplizierte Situation, dass es zumindest so erscheint, als ob immer mehr Ökonomen, Anlageexperten, Politiker und sonstige Kommentatoren sich berufen fühlen, die aktuelle Lage zu analysieren, Prognosen abzugeben bzw. mehr oder weniger realistische Lösungsvorschläge zu entwerfen. Nie wurde so viel geredet – und nie standen die Menschen den Krisen dieser Welt so ratlos gegenüber.

Der häufige kollektive Irrtum unserer Branche, aber auch großer Forschungsinstitute lässt sich ja fast schon jährlich an der berühmten Handelsblattumfrage zu DAX, US-Dollar und Zinsen festmachen. In schöner Regelmäßigkeit werden die Prognosen ziemlich weit verfehlt. So müsste der DAX derzeit eher Richtung 7.000 Punkte tendieren und die Rendite für 10-jährige Bundesanleihen „stramme“ 3,6% bieten.

Anhand des so genannten G-10 Überraschungsindex (dieser Index misst die Abweichung der Analystenschätzung von ökonomischen Daten vom tatsächlichen Ergebnis in den G-10-Staaten) in den letzten 8 Jahren zeigt sich, dass in fast 50% der Fälle die Analysten die volkswirtschaftlichen Daten massiv über- oder unterschätzen.

G-10 Überraschungsindex 2003 – 2011



Ein weiteres schönes Beispiel von krasser Fehlschätzung sind regelmäßig die regierungsamtlichen Prognosen zu Entwicklung der Staatsverschuldung. Das Budget-Büro des US-Kongresses hatte sich Anfang dieses Jahrtausend bei seiner Schätzung der langfristigen Finanzplanung beim kumulativen Budgetsaldo der Fiskaljahre 2002–2011 um fast 12 Billionen USD verschätzt. Oooops – Not quoted as planned!

Wir haben an dieser Stelle ein gehöriges Maß an Demut vor der eigenen Prognosefähigkeit.

Zwischen 1982 und 2007 waren drei außergewöhnlich lange Expansionsphasen zu beobachten. Diese waren begünstigt durch einen säkularen Disinflationstrend und vielen positiven Effekten der Globalisierung. Notenbanken und Staaten waren in der Lage aufkeimende Schwäche durch Fiskalprogramme und Geldstimuli schnell zu bekämpfen und großes Vertrauen bei Haushalten, Unternehmen und Investoren zu erzeugen.

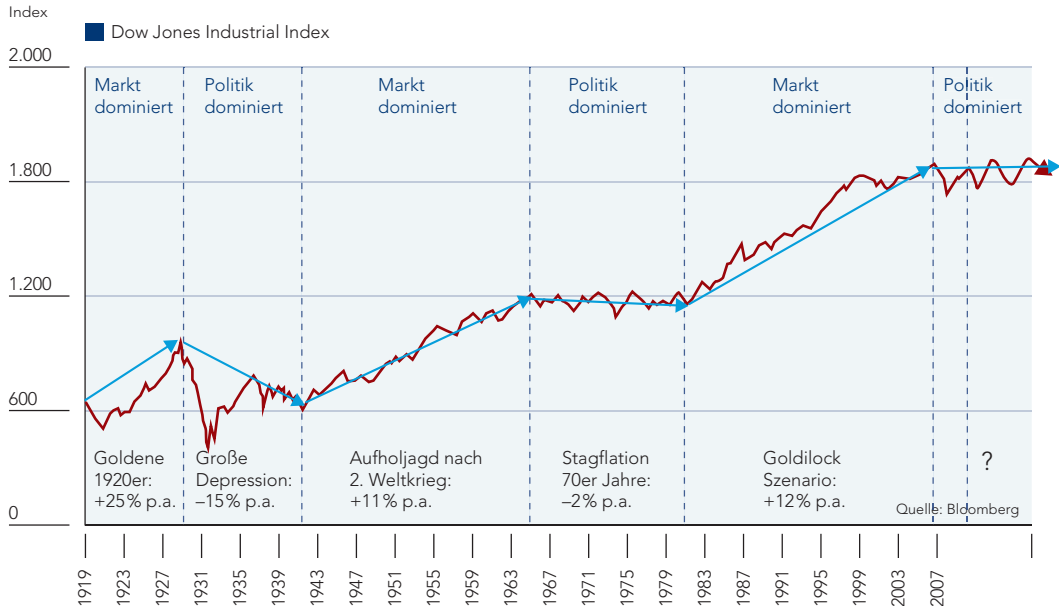
GLOBALES INVESTMENTUMFELD

Die Waffenarsenale der Staaten und Notenbanken sind leer, das Vertrauen in diese Verteidigungsinstitutionen ist dahin und die Rückkehr zu kurzfristigen Zyklen erleben wir gerade spürbar.

In einer sehr fundierten Analyse von Global Markets Research der Deutschen Bank geht man von einer großen Wahrscheinlichkeit aus, dass einer Rezession 2012 weitere heftige Abschwünge bereits in 2016 und 2020 folgen können. Das wird massive Auswirkungen auf kurz- und langfristigen Assetpreise haben.

Ferner ist eine sehr deutliche Tendenz zu beobachten, dass Konjunkturen und Kapitalmärkte zunehmend wieder von Staatseingriffen beherrscht werden. In den letzten 100 Jahren wechselten sich die marktdominierten und politikdominierten Zyklen immer wieder ab. Deregulierung, Privatisierung, Freihandel, Steuersenkungen und der Fokus auf Makrodaten erzeugten i.d.R. ein gutes Investitionsumfeld für Aktien. Re-Regulierung, Verstaatlichung, Protektion, Steuerunsicherheit erzeugten viel Unsicherheit in der Realwirtschaft und kein gutes Klima für Aktien. Wir stehen derzeit mitten im Paradigmenwechsel zu mehr Staatseingriffen. Es gibt den alten Börsenspruch: Politische Börsen haben kurze Beine! Wir befürchten, dass die Weisheit derzeit nicht mehr gilt und wir uns mit dem Staatseinfluss länger auseinandersetzen müssen. Das erhöht die Anforderungen an die Vermögensverwalter und Investoren, da auch die Analyse und Antizipation von Politik nötig ist.

Dow Jones Industrial Index 1920 – 2011 (logarithmisch)



Bereits diese Vermutungen sind mit einem gehörigen Respekt vor der eigenen Prognosefähigkeit getroffen. Es gibt aber auch Themen – die nicht minder wichtig sind – zu denen es sehr schwer ist, derzeit eine klare Meinung zu fassen und zu artikulieren. Natürlich ist es einfach, auch auf diesen Feldern „schlagzeilenträchtige“ Statements abzugeben, um aufzufallen und für sich zu werben. Es gibt in diesen Tagen genügend Beispiele hierzu.

Wir bekennen aber sehr klar, dass wir einige drohende Veränderungspotenziale derzeit nicht mit hinreichender Sicherheit einschätzen können. Wir erkennen Sie aber als Möglichkeiten und schärfen unseren Blick darauf.

ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

USA

Mit (geborgtem) Geld gegen die (Verschuldungs-)Krise

Nach dem historisch anmutenden Downgrade der US-Staatsanleihen am 05.08.2011 infolge des halbherzigen Sparprogramms, welches im Rahmen der Schuldenobergrenzenerhöhung beschlossen wurde, scheinen die USA den seit Jahren eingeschlagenen Verschuldungsweg weiter gehen zu wollen. Auch wenn die FED bisher noch kein weiteres Programm verkündet hat, so ist die Ankündigung, dauerhaft den Leitzins bis mindestens Mitte 2013 bei 0–0,25% belassen zu wollen, doch ein starker Hinweis auf den Willen der Notenbank, gegen Wachstumsschwäche und deflationäre Tendenzen entschlossen vorzugehen. Gleichzeitig wirkten die niedrigen Preise für Geld bisher unterstützend auf die Rohstoffpreise. Dadurch wird jedoch den Konsumenten über höhere Energiepreise Kaufkraft entzogen, und das in einer Situation, in der ein einfacher Beschäftigter 5% weniger Real-Lohn erzielt, als zu Beginn der Messreihe 1964. Gleichzeitig gab die Zensusbehörde bekannt, dass das durchschnittliche Haushaltseinkommen das vierte Jahr in Folge gesunken ist (6,4% niedriger als 2007) und der Anteil der Amerikaner unter der Armutsgrenze auf 15,1% (46,2 Mio. Personen, 2007: 12,5%) gestiegen ist. Vor diesem Hintergrund überrascht es wenig, dass der US-Konsum eine ähnlich geringe Dynamik aufweist wie 2007. Bedenkt man, dass dieser gut 2/3 des Bruttoinlandsprodukts ausmacht, maßgeblich den Dienstleistungssektor beeinflusst und somit für den US-Arbeitsmarkt entscheidend ist, wird das Einkommens-Dilemma offensichtlich.

Daran dürfte auch das am 08. September verkündete neue Konjunkturpaket der Obama-Administration, welches zuerst noch die Hürden des republikanisch dominierten Repräsentantenhauses überstehen muss, grundsätzlich nicht viel ändern. Es entspricht mit knapp 450 Mrd. USD rund 3% des BIP und geht damit doch deutlich über die ursprünglichen Erwartungen hinaus. Wie aus der nachfolgenden Tabelle ersichtlich ist, besteht der größte Teil des Programms aus einer Verlängerung und Aufstockung bestehender Steuersenkungen. Hier wirkt lediglich die zusätzliche Absenkung konjunkturell treibend. Wäre wie ursprünglich geplant die Absenkung des Arbeitnehmerbeitrages zur Arbeitslosenversicherung Ende 2011 ausgelaufen, so hätte dies nochmals dämpfend auf die Konjunktur gewirkt.

Zusammensetzung US-Konjunkturprogramm

Massnahme		Kosten
Steuer-senkungen	Erneute Senkung des Arbeitnehmerbeitrags zur Arbeitslosenversicherung von 4,2% auf 3,1% bis Ende 2012 (die bisherige Reduktion von 6,2% würde damit nicht wie geplant Ende 2011 stattfinden,	240 Mrd. USD
	Senkung des Arbeitgeberbeitrags zur Arbeitslosenversicherung von 6,2% auf 3,1%	
	Sonstige Steuererleichterungen	13 Mrd. USD
Ausgaben-erhöhungen	Verlängerung der Arbeitslosenunterstützung um ein weiteres Jahr	50 Mrd. USD
	Zuwendungen an Bundesstaaten und Gemeinden	80 Mrd. USD
	Infrastrukturprojekte	60 Mrd. USD
	Sonstige Ausgabenprogramme	7 Mrd. USD
Gesamtsumme:		450 Mrd. USD

Quelle: White House, Bantleon

ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

Das oben dargestellte Programm ist außerdem bisher nur ein Vorschlag des Weißen Hauses. Wer die Diskussion um die Erhöhung der Schuldenobergrenze verfolgt hat, weiß um die Weigerung eines Großteils der republikanischen Volksvertreter Steuern zu erhöhen, und Ausgabenprogramme ohne konkrete Gegenfinanzierung zu beschließen. Genau hier blieb Obama bisher jedoch ein Konzept schuldig. Vor dem Hintergrund der Präsidentschaftswahlen 2012 erscheint es uns unwahrscheinlich, dass das Programm in vollem Umfang umgesetzt wird bzw. konjunkturwirksam werden kann, wenn Einsparungen an anderen Stellen erfolgen.

Europa

Im Zeichen der Sparprogramme

Nach den Brüssler-Beschlüssen vom 21. Juli, in denen u.a. eine Flexibilisierung des ESFS beschlossen wurde (so soll der Fonds zukünftig auch Anleihen präventiv kaufen können) stiegen die Risikoauflagen für europäische Staatsanleihen weiter an. Die Investoren stellen sich berechtigterweise die Frage, ob ein „freiwilliger Haircut“ auf 79% nur bei griechischen Anleihen möglich ist, oder ob dies ggf. bei Portugal, Irland und sogar bei Italien und Spanien denkbar ist. Ausgelöst von den Turbulenzen an den Märkten haben verschiedene Regierungen (u.a. Frankreich, Italien, Spanien) weitere Sparprogramme beschlossen. So werden beispielsweise in Italien 2012 bis zu 40 Mrd. € weniger Schulden geplant, finanziert wird dies aus Ausgabenreduzierungen (so werden beispielsweise Beamtengehälter bis 2015 eingefroren und das Renteneintrittsalter angehoben) sowie Einnahmesteigerungen. Zentraler Punkt ist hier die Anhebung der Mehrwertsteuer von 20 auf 21 %, darüber hinaus wird eine Reichensteuer für Einkommen ab 300.000 Euro in Höhe von 3% eingeführt und die Kapitalertragssteuer von 12,5% auf 20% angehoben. Abgerundet wird dies durch eine Art Praxisgebühr im Gesundheitssektor und Privatisierungen öffentlicher Unternehmen. Zusammen mit dem bereits beschlossenen ersten Sparpaket addieren sich die Einsparungen Italiens auf ca. 100 Mrd. Euro.

Wer sich das italienische Paket als Beispiel für die Vielzahl der Sparpakete nimmt, braucht nicht viel Vorstellungskraft, um sich die Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum auszumalen. Die kontraktiven Einflüsse der Finanzpolitik werden deutlich zu spüren sein. Hier rächt sich, dass in den Jahren mit besserem wirtschaftlichem Wachstum ungenügend Reformwillen gezeigt wurde. Es bleibt zu hoffen, dass die Sparprogramme zu mehr Vertrauen der Investoren führen, aber die Wirtschaft nicht zu stark leidet. Angesichts der teilweise bereits massiven Sparanstrengungen in den südeuropäischen Ländern wirken die Ratschläge einiger deutscher Ökonomen/Politiker, die Sparanstrengungen zu verstärken, nicht besonders zielführend. Die Kunst liegt in einer Zeit niedrigen Weltwirtschaftswachstums darin, Sparprogramme so zu gestalten, dass verkrustete Strukturen aufgebrochen werden (z.B. Arbeitsmärkte) ohne das Wachstum zu stark zu beeinflussen. Angesichts des bisherigen Vorgehens darf man hierzu jedoch nicht allzu optimistisch sein.

ÖKONOMISCHE RAHMENBEDINGUNGEN

Emerging Markets

China überzeugt weiter mit hohem Wachstum

Während die Konjunkturindikatoren in Europa und in den USA auf eine stärkere Verlangsamung der Weltwirtschaft hinweisen, bleibt China die Wachstumslokomotive. Neben China werden viele Schwellenländer die globale Wirtschaft am Laufen halten und weiter kräftig Produkte (Autos, Maschinen, Luxusgüter etc.) aus den klassischen Industrienationen wie Deutschland einkaufen. Natürlich geht eine Konjunkturabschwächung in der westlichen Hemisphäre nicht spurlos an den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und Südamerikas vorüber. Doch trotz einer signifikanten Wachstumsverlangsamung in Europa und den USA im 1. Halbjahr blieb beispielsweise das chinesische BIP relativ stabil. So sank das Wachstum im 2. Quartal im Vergleich zum 1. Quartal nur leicht um 0,2% auf nun 9,5%. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass China durch diverse geldpolitische Maßnahmen zur Bekämpfung der zuletzt angezogenen Inflation bewusst eine abgeschwächte Wirtschaft zur Vorbeugung einer Überhitzung in Kauf genommen hat. Nachdem zwischenzeitlich die Teuerungsrate im Juli auf 6,5% geklettert war, wird im weiteren Jahresverlauf mit einem Rückgang gerechnet. Basiseffekte bei den stark gestiegenen Nahrungsmittelpreisen und sinkende Rohstoffkosten dürften zu einer merklichen Entlastung führen. Falls die Industrieländer keine oder nur eine geringe Rezession verzeichnen, sollte China relativ gut durch die Abschwungphase kommen. Für 2011 schätzt der IWF im aktuellen World Economic Outlook vom September ein BIP-Wachstum von 9,5% und für 2012 immer noch 9,0%.

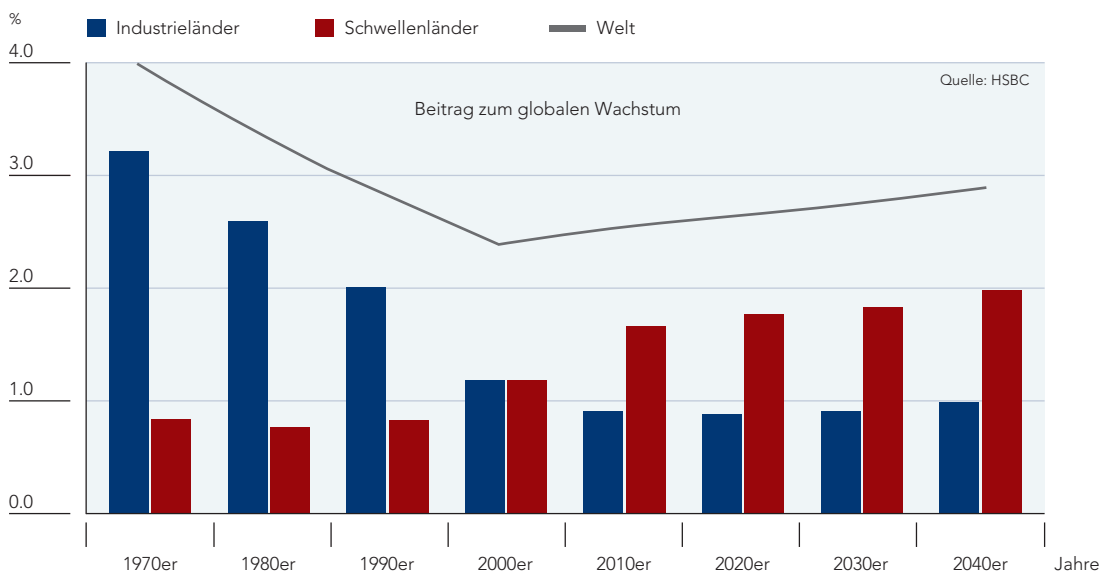
Wachstumssorgen belasten Börsen

Die Aktienmärkte mussten in den letzten sechs Wochen deutliche Verluste hinnehmen. Die Verschuldungsproblematik dies- und jenseits des Atlantiks und eine daraus resultierende Konjunkturabschwächung oder schlimmstenfalls sogar eine Rezession („Double Dip“) in den westlichen Industrienationen sorgten für heftige Verunsicherungen bei den Investoren. Die großen strukturellen Sorgen in Westeuropa und den USA lassen sich, so scheint es zumindest für den Moment, nicht so schnell lösen. Auch die asiatischen und lateinamerikanischen Aktienmärkte konnten sich dem Abwärtstrend nicht entziehen und verloren an Wert. Dennoch kristallisiert sich in der Anlegergemeinde immer mehr die Ansicht heraus, dass die nachlassende Bedeutung der klassischen Industrienationen sogar noch schneller vonstatten geht, als vor kurzem noch angenommen.

Strukturelle Wachstumsverschiebung von West nach Ost

Der Anteil der Emerging Markets an der Weltwirtschaft, getrieben von China, hat sich seit Anfang der achtziger Jahre deutlich erhöht. In dieser Zeit stieg allein der Anteil Chinas an der Weltwirtschaftsleistung von unter 2% im Jahr 1980 auf über 9% in 2010. China ist damit hinter den USA die zweitgrößte Volkswirtschaft. Damit wird klar, welchen maßgeblichen Anteil der bevölkerungsreichste Staat der Welt am globalen Wirtschaftswachstum mittlerweile hat. So betrug zwischen 2004 und 2007 der chinesische Anteil am weltweiten BIP-Wachstum 25%! Während der Wirtschafts- und Finanzkrise 2008/2009 war die Region Asien sogar die einzig verbliebene Wachstumsregion. Es ist zu erwarten, dass angesichts der anämischen Entwicklungen in USA und Europa die wirtschaftliche Bedeutung Chinas weiter zunehmen dürfte.

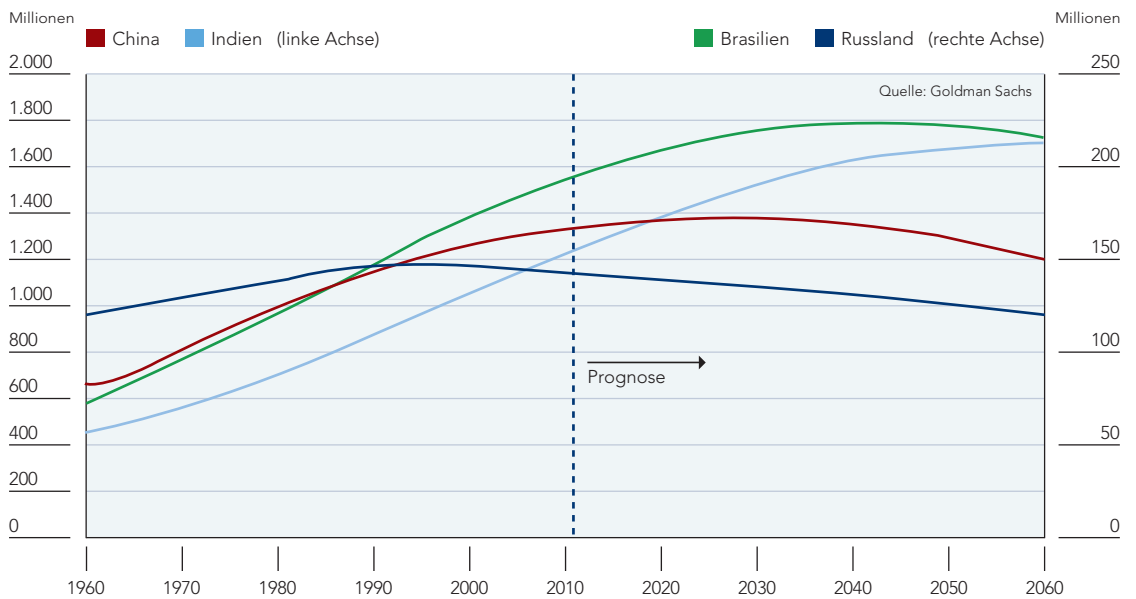
Wachstum in Schwellenländern beschleunigt globales Wachstum



Emerging Markets profitieren von demografischer Entwicklung

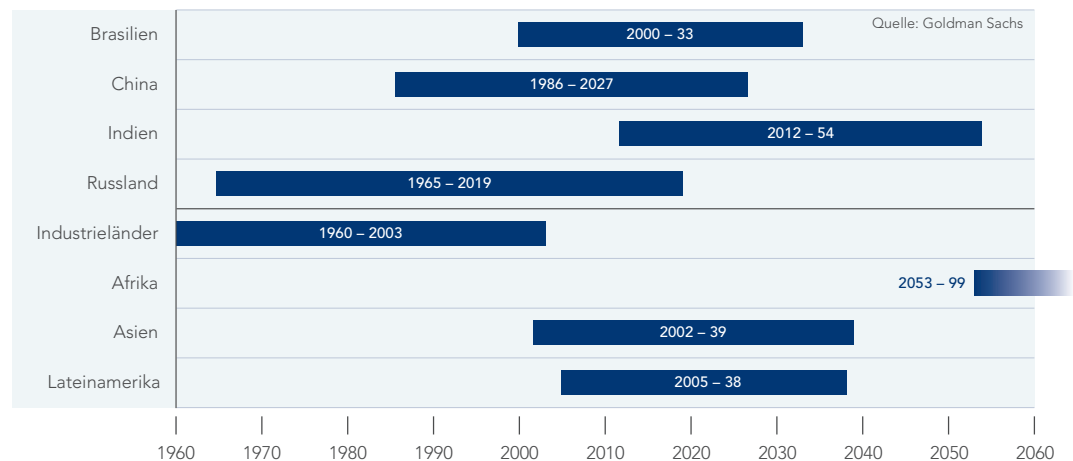
In den vergangenen 50 Jahren sind die Bevölkerungen in Brasilien, Russland, Indien und China massiv gewachsen. Rund 2,9 Mrd. Menschen leben in den sogenannten „BRIC“-Ländern. Das entspricht aktuell etwa 42% der Weltbevölkerung. Laut jüngsten UN-Prognosen wird sich das Bevölkerungswachstum in den kommenden Jahrzehnten verlangsamen. Während die indische Bevölkerung weiter zulegen wird, beginnt die Ein-Kind-Politik in China schon in den nächsten Jahren zu wirken. Aber auch die Altersstruktur in diesen Ländern wird sich deutlich verschieben. Doch bevor hier in ein paar Jahrzehnten die Überalterung der Gesellschaft Probleme bereiten wird, wie beispielsweise heute schon in Japan, öffnet sich für einige „BRIC“-Staaten erst das so genannte „demografische Fenster“. Damit ist gemeint, dass die Schwellenländer für eine bestimmte Zeit von einer günstigen Altersstruktur profitieren. Während dieser Phase ist der Anteil der arbeitenden Bevölkerung in Relation zum Anteil der Nichterwerbstätigen besonders hoch. Diese Zeitspanne ist in der Regel von Vorteil für die wirtschaftliche Dynamik. Bei einem höheren Lebensstandard einer gut ausgebildeten Bevölkerung steigt gleichzeitig das Konsumverhalten. China und Brasilien befinden sich bereits in dieser Periode. Indien wird im nächsten Jahr in diese Phase eintreten.

Bevölkerungswachstum in den BRIC-Ländern



Die „demografischen Fenster“

■ Anteil der Kinder unter 15 Jahren fällt unter 30%, der Anteil der Älteren liegt noch unter 15%



Vor allem in China gewinnt der Konsument mehr und mehr an Bedeutung. Steigende Löhne und eine breiter werdende, gut verdienende Mittelschicht rücken in den Fokus. Der chinesische Konsument ist zunehmend anspruchsvoll, qualitätsbewusst und orientiert sich am westlichen Lifestyle. Hierin wird für die nächsten Jahre ein enormes Wachstums- und Nachfragepotenzial gesehen. Nicht umsonst steht der neue 12. Fünfjahresplan Chinas unter dem Motto „Geld ausgeben und Kaufkraft stärken“. Das Ziel ist klar definiert: der Übergang Chinas von einer exportlastigen in eine konsumorientierte Volkswirtschaft. Schätzungen gehen davon aus, dass bereits im Jahr 2020 rund die Hälfte des chinesischen Bruttoinlandsprodukts von der Binnennachfrage getragen wird. Die Abhängigkeit von globalen Konjunkturzyklen würde dadurch deutlich verringert. Mit der Ausweitung des Inlandskonsums soll der Wohlstand gleichmäßiger verteilt, die bisher unterdurchschnittliche Entwicklung in den ländlichen Regionen vorangetrieben und damit die Sozialstrukturen verbessert werden. Natürlich sind die Emerging Markets gegen Konjunkturschwankungen aus den USA und Europa nicht immun. Und doch scheint der Weg vorgezeichnet, dass die Schwellenländer das überdurchschnittliche Wachstum in den nächsten Jahren weiter fortsetzen können. Als wert-haltige Gründe für diese Annahme sind zusätzlich eine flexibel agierende Wirtschafts- und Geld-politik, hohe Devisenreserven und eine niedrige Staatsverschuldung zu nennen.

Aufgrund dieser langfristigen Entwicklung haben wir unser strategisches Gewicht in Richtung der Schwellenländer Asiens und Lateinamerikas erhöht. Zu Jahresbeginn hatten wir das taktische Gewicht aufgrund der Kurskorrektur in Folge einer restriktiveren Geldpolitik reduziert. Im Vergleich zu Europa und den USA wurde die taktische Aktienquote der Emerging Markets im 3. Quartal von uns wieder angehoben. Trotz der Kursrückgänge in den Schwellenmärkten zum Jahresende 2010 und der ersten Hälfte des Jahres 2011 war die Wertentwicklung von Emerging Market Aktien in einem Zehnjahreszeitraum im Vergleich zum MSCI World-Index deutlich besser. Das verdeutlicht der nachfolgende Chart. In den beschriebenen strukturellen Vorteilen sehen wir weiterhin gute Argumente für eine Fortsetzung der Outperformance.

Outperformance des MSCI Emerging Markets versus MSCI World



USA

Die US-Notenbank verfolgt weiterhin den aggressiveren geldpolitischen Weg gegenüber der EZB. So folgt der Ankündigung, die Leitzinsen bis Mindestens 2013 auf dem aktuellen Niveau zu belassen, nun die „Operation twist“ (auch OT1 genannt). Dies bezeichnet die Verlängerung der durchschnittlichen Restlaufzeit der US-Staatsanleihen, welche sich in Besitz der FED befinden. Dazu verkauft sie bis Ende Juni 2012 Anleihen mit bis zu 3 Jahren Fälligkeit und kauft im Gegenzug langlaufende Anleihen. Überraschend war dabei einzig die Tatsache, dass sie knapp ein Drittel des Volumens in Laufzeiten über 20 Jahre investieren will. Dadurch soll die Zinskurve vor allem am langen Ende weiter gedrückt werden, um so das Wachstum anzukurbeln. Während die Zinskurve bereits die von der FED gewünschte Richtung eingeschlagen hat, sind wir hinsichtlich der konjunkturellen Auswirkungen der Aktion eher skeptisch.

Europa

Eurobond, blue bond, red bond – was verbirgt sich dahinter?

Im Zuge der europäischen Staatssolvenzkrise taucht der Begriff Eurobonds immer wieder auf, teilweise werden gemeinschaftliche Anleihen sogar als „Wundermittel“ gegen die Krise gesehen. Wir beleuchten im Folgenden die Argumente für und gegen gemeinsame Anleihen der Europäischen Währungsunion und zeigen offene Fragen auf.

Zuerst muss festgehalten werden, dass es bereits gemeinschaftliche Anleihen gibt. Sie werden von zwei verschiedenen Institutionen mit verschiedenen Haftungen begeben: Zum einen begibt die EU-Kommission Anleihen zur Finanzierung von bestimmten Programmen (z.B. Kredite an Portugal). Anleihen zur Haushaltsfinanzierung sind derzeit nicht erlaubt. Wird das weitergereichte Geld vom Mitgliedsland (hier Portugal) nicht zurückbezahlt, so muss die Anleihe aus dem EU-Haushalt bedient werden. Der EU-Haushalt wiederum ist durch die EU-Verträge von jedem einzelnen der 27 EU-Mitgliedsstaaten garantiert, so dass ggf. eine Rückgriffsmöglichkeit z.B. auf Deutschland, Frankreich oder Großbritannien besteht.

Außerdem werden vom EFSF (im Volksmund „Rettungsschirm“) Anleihen begeben, welche zur Finanzierung um Hilfe bittender Mitgliedsländer der Euro-Zone dienen. Für die Anleihen werden Bürgschaften der Euro-Länder verwendet, deren Höhe sich am Anteil der Volkswirtschaft am EZB-Kapital orientiert. So bürgt Deutschland für einen Anteil von ca. knapp 30% am EFSF. Um das AAA-Rating der Anleihen des EFSF zu gewährleisten, müssen mehr Bürgschaften zur Verfügung stehen als an Krediten ausgegeben werden kann. Die im Juli beschlossene Anhebung auf 780 Mrd. Euro ermöglicht dann ein Ausleihvermögen von 440 Mrd. Euro.

Verschiedene Konstruktionsmöglichkeiten

Grundsätzlich gibt es zwei Varianten zur zusätzlichen Emission gemeinsamer Anleihen: Entweder werden alle europäischen Staatsschulden gemeinsam emittiert, oder es gibt neben der gemeinsamen Anleihe auch weiterhin nationale Anleihen.

Eine Vergemeinschaftung aller Schulden (Eurobond) macht nur im Kontext einer tieferen Integration hin zu den „Vereinigten Staaten von Europa“ Sinn. Nur bei Schaffung von Zentralorganen, Beschränkung nationaler Handlungshoheiten und Reglementierung der Bundesstaaten sowie

ANLEIHEN

ggf. ausgleichende Mechanismen vergleichbar eines Länderfinanzausgleiches besteht die Möglichkeit, dass ein solches Unterfangen erfolgreich ist.

In einem ersten Schritt müsste eine unabhängige europäische Schuldenagentur geschaffen werden, welche die Anleihen begibt. Gleichzeitig müsste zumindest die Hoheit über die nationalen Budgets teilweise zur EU verlagert werden. Die Europäische Schuldenagentur würde dann den nationalen Parlamenten ein Schuldenbudget zugestehen, diese dürften es nicht überschreiten bzw. müssten mit den zugewiesenen Geldern haushalten und stets ausgeglichene Haushalte aufweisen.

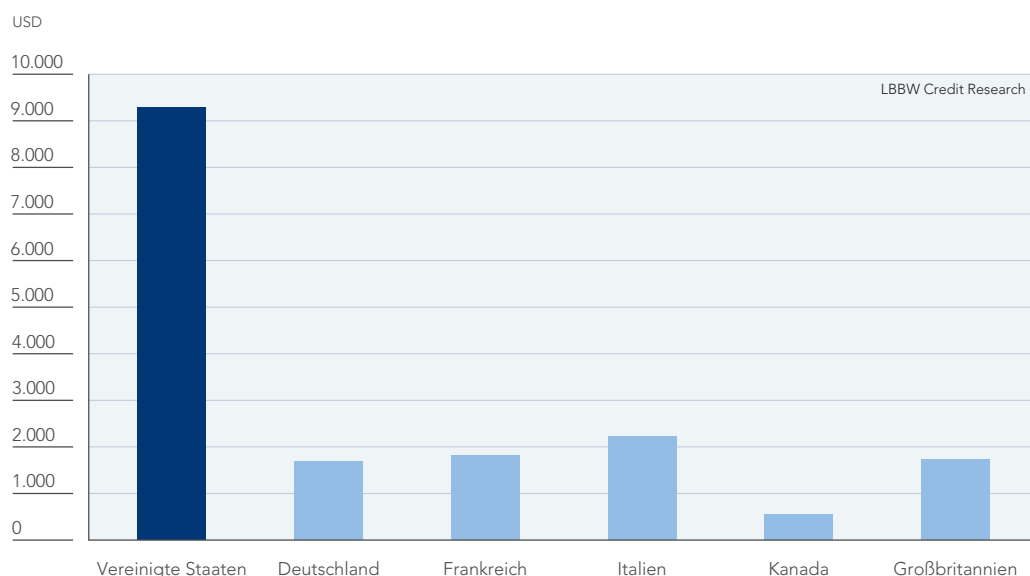
Blue bonds und red bonds

Ein interessanter Vorschlag zur zukünftigen Gestaltung der europäischen Verschuldung wurde von Jacques Delpla und Jakob von Weizsäcker erarbeitet. In diesem wird die Emission von Eurobonds für die ersten 60% der nationalen Staatsverschuldung vorgeschlagen. Anleihen, welche diesem Zweck dienen, werden blue bonds genannt (in Anlehnung an die Farbe der EU-Fahne). Diese gemeinschaftlichen Anleihen würden gegenüber den nationalen Anleihen (red bonds) vorrangig bedient werden. Durch die gemeinschaftliche Haftung der blue bonds wären diese, analog zu den EU-Anleihen, solange mit AAA geratet, wie einer der Mitgliedsstaaten dieses Rating aufweist.

Argumente für und gegen gemeinsame Anleihen

Vergleicht man die ausstehenden Bestände an begebenen Staatsanleihen der Vereinigten Staaten mit den europäischen G7-Staaten, so wird schnell auffällig, dass die US-Papiere den mit Abstand liquidesten Markt bilden. Wissenschaftliche Studien rechnen mit durchschnittlich um ca. 0,8% niedrigeren Finanzierungskosten des Staates¹. Dies wird im Allgemeinen als „exorbitantes Privileg“ der USA bezeichnet. Selbst mit geringeren Zinsvorteilen gerechnet, könnte sich daraus ein Finanzierungsvorteil ergeben.

Volumen der ausstehenden Staatsanleihen in Mrd. US-Dollar



¹ Quelle: Francis Warnock und Veronica Warnock (2009), International Capital Flows and US Interest Rates

Im Falle von Eurobonds dürfte das Kreditrisiko und somit das Rating und die Zinskosten dem gewichteten Durchschnitt der Eurozone entsprechen. Dabei muss allerdings zweierlei berücksichtigt werden: zum einen sind die Peripheriespreads momentan aufgrund der Kapitalmarktverwerfungen überzeichnet, die Renditen von Bundesanleihen gleichzeitig zu niedrig. Auch die Wertpapierkäufe der EZB verzerren die Durchschnitte. Auf jeden Fall wären die Zinskosten für die kreditwürdigeren Länder wie Deutschland höher als bisher, für die Länder mit geringerer Kreditwürdigkeit niedriger.

Der Finanzierungsvorteil wäre im Falle von blue bonds deutlich höher. Aufgrund ihrer Vorrangigkeit könnte selbst für Deutschland insgesamt ein Finanzierungsvorteil aus der deutlich höheren Liquidität der Bonds entstehen. Das geschätzte Volumen betrüge ca. 6.000 Mrd. Euro und wäre damit in etwa vergleichbar mit dem in Euro umgerechneten Volumen der US-Staatsanleihen. Dies könnte in einer Zeit, in der das Vertrauen in den Dollar weltweit nachlässt, große Nachfrage nach den Anleihen generieren. Allerdings würden sich die Finanzierungskosten für die nationalen Anleihen (red bonds) deutlich verteuern. Dies würde den Anreiz erhöhen, die Verschuldung soweit zu reduzieren, dass nur ein geringer Teil in red bonds finanziert werden muss. Gleichzeitig müssten jedoch Verfahren installiert werden, die eine geregelte Umschuldung von red bonds ermöglichen. Um im Gegensatz zum jetzigen System eine Gefährdung des Bankensystems im Umschuldungsfall zu verhindern, müssten red bonds weitgehend aus den Bankbilanzen ferngehalten werden. Dies könnte über verschiedene Maßnahmen wie z.B. Eigenkapitalanforderungen oder Akzeptanz als Sicherheit bei der EZB erfolgen.

Hauptargument der Kritiker von gemeinschaftlichen Anleihen ist meist der fehlende Sparanreiz für hoch verschuldete Staaten. Ist der institutionelle Rahmen entsprechend, so kann dieses Argument weitgehend entkräftet werden, da entweder die nationalen Parlamente nicht mehr zuständig wären oder die Zinskosten für red bonds einen Anreiz bieten würden, die Verschuldung zu senken. Wichtig dafür wäre allerdings ein starker institutioneller Rahmen, mit einer Schuldenagentur deren Unabhängigkeit und Befugnisse ähnlich wie die Unabhängigkeit der EZB so fundamental verankert sind, dass eine Änderung unmöglich erscheint und gleichzeitig die Einhaltung der Richtlinien bzw. deren Durchsetzung garantieren. In den kommenden Jahren würden wohl erstmal ausschließlich blue bonds emittiert, wodurch den hoch verschuldeten Ländern vor allem Zeit erkaufte würde. Erst nach Erreichen der 60% Grenze würden auch red bonds emittiert werden.

Es gibt aus unserer Sicht nur noch zwei Varianten zur Beendigung der Euro-Staatsschuldenkrise: die weitere Integration (ggf. auch ohne Griechenland, aber mit Italien) oder den Zerfall der Währungsunion. Die vielfach geforderte „geordnete Insolvenz“ halten wir angesichts der Ansteckungsgefahr für Italien und Spanien für eine gefährliche Vereinfachung deutscher Politiker. Um die systemische Stabilität wiederzuerlangen, scheinen gemeinsame Anleihen je nach Ausgestaltung eine Möglichkeit. Die Dauer bis zur Einführung solcher Anleihen wäre jedoch aufgrund der komplexen juristischen Konstruktion keinesfalls kurzfristig zu gewährleisten. Auch scheint fragwürdig, ob der politische Wille hierfür in allen Mitgliedsstaaten vorhanden ist. Das andere Extrem, ein Ausfall Griechenlands, könnte sich vergleichbar mit der Lehmann-Insolvenz zu einem Flächenbrand ausdehnen. Folgt eine anschließende Ansteckung weiterer Staaten, so wäre die systemische Krise wohl kaum beherrschbar. Vor dem Hintergrund des Spread-Anstiegs für Anleihen von Italien und Spanien, erscheint ein einfaches „Weiter so“ ggf. mit weiterer Ausdehnung des EFSF jedoch kaum möglich. Deshalb wird die EZB vorerst Weiter der entscheidende Marktteilnehmer bleiben. Nur ihr ist es möglich in unbegrenztem Umfang Staatsanleihen aufzukaufen, auch wenn dadurch mittelfristig Inflationsgefahren entstehen und die Haushaltsdisziplin leiden

Leitwährungen = Weichwährungen

Auch wenn die ganze Welt derzeit über Europas Schuldenkrise redet, hält sich der Euro weiterhin vergleichsweise stabil gegenüber den anderen Hauptwährungen wie US-Dollar und Pfund. Vergleicht man die aktuellen, reduzierten IWF-Prognosen für die Währungsräume wirkt die Entwicklung schon weniger überraschend: Für 2011 wird für die Eurozone ein Wachstum von 1,6% erwartet, für die USA 1,5% und UK 1,1%. Die Inflationsdatenprognosen zeigen ein ähnliches Bild: Euro 2,5%, USA 3,0%, UK 4,5%. Die geschätzten Staatsschulden betragen 89% (Euroraum), 100% (USA) und 81% (UK) des jeweiligen BIP. Auch Investitionen und nationale Ersparnisse zeigen ähnliche Ausprägungen.

Dies gilt jedoch nicht für alle Währungen. Durch den starken Anstieg des Schweizer Franken im Juli und August – mit den entsprechenden Auswirkungen auf den Schweizer Export – fühlte sich die Schweizer Notenbank SNB dazu genötigt, ein starkes Signal an die Märkte zu senden: Sie werde am Devisenmarkt keinen EUR-CHF-Kurs unter einem Mindestkurs von 1,20 tolerieren und ist bereit unbeschränkt Devisen zu kaufen. Grundsätzlich bedeutet dies das „Anwerfen der Notenpresse“, wodurch mittelfristig Inflationsrisiken aus der ausgeweiteten CHF-Geldmenge entstehen können. Die gekauften Euro werden in deutschen und französischen Staatsanleihen angelegt. Damit gibt es für Finanzmarktanleger eine „Fluchtwährung“ weniger.

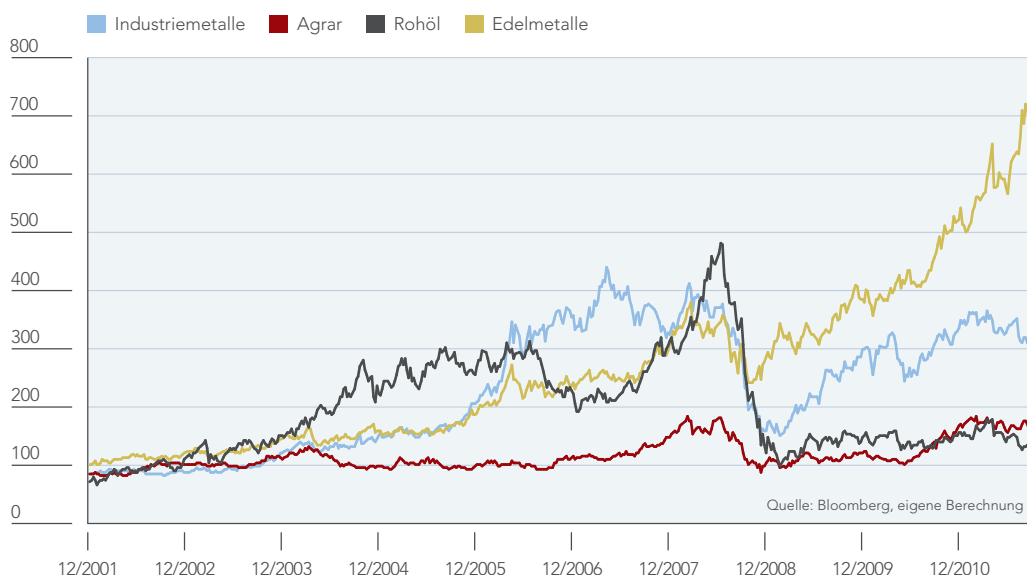
Nachdem zuletzt auch die norwegische Krone mehr im Fokus der Anleger als Fluchtwährung stand, kursieren nun bereits Spekulationen, ob und wann die norwegische Zentralbank mit einer ähnlichen Aktion versucht, die heimische Wirtschaft zu schützen.

Grundsätzlich erwarten wir weiterhin, dass die Wirtschaftsräume mit stärkeren Fundamentaldaten mittelfristig stärkere Währungen aufweisen werden. Die starken Währungen kommen somit aus den attraktiven Wirtschaftsräumen, welche aus unserer Sicht vor allem in Asien zu finden sind.

Stehen die Rohstoffmärkte vor einer weiteren Korrektur?

Die Entwicklung der einzelnen Rohstoffsektoren verläuft sehr unterschiedlich. Spitzenreiter bleiben die Edelmetalle, die mit einer deutlichen Outperformance alle anderen Sektoren weit hinter sich gelassen haben. Das Schlusslicht bilden die Energierohstoffe.

Wertentwicklung der Rohstoff-Sektoren des Dow Jones-UBS Commodity Total Return Index über einen Zeitraum von 10 Jahren (indexiert auf 100, wöchentliche Basis)



Parallel zu den Aktienmärkten haben die Rohstoffmärkte in den letzten 4 Wochen z.T. heftig korrigiert. Sektorübergreifend waren die Rohstoffe Kupfer, Silber, Zucker, Weizen und Mais mit Kursabschlägen zwischen 11 % und 18 % die größten Verlierer. Ähnlich wie in der Finanzkrise 2008 fragen sich viele Marktteilnehmer ob angesichts der schwachen Wachstumsperspektive die Korrektur auf den Rohstoffmärkten anhalten wird.

Gold – mehr eine Währung als ein Rohstoff

Lag der Preis einer Unze Gold Anfang Juli noch bei 1500 USD so stieg er am 06.09.2011 im Tagesverlauf auf 1921 USD und markierte ein weiteres, neues Allzeithoch. Die Sorge vor einer Eskalation der Schuldenkrise treibt die Investoren immer weiter in den vermeintlich „sicheren Hafen“ Gold. Im Zuge der weltweiten Kursturbulenzen korrigierte zuletzt auch der Goldpreis heftig und verlor innerhalb weniger Tage um 20 %.

Die führenden Notenbanken erklärten, gemeinsam gegen die aufkommende Vertrauenskrise bei den Banken kämpfen zu wollen. Die Europäische Zentralbank (EZB) stellt in Kooperation mit der US-Notenbank (Fed) den europäischen Instituten längerfristige US-Dollar-Kredite in unbegrenzter Höhe zur Verfügung. Die Bank of England, die japanische Notenbank und die Schweizerische Nationalbank beteiligen sich ebenfalls. Diese Maßnahmen beruhigten zunächst die Kapitalmärkte und führten bei Gold zu Gewinnmitnahmen. Dennoch führt Gold, losgelöst von den anderen Rohstoffen, ein Eigenleben. Da eine nachhaltige Lösung der Schuldenkrise noch immer nicht in Sicht ist, ist das Ende der Goldhaube ebenfalls nicht absehbar.

Korrektur bei Energierohstoffen und Industriemetallen dürfte weiter anhalten

Anders als bei Gold stellt sich die Situation bei den zyklischen Rohstoffen wie z.B. Rohöl und Kupfer dar.

Die Preise waren angesichts der hohen Marktnervosität und den deutlichen Rückgängen der volkswirtschaftlichen Indikatoren bemerkenswert stabil. Vor allem Rohöl der Marke Brent hat den schlechteren wirtschaftlichen Ausblick noch nicht wirklich eingepreist. Auch der hohe Spread zur Rohölsorte WTI (mehr als 20 USD/ Barrel) besteht weiterhin. Zwar wurde der Preis von Brent u.a. durch Versorgungsunterbrechungen in Nigeria und dem Bürgerkrieg in Libyen unterstützt – diese beiden Faktoren sollten jedoch nur temporären Einfluss haben.

Die neue libysche Regierung plant Ende September/ Anfang Oktober die Rohölproduktion wieder aufzunehmen. Der Höhepunkt der Hurricane Season ist Mitte Oktober erreicht und sollte dann als zusätzlicher Faktor dazu beitragen, dass die Terminkurve bei Rohöl deutlich flacher verläuft. An den Terminmärkten spiegeln sich die niedrigeren Notierungen für Brent-Rohöl bereits wider. Die Terminkurve befindet sich klar in Backwardation.

Bei Kupfer ist die Korrektur schon eingetreten. Zwar wurde noch in den letzten Monaten von Analystenseite wiederholt darauf verwiesen, dass die Kupfernachfrage kaum ausreichend befriedigt werden könnte. Man müsse von einem Angebotsdefizit für die nächsten 1–2 Jahre ausgehen. Viele Analysten schätzten die Ausbringungsmenge der Kupferminen pessimistisch ein. Vor allem die Streiks in den größten Kupferminen in Chile und Indonesien und die damit verbundenen höheren Förderkosten hatten dafür gesorgt. Mittlerweile hat sich das deutlich verschlechternde, makroökonomische Umfeld aber auch auf den Kupferpreis niedergeschlagen. Vom Höchststand im Juli hat der Kupfer Future an der Terminbörse Comex bereits gut 25% korrigiert.

Getreidepreise sollten sich nach Korrektur stabiler halten

Auch die Getreidepreise haben korrigiert. Allerdings fallen die Verluste bei Mais und Weizen mit ca. 12% bzw. 15% seit Ende August etwas niedriger aus. Im Vergleich zu den Energierohstoffen und den Industriemetallen sind die Agrarrohstoffe nicht so stark mit dem Konjunkturzyklus korreliert. Nach Abzug der spekulativen Gelder bleibt die „echte“ Nachfrage nach Agrargütern naturgemäß ziemlich resistent und es gibt auch keine wirklichen Substitutionsmöglichkeiten.

Managed Futures kämpfen sich zurück ins Rampenlicht

Das Interesse an Managed Futures hat wieder stark zugelegt. Insbesondere in Krisenzeiten steigt die Investitionsbereitschaft in diese Stilrichtung spürbar an.

Der Grund dafür ist denkbar einfach. Bisher konnten gerade in Krisenzeiten, zuletzt 2008, die Managed Futures-Strategien überzeugen. Sie können, anders als klassische long-only Investments, sowohl in fallenden als auch in steigenden Märkten Geld verdienen.

Die Managed Futures, oft auch als Commodity Trading Advisors (CTA) bezeichnet, bewegen sich in einem regulierten Marktumfeld (Terminbörsen) und setzen nur hochliquide Instrumente ein, darunter Futures-, Forwards- und Optionskontrakte.

Aufgrund dieser Instrumente sind Managed Futures Funds auch auf Fondsebene sehr liquide. Die Installation von Sidepockets oder Gates sind bei diesen Funds, auch im Falle großer Mittelabflüsse, bisher nicht nötig gewesen.

Innerhalb der Managed Futures-Strategien gibt es unterschiedliche Ansätze.

Grob lässt sich das Managed Futures-Universum in systematische und diskretionäre Strategien einteilen.

Systematische Strategien

Systematische Handelsstrategien basieren auf quantitativen Modellen. So werden z.B. gleitende Durchschnittskurse, Ausbrüche aus Kurskorridoren und andere technische Indikatoren (RSI etc.) genutzt, um Kauf- oder Verkaufssignale zu erzeugen.

Systematische Trendstrategien

- Trendfolgestrategien
- Trendumkehrstrategien
- Contrarian-Strategien

Die größte Gruppe innerhalb der systematischen Trendstrategien bilden die sogenannten Trendfolger. Sie versuchen, auf verschiedenen Märkten, darunter Devisen-, Rohstoff-, Aktien- und Anleihemärkte mittel- bis langfristige Trends zu erkennen und durch dementsprechende Positionierung Gewinne zu erzielen. Trendumkehrstrategien versuchen dagegen die wichtigsten Wendepunkte auszunutzen. Sie profitieren, wenn eine bevorstehende Trendumkehr richtig prognostiziert wurde. Die Contrarian Strategien versuchen in der Nähe von Kurshochs zu verkaufen bzw. im Falle von Tiefs zu kaufen. Contrarian-Strategien sind daher ausschließlich gegen Markttrends ausgerichtet.

Diskretionäre Strategien

Die zweite Gruppe innerhalb der Managed Futures-Industrie bilden diskretionäre Manager, die sich auf ihre Prognosefähigkeiten und -erfahrungen im Handel verlassen. Die Computer haben lediglich unterstützende Funktion.

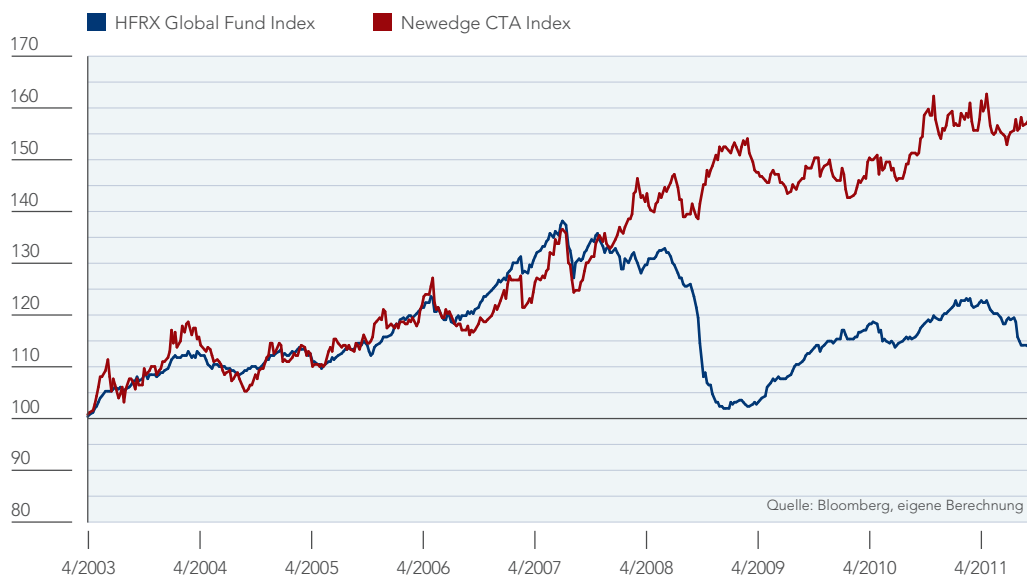
In der Praxis der größten Managed Futures-Anbieter, darunter Winton, Man Group, Transtrend, BlueCrest etc., werden verschiedene Ansätze kombiniert, um so von unterschiedlichen Marktbebewegungen gleichzeitig profitieren zu können. Dabei bilden die mittel- bis langfristig ausgelegten

HEDGE FUNDS

Trendfolger meistens den Schwerpunkt. In den schwierigen Marktphasen ohne ausgeprägte Trends können dann die Ergebnisse durch Hinzunahme weiterer Strategien geglättet bzw. die Volatilität auf Gesamtportfolioebene reduziert werden.

Vergleicht man die Wertentwicklung von Managed Futures Funds anhand des Newedge CTA Index² mit der breit diversifizierten Hedge Fund Benchmark HFRX Global³, so wird die deutliche Outperformance der Managed Futures deutlich.

Wertentwicklung Newedge CTA Index vs. HFRX Global Index, seit Auflage



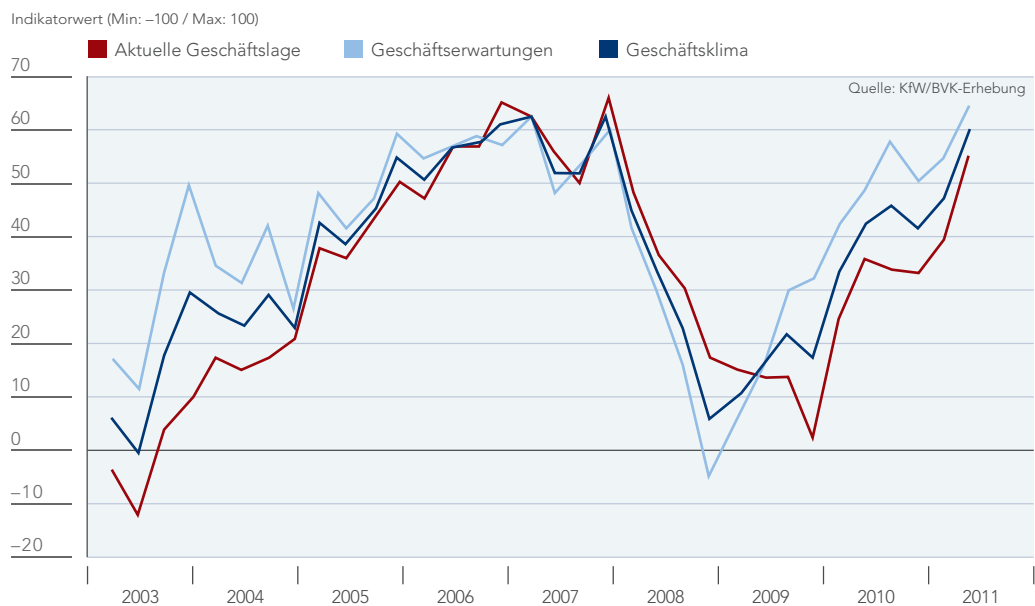
2 Der Newedge CTA Index besteht aus 20 unterschiedlichen Managed Futures Funds und gilt als Benchmark im Managed Future Bereich. Anpassung erfolgt jährlich, Index ist gleichgewichtet.
3 Der HFRX Global Index gilt als globale Hedge Fund Benchmark. Er beinhaltet 8 verschiedene Strategien und ist kapitalgewichtet.

Positives erstes Halbjahr

Der deutsche Private Equity-Markt konnte seinen Aufwärtstrend auch im zweiten Quartal 2011 fortsetzen. So stieg das German Private Equity-Barometer um weitere 12,6 Zähler auf nunmehr 59,6 Punkten und liegt auf Rekordniveau. Der Anstieg im Geschäftsklimaindex resultiert hauptsächlich aus einer deutlichen Verbesserung der Bewertung der Nachfrage nach Beteiligungskapital und der Innovationstätigkeit der Unternehmen. Dank der positiven Konjunktorentwicklung ist ein Investitionsanstieg bei Unternehmensgründungen und mittelständischen Unternehmen zu verzeichnen. So vermeldet der BVK Gesamtinvestitionen von 3,13 Mrd. Euro im ersten Halbjahr 2011 gegenüber 2,32 Mrd. Euro im ersten Halbjahr 2010.

Für das nächste Quartal gehen wir davon aus, dass sich das Geschäftsklima zunächst nicht weiter positiv entwickeln wird. Die sich abschwächende Konjunktorentwicklung und die derzeitige Nervosität an den Märkten für Risikoaktiva wird auch im Bereich Private Equity Spuren hinterlassen.

German Private Equity-Barometer

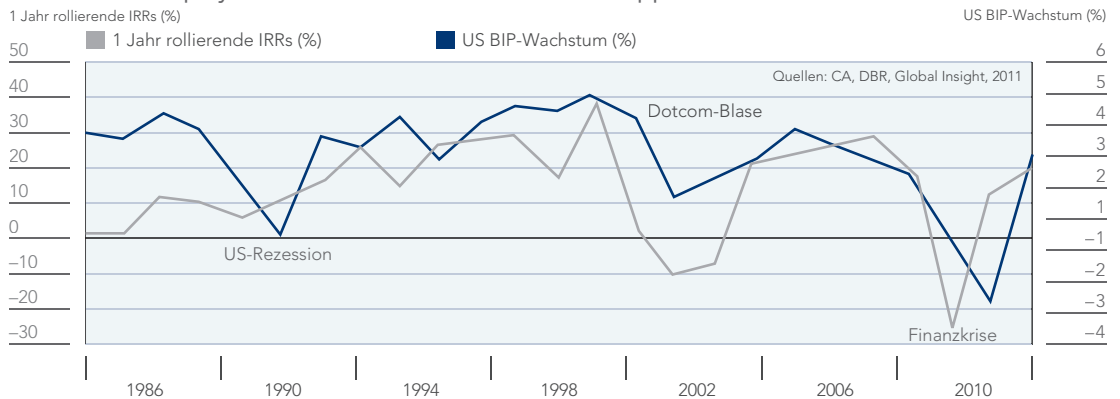


In der Krise bewährt

Eine von Deutsche Bank Research veröffentlichte Studie zeigt, dass der Bereich Private Equity auch massiv unter der Wirtschafts- und Finanzkrise in 2009 gelitten hat, allerdings sind die Erträge von PE-geführten Unternehmen weniger gesunken als die von vergleichbaren Unternehmen. Auch die Renditen von PE-Fonds haben sich im Vergleich zu anderen Assetklassen gut geschlagen. Auch im Langzeitbereich kann die Private Equity-Branche mit hohen Renditen überzeugen. So erzielten PE-Fonds in den letzten 25 Jahren eine höhere Rendite als Aktien und Anleihen. Da der PE-Anleger ein höheres Liquiditätsrisiko aufgrund der Beteiligungsstruktur trägt, muss dieses auch vergütet werden. Allerdings kann sich auch die PE-Branche nicht von der gesamtwirtschaftlichen Lage entkoppeln. Vielmehr folgen auch die laufenden Renditen konjunkturellen Trends.

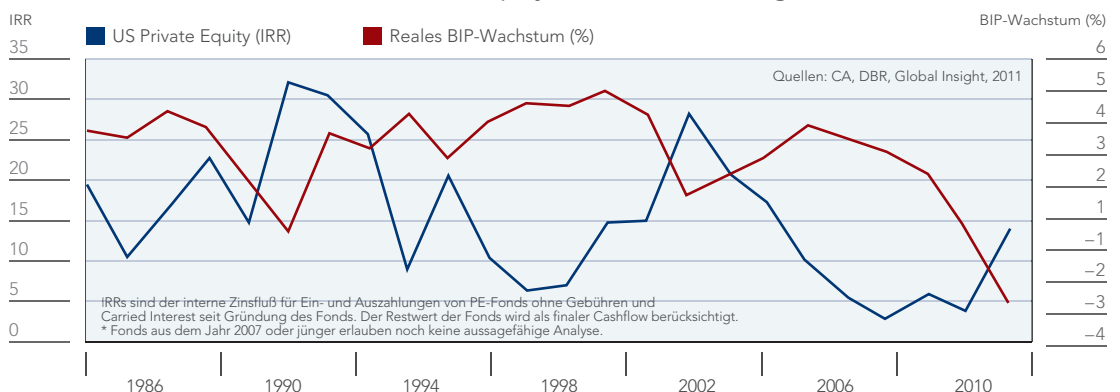
PRIVATE EQUITY

USA: Private Equity. Nicht von der Realwirtschaft entkoppelt

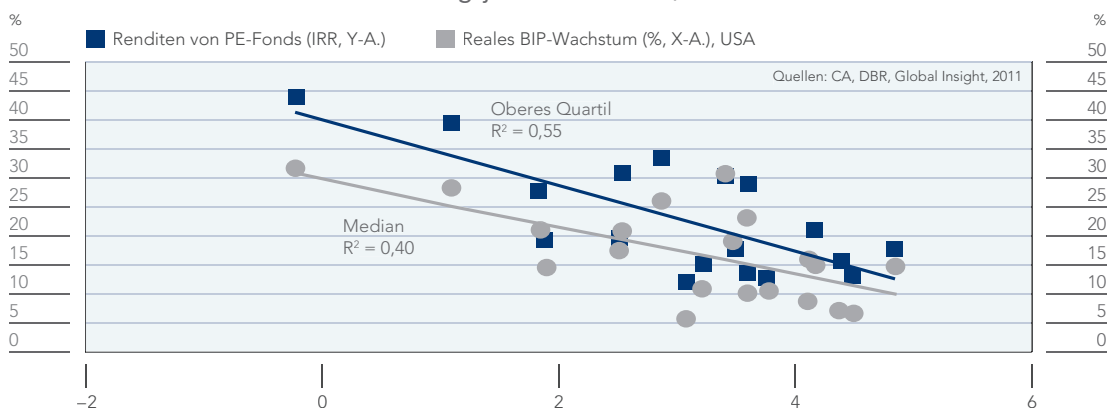


Im Private Equity Bereich ist für Anleger eher der interne Zins als die laufende Rendite von Interesse. Betrachtet man zum Beispiel den IRR per Gründungsjahr des Fonds, so kehrt sich das Bild um. Je schlechter die Konjunktur im Gründungsjahr umso höher die Rendite des Fonds. Zurückzuführen ist dies zum Beispiel auf die eher günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten und das niedrige Preisniveau für potenzielle Übernahmeziele während konjunkturell schwacher Phasen. Dieser antizyklische Zusammenhang ist für Top-Fonds sogar noch ausgeprägter.

BIP-Wachstum und Renditen von Private Equity, USA. Guter Einstieg in schlechten Zeiten



Renditen vs. BIP. Jeweils nach Gründungsjahr 1986 – 2005, USA



Die allgemein positive Stimmung auf dem europäischen Immobilienmarkt setzt sich auch im zweiten Quartal 2011 sowohl auf dem Wohn- als auch auf dem Gewerbeimmobilienmarkt fort.

Wohnimmobilien

Im Umfeld volatiler Aktienmärkte sowie einer negativen Realverzinsung von als sicher eingestuftem (deutschen) Staatsanleihen erscheint eine wachsende Nachfrage nach Wohnimmobilien nicht verwunderlich. In Deutschland konnten im zweiten Quartal sinkende Investitionsrenditen und steigende Preise beobachtet werden. Dieses positive Marktumfeld hat sich auch auf den Wohnungsbau übertragen. So ist die Anzahl der Wohnungsbaugenehmigungen in Deutschland im Vergleich zum Vorjahr deutlich gestiegen.

In diesem Zusammenhang ist auch für die zweite Jahreshälfte 2011 mit einer weiterhin positiven Entwicklung zu rechnen.

Gewerbeimmobilien

Auch der Bereich der Gewerbeimmobilien konnte von der steigenden Immobiliennachfrage profitieren. Gerade im Bereich der Einzelhandelsimmobilien verzeichnet sich ein deutlicher Anstieg der Transaktionen.

Der europäische Büroimmobilienmarkt setzt seine Erholung der vergangenen Monate fort. Diese Tendenz bestätigen sowohl die Büroimmobilienuhr von Jones Lang LaSalle als auch der EMEA Rental Cycle von Richard Ellis für das zweite Quartal 2011. Beide Übersichten zeigen die allgemein positive Stimmung. Aber es wird auch deutlich, dass Unterschiede zwischen den europäischen Top-Standorten (u.a. London und Zürich) und Standorten aus Ländern der Euro-Peripherie (u.a. Athen, Madrid und Dublin) immer größer werden.

In Erwartung einer Eintrübung der konjunkturellen Entwicklung im dritten und vierten Quartal 2011, ist mit einer nachlassenden Dynamik an den Gewerbeimmobilienmärkten zu rechnen.

Europäischer Mietzyklus, 2. Quartal 2011



PORTFOLIOAUSRICHTUNG

Aktien	Europa:	untergewichten
	USA:	leicht untergewichten
	Asien:	leicht übergewichten

Anleihen	EUR-Anleihen:	neutral
	EUR-Duration:	kürzer

Rohstoffe		neutral
-----------	--	---------

US-Dollar		untergewichten
-----------	--	----------------

RECHTLICHE HINWEISE

Haftungsausschluss

Dieses Dokument ist mit größter Sorgfalt erstellt worden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen kann jedoch nicht übernommen werden.

Prognosen und Werturteile

Die in diesem Dokument wiedergegebenen Meinungen des Verfassers/der Verfasser sowie Dritter stellen nicht notwendig die Meinung der Wilhelm von Finck Deutsche Family Office AG dar. Die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen sind Einschätzungen aufgrund der jeweils aktuellen Informationen und können sich ändern, ohne dass dies zuvor oder später bekannt gemacht wird.

Kein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten, keine Anlageberatung

Dieses Dokument dient lediglich zu Informationszwecken und stellt weder ein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Aufforderung zur Abgabe eines solchen Angebots dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch eine sonstige Wertpapierdienstleistung dar. Diese Informationen können eine auf die persönlichen Kenntnisse und Erfahrungen, Anlageziele und finanziellen Verhältnisse des Anlegers zugeschnittene Aufklärung über die mit Finanzinstrumenten und Anlagestrategien verbundenen Risiken und Beratung nicht ersetzen.

Steuerliche Hinweise

Die steuerliche Behandlung eines Finanzinstruments hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Anlegers ab und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Weitere Hinweise zu den in diesem Dokument enthaltenen Aussagen zur Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Finanzindex oder einer Wertpapierdienstleistung

1. Bei Anlagen in anderen Währungen als EURO kann die Rendite infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.
2. Falls nicht abweichend angegeben, wird auf die Bruttowertentwicklung ohne Berücksichtigung von Provisionen, Gebühren und anderen Entgelten Bezug genommen, die – je nach Haltedauer – zu einer geringeren Nettorendite führen.
3. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.

Urheberrechtsschutz

Der Inhalt dieses Dokuments ist urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial, bedarf der vorherigen Zustimmung der Wilhelm von Finck Deutsche Family Office AG.

Wilhelm von Finck Deutsche Family Office AG

Keferloh 1a

85630 Grasbrunn

Tel.: +49 - 89 - 45 69 16 - 0

www.wvf-dfo.de