

Newsletter

April 2023

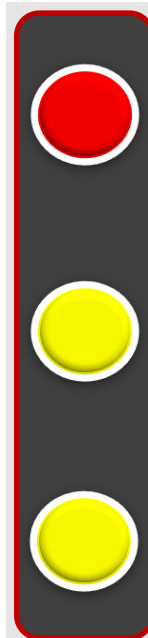
Q1 2023

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Die Zeit schreitet beständig und unaufhaltsam voran. Sowohl der Weihnachtsmann als auch der Osterhase haben Ihre Welttournee mittlerweile erfolgreich abgeschlossen, die Winterreifen wurden abermals abmontiert, die Skis sind erneut im Keller verstaut worden und der Sommer steht wiederum vor der Tür. Der Zyklus beginnt wahrlich immer wieder von neuem. Beklagen möchten wir uns allerdings nicht, schliesslich heisst es ja der Lauf und nicht der Stand der Zeit. Entsprechend gilt es diese sinnvoll zu nutzen, anstatt darüber zu lamentieren, wie schnell sie doch vergeht. Wir halten uns hierbei strikt an die Worte von Jean de La Bruyère: "*Ceux qui emploient mal leur temps sont les premiers à se plaindre de sa brièveté*". Wie wahr...

Unsere **Ampel** verzeichnet keine Änderungen. Die **monetäre Ampel** bleibt rot, was in erster Linie mit der unsicheren Zinspolitik der US-Notenbank (FED) verbunden ist. Die **ökonomische Ampel** behält ihr Gelb bei. Zwar hat das Risiko einer Rezession, nicht zuletzt aufgrund der schwierigen Lage der Banken und des sich noch in seinem vollen Ausmass zu zeigenden Schadens der monetären Massnahmen, zugenommen, aber es gibt eben auch genügend Gründe, die vermuten lassen, dass es sich hierbei höchstens um eine milde handeln wird. Ferner sollten ein sich langsam wieder öffnendes China sowie die wirtschaftspolitischen Massnahmen, welche der Geldpolitik

entgegengestellt sind, stützen. Die **Markttechnik** leuchtet ebenfalls weiterhin gelb. Dies gilt v.a. mittelfristig. Wie Sie wissen, haben noch nicht alle Indikatoren auf Grün gestellt und die Unsicherheit bleibt weiterhin gross. Wie könnte es auch anders sein. Der säkulare Bullenmarkt ist aber nach wie vor noch intakt. Es gibt derzeit keine technischen Anzeichen, welche auf das Gegenteil hindeuten.



Monetäre Lage: Die anvisierte Geldpolitik weicht in den USA negativ von den Markterwartungen ab, was Gefahren (aber auch Chancen) birgt. Die weitere Entwicklung der Inflation sowie die Frage wie stur die FED bleibt, werden entsprechend ausschlaggebend sein.

Ökonomische Lage: Vieles spricht für eine höchstens milde Rezession. Letzten Endes wird aber die Geldpolitik darüber entscheiden. Ein wieder zugänglicher Markt in China und die Wirtschaftspolitik dürften aber stützen.

Technische Lage: Noch sind nicht alle Indikatoren auf grün, womit weiterhin Vorsicht angebracht ist. Dies passt zur anhaltenden Unsicherheit. Der langfristige säkulare Trend ist aber weiterhin intakt.

Marktkommentar

An unseren Überlegungen zur Konjunktur, Inflation sowie Markttechnik hat sich in den letzten drei bis sechs Monaten praktisch nichts verändert. Dasselbe gilt auch für die präsentierten Faktoren und Indikatoren, auf welche wir derzeit achten.

Um einen kurzen Überblick, quasi als Auffrischung, kommen wir dennoch nicht herum, wollen uns aber kurzhalten. Versprochen! Für eine detailliertere Sichtweise empfehlen wir den [Newsletter Januar 2023](#) nochmals zu überfliegen.

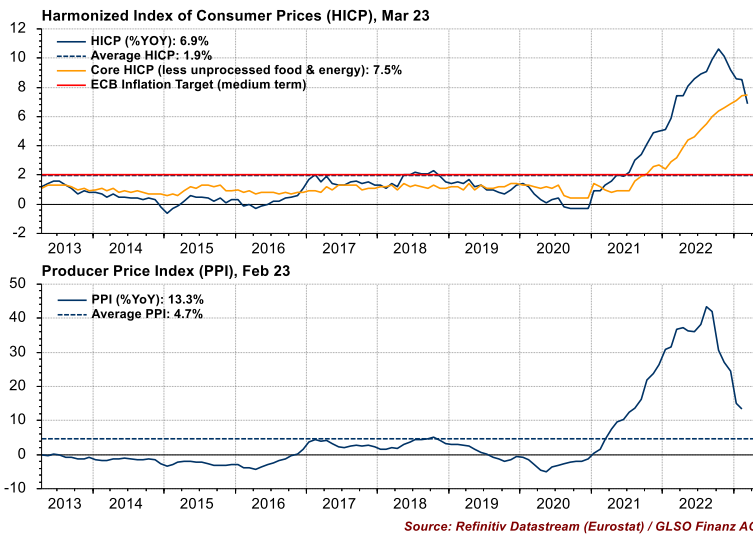
Wichtiger erscheint es uns den "Meinungsunterschied" zwischen FED und Markt, welchen wir, zur Erinnerung, als das wohl wichtigste Element 2023 bezeichnet haben,

nochmals zu beleuchten. Abrunden wollen wir das Ganze schliesslich mit einer Neuauflage unserer Szenario-Analyse.

Kurzer Überblick: Inflation & Konjunktur

Die **Inflation** beruhigt sich, wie erwartet, in langsamen Schritten. Dies hat bei den Investoren zu rückläufigen Zinserwartungen geführt, was wiederum von den Aktienmärkten goutiert wurde. Gleichwohl muss aber berücksichtigt werden, dass ein gewisses strukturelles Niveau wohl oder übel noch verbleiben wird. Dies erkennt man

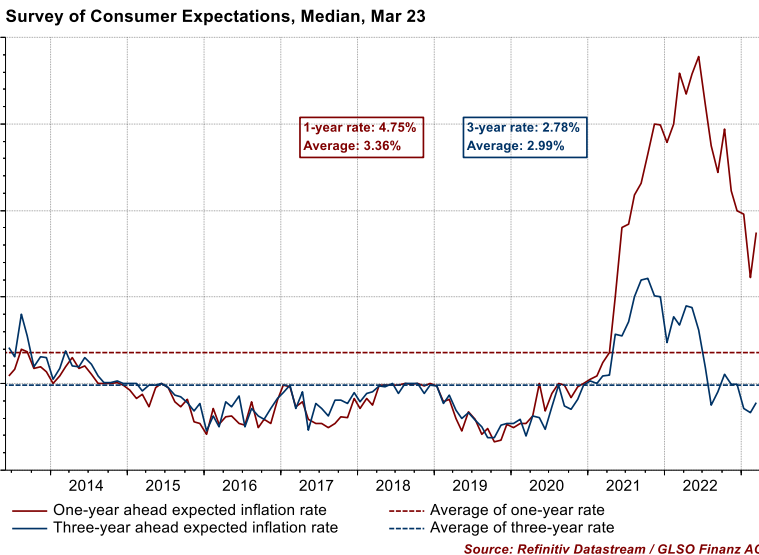
Eurozone Inflation



an den starren Bestandteilen der Konsumentenpreise, wie z.B. Mieten, Versicherungskosten, etc., oder auch an den Preisen für Dienstleistungen, wie professionelle Rasenpflege, Tierarztrechnungen, Automiete, etc.

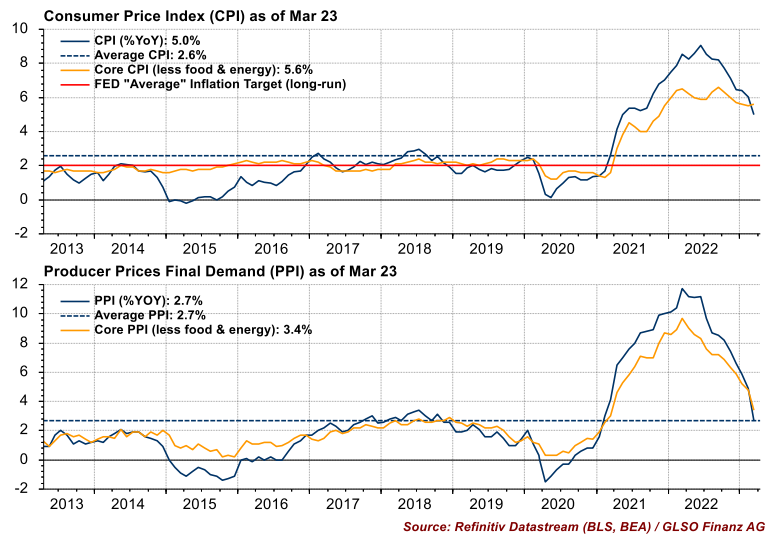
Unter Zuhilfenahme des Kupferpreises erscheint vorübergehend nach wie vor ein Zielband von 4-5% in den USA als realistisch. Dies widerspiegelt sich auch in den [Inflationserwartungen](#), basierend auf die von der [Federal Reserve Bank of New York](#) erhobenen *Survey of Consumer Expectations* (national repräsentative Umfrage von 1 300 Haushalten, wobei jeden Monat eine Rotation stattfindet). Auf Ein-Jahres-Basis liegt die Erwartung bei 4.75%,

US Inflation Expectation - NY Fed



was das obige Zielband zu bestätigen scheint. Auf Drei-Jahres-Basis liegt dieselbe bei 2.78%. Da die Inflation ein sich selbstverstärkender Prozess darstellt (geht man von einem Preisanstieg aus, werden Ausgaben i.d.R. vorgezogen, was wiederum inflationsfördernd wirkt), ist es, auch aus Sicht der FED, positiv zu werten, dass die Erwartungen zurückgegangen sind. Die Frage bleibt, welches

US Inflation



strukturelle Niveau von Letzterer "vorübergehend" akzeptiert wird. Wie wichtig es ist, dass sich die Inflation weiter beruhigt, muss nicht wieder ausgeführt werden.

In der **Eurozone** bereitet uns die Tatsache etwas Sorge, dass die Inflation nicht mehr nur energiebedingt ist, sondern sich auf breiter Front (Kernrate ohne Energie- und Lebensmittelpreise) materialisiert. Allerdings gilt es zu bedenken, dass die Währungshüter hier erst im Juli 2022 mit Zinserhöhungen (zu diesem Zeitpunkt lag der Leitzins in den USA bereits bei 2.5%) begonnen haben, womit der Effekt auf die Inflation verzögert ist. Der Zinssatz für das Hauptrefinanzierungsgeschäft liegt mittlerweile bei 3.5%.

Die **Konjunktur** schwächt sich, wie im Januar 2023 plausibel dargelegt, ab. Von einer schweren Rezession kann jedoch nicht die Rede sein. Der Markt erwartet weiterhin höchstens eine milde Rezession, wodurch einiges eingepreist sein sollte und uns nach wie vor plausibel erscheint. Allerdings gilt es zu berücksichtigen, dass sich das volle Ausmass des ökonomischen Schadens der monetären Bremsungen, i.d.R. mit einer Verzögerung von neun bis zwölf Monaten, erst jetzt langsam zeigen wird. Nichtsdestotrotz gehen auch die Auguren von Oxford Economics höchstens von ein bis zwei negativen Quartalen aus. So ähnlich sieht es auch der Internationale Währungsfonds (IMF), welcher für 2023 immerhin ein Wachstum von 0.8% in der **Eurozone** und von 1.6% in den **USA** prognostiziert.

Die aktuelle **Bankenkrise** dürfte insgesamt die Wahrscheinlichkeit einer milden Rezession erhöht haben. Von einer Finanzkrise à 2008 kann jedoch nicht die Rede sein. Schliesslich besteht das heutige Problem nicht in faulen Produkten, wie dies damals der Fall war. Vielmehr ist die Situation dem starken Zinsanstieg geschuldet. Banken verdienen grob gesagt ihr Geld damit, dass sie Geld zu kurzfristigen Zinsen (kurzes Ende der Zinskurve) aufnehmen und Kredite zu langfristigen (langes Ende) vergeben. Nun bedeutet eine Invertierung der Zinskurve nichts

anderes, als dass sich die kurzfristigen über den langfristigen Zinsen befinden, womit dieser Umstand zu Verlusten führt. Fragen Sie sich selbst, ob Sie Kredite zu 5% aufnehmen und zu 3% vergeben würden. Vermutlich nicht. Ziehen nun die Kunden ihre schlecht verzinsten Einlagen zugunsten besser verzinsten Alternativen (starker Volumenanstieg in Geldmarktfonds) oder aus anderen Gründen (z.B. gesonderte Probleme wie bei der Credit Suisse oder der Silicon Valley Bank) ab, müssen die Banken die u.a. hiermit gekauften Obligationen, welche sie in ihren Büchern halten, verkaufen. Da dies zurzeit nur mit Kursverlusten, welche bilanziell erst bei einem Verkauf ausgewiesen werden müssen, möglich ist, verstärkt sich das obige Problem. Dies hat nun zur Folge, dass die Banken ihre Liquidität zunehmend schützen und entsprechend weniger an Krediten vergeben oder nur zu höheren Konditionen. Dadurch verringert sich das Schmiermittel, also Geld, und der Konjunkturmotor trocknet aus, womit sich das Rezessionsrisiko erhöht. Dies ist aber nicht zwangsweise mit einer schweren Rezession verbunden. Die Situation hat sich schliesslich mittlerweile durch das Eingreifen der verantwortlichen Behörden etwas beruhigt, muss jedoch sicherlich im Auge behalten werden. Das Gute für die Aktienmärkte ist, dass dieser Umstand, weil er im Prinzip wie eine Erhöhung des Leitzinses wirkt, die FED dazu bringen könnte den Zinsanstiegszyklus früher als angegeben zu beenden. Dies führt uns zum nächsten Thema. Da Europa im Zinszyklus verspätet ist, konzentrieren wir uns hierbei auf die USA, sozusagen als Vorlaufindikator. Zudem gilt es zu bedenken, dass die USA, ob man das nun gutheisst oder nicht, über das Schicksal der Weltbörsen entscheiden.

Kampf der Titanen: Markt vs. FED

Ähnlich wie Zeus, welcher sich der griechischen Mythologie nach gegen seinen Vater, den Titanen Kronos, stellte, fordert der Markt die FED heraus, indem er an dessen Vorgaben zweifelt. Dies darum, weil er, wie es die Inflationserwartungen zeigen, von einer kontinuierlichen Abschwächung des allgemeinen Preisanstiegs ausgeht.

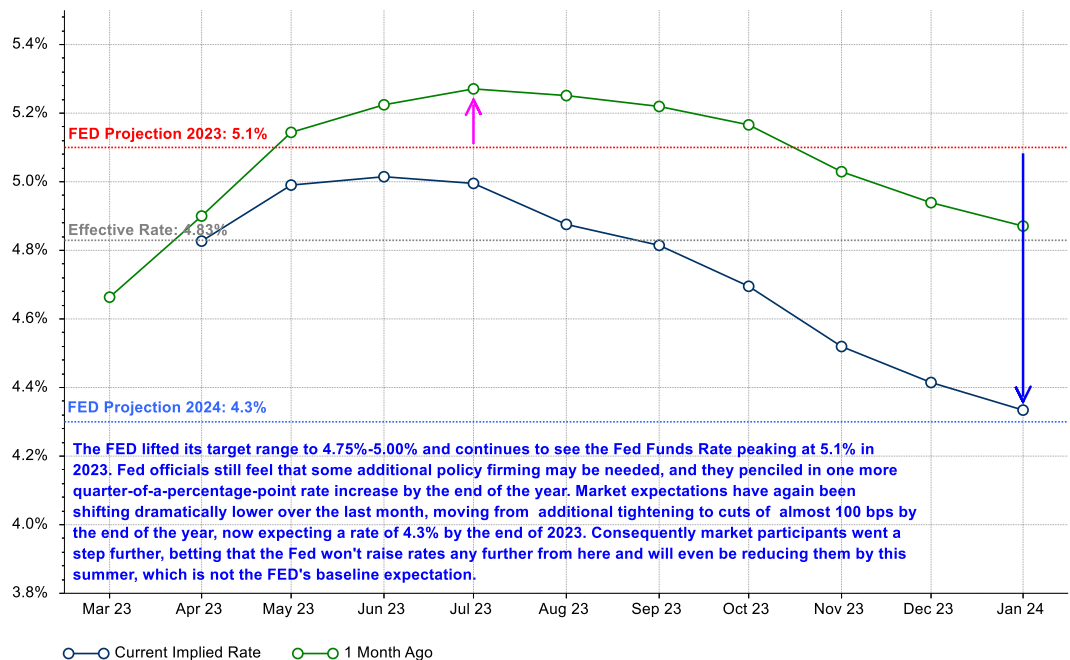
Dazu gesellt sich die oben beschriebene Situation rund um die Banken. Irrt er sich drohen je nach Ausmass seines Irrtums Turbulenzen bzw. die Verbannung in den Tartaros, den finstersten Teil der Unterwelt. Es stellt sich also wieder einmal die Frage, wer was genau erwartet.

Die Graphik *Implied Federal Funds Rate for 2023* fasst beide Sichtweisen zusammen.

Die **FED** hat an ihrer März Sitzung folgende Vorgaben geäussert: Sie erwartet, dass der **Zinsanhebungszyklus** sein **Hoch bei 5.1% 2023** erreichen wird (rot gestrichelte Linie), d.h. sie geht von einer weiteren Anhebung um 25 BP auf ein Zielband von 5 bis 5.25% aus, und dass die Zinsen

Implied Federal Funds Rate for 2023

By 30 Day Federal Funds Futures, Updated as of 4/13/2023



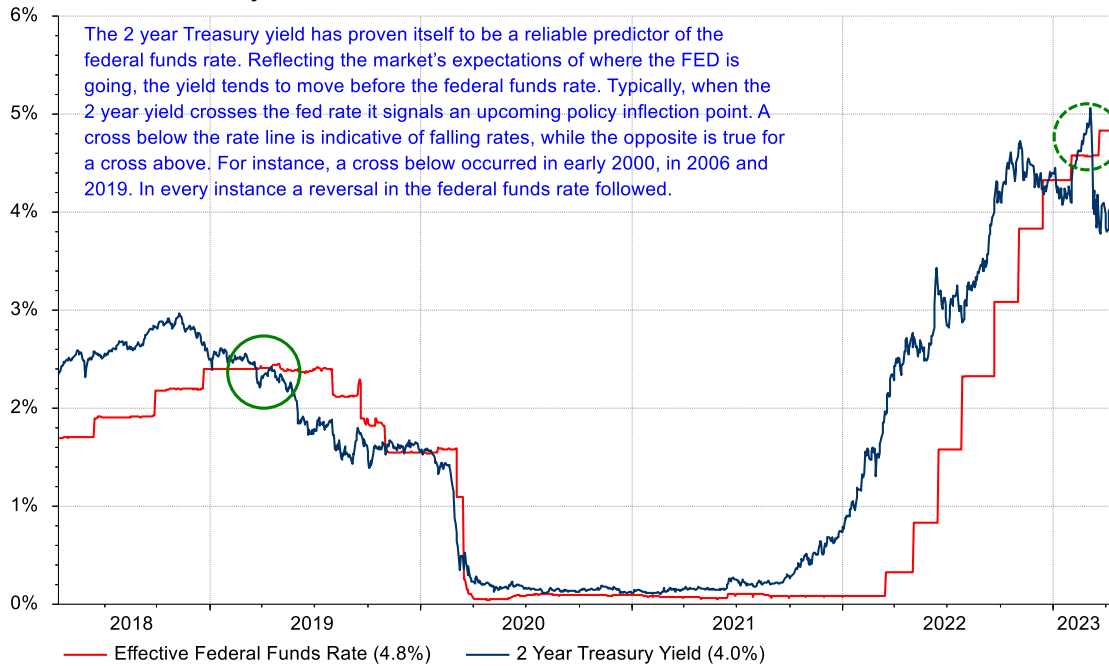
Source: Refinitiv Datastream / GLSO Finanz AG

im Anschluss auf diesem hohen Niveau für längere Zeit verharren werden. **Zinssenkungen** sind **erst 2024** auf ein Niveau von **4.3%** vorgesehen (blau gestrichelte Linie). In diesem Zusammenhang hat sie sogar ausdrücklich vor vorschnellen Erwartungen auf vorzeitige Lockerung gewarnt!

Der **Markt** nimmt ihr das Ganze nicht ab und hat sich klar und deutlich positioniert. Während er **vor einem Monat** (grüne durchgezogene Linie) noch davon ausging, dass aufgrund der zähen Inflation und des nach wie vor überhitzten Arbeitsmarktes die **Zinsen 2023** ihr Hoch bei **5.3%** erreichen werden, also höher als vom FED im Median prognostiziert, hat er nun seine Meinung (wieder) drastisch geändert. Erstens zweifelt er an einer weiteren Zinserhöhung um 25 BP, was sich daran zeigt, dass er **nun** (blau durchgezogene Linie) ein **Hoch** von **5%** erwartet. Zweitens geht er sogar davon aus, dass dieselben ab den Sommermonaten **noch in diesem Jahr auf 4.3% gekürzt**

US Effective Federal Funds Rate

The 2 Year Treasury Yield as an Indicator of the Rate's Direction



Source: Refinitiv Datastream / GLSO Finanz AG

werden! Damit erstaunt es nicht, dass in den USA die Rendite der zweijährigen Staatsanleihen den Leitzins (Effective Federal Funds Rate) nun deutlich nach unten durchkreuzt hat. Zur Erinnerung, die Erstere nahm in der Vergangenheit häufig die Rolle als Vorlaufindikator für den Letzteren ein, da sie die Markterwartungen für den Leitzins widerspiegelt. Solche Kreuzbewegungen nach unten fanden zuletzt 2000, 2006 und 2019 statt. In allen Instanzen folgte eine Änderung der Geldpolitik.

Berücksichtigt man die ausdrückliche Warnung der FED, so würde es einem leicht fallen den Markt schlicht und einfach als wahnsinnig zu bezeichnen, doch die Vergangenheit hat uns des Öfteren eines Besseren belehrt. Folglich verzichten wir darauf und sprechen ihm stattdessen den Mut des Zeus zu. Ob er allerdings auch dessen Sieg davontragen wird, bleibt weiterhin offen.

Wir bleiben dabei, dass die Wahrheit sich vermutlich irgendwo in der Mitte befinden wird. So ist es denkbar, dass die FED 2023 keine weitere Zinserhöhung mehr vornimmt (sollte sich die Inflation weiter beruhigen und in Anbetracht der Bankensituation), aber angesichts des nach wie vor starken Arbeitsmarktes erscheint eine baldige Zinssenkung nach

wie vor unrealistisch. Schliesslich ist die Angst vor einer Lohn-Preis-Spirale nicht gebannt.

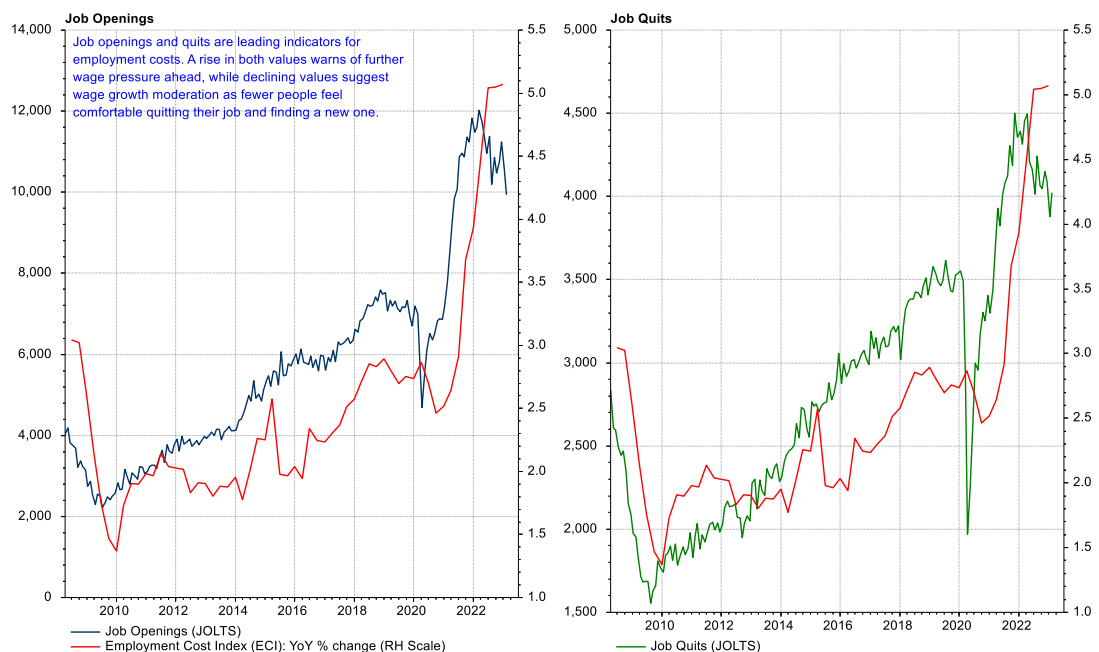
Positiv ist, dass die Anzahl freier Stellen (job openings) und Kündigungen (job quits), wohl aus Angst vor einer Rezession, abnehmen. Beide sind als Frühindikatoren für die Beschäftigungskosten, die auf Jahresbasis um rund 5% steigen (und damit gleich auf mit der Inflation sind!) zu verstehen, womit anzunehmen ist, dass sich das Lohnwachstum beruhigen wird. Interessant ist, dass die im Januar gezeigte Erwerbsbeteiligung, deren

Niveau zwar immer noch stark unterhalb der Vor-Corona-Zeit liegt, mittlerweile aber etwas angezogen hat. Zieht sich dieser Umstand weiter, dürfte der Druck auf die Löhne tatsächlich abnehmen. Dies wäre von grösster Wichtigkeit, da es der FED mehr Freiraum bezüglich ihrer Zinspolitik geben würde.

Bis es aber so weit ist, erscheint es also unrealistisch von voreiligen Zinskürzungen auszugehen. Der Markt müsste sich damit anpassen, was zu Schwankungen an den Börsen führen dürfte. Gestützt dürfte er aber dadurch werden, dass, ob nun eine weitere Zinserhöhung folgt oder nicht, das Ende des Zinsanstiegszyklus bevorzuzustehen

Job Market: Employment Costs vs Job Openings & Quits

US, Data as of Feb 23



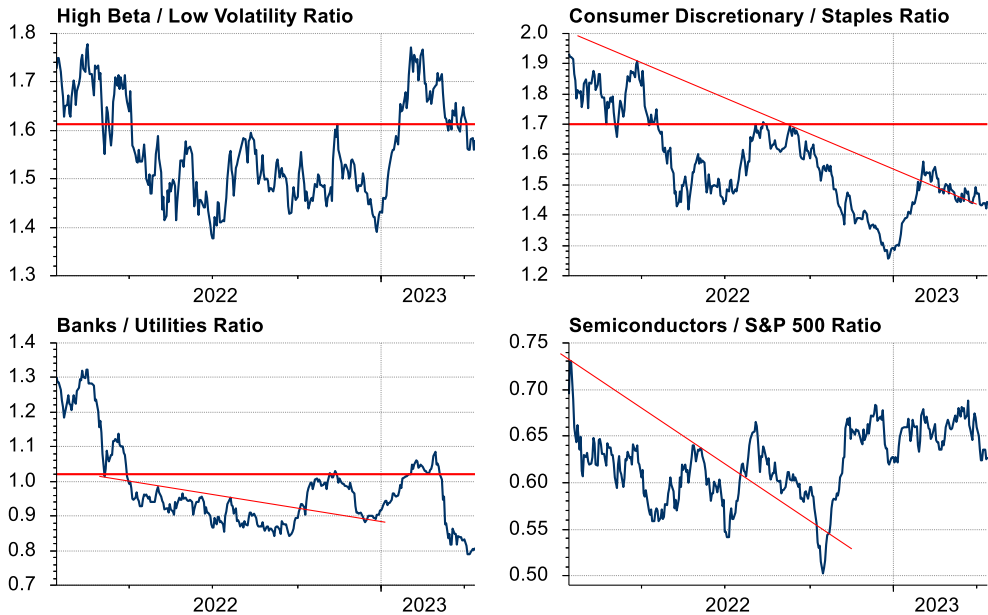
Source: Refinitiv Datastream / GLSO Finanz AG

scheint.

Der obige Sachverhalt lässt die **Schlussfolgerung** zu, dass der Markt insgesamt noch nicht bereit für einen nachhaltigen Anstieg zu neuen Hochs zu sein scheint. Wäre er komplett von seiner abweichenden Meinung überzeugt,

Risk Appetite: Defensives vs Risk

S&P 500 Indices, Updated as of 4/13/2023



Source: Refinitiv Datastream / GLSO Finanz AG

müssten **Risikoappetit** und damit Marktbreite zunehmen, was derzeit nicht der Fall ist, trotz leichter Fortschritte (bekannterweise mit Ausnahme des Bankensektors). Dies untermauert die Vermutung anhaltender Schwankungen und tendenziell eher seitwärtsgebundener Märkte. Es ist also weiterhin Geduld gefragt. Der Markt braucht hierfür ein geändertes monetäres Narrativ bzw. Visibilität, was den Zeitplan möglicher Zinskürzungen anbetrifft. Gut möglich, dass er diese erhält, sofern sich Lohnwachstum sowie Inflation beruhigen und/oder eine durchaus mögliche milde Rezession die FED zur Umkehr zwingt. Letzteres dürfte durch die anstehenden Präsidentschaftswahlen in den USA 2024 begünstigt werden. Schliesslich ist nicht davon auszugehen, dass die Politik, so unabhängig die Zentralbank auch ist, sich in einem Wahljahr eine Rezession wünscht.

Nun gilt es das Gesagte mit Wahrscheinlichkeiten zu belegen, womit wir beim letzten Thema wären.

Szenarien

Die in der Folge **präsentierten Szenarien** (nächste Seite) fassen unsere Gedankengänge der letzten drei bis vier Berichterstattungen zusammen. Sie sind simpel

ausgestaltet und sollen lediglich als groben Leitfaden dienen. Es gilt entsprechend zu berücksichtigen, dass die Entfaltung eines Szenarios neue Prozesse in Gang setzt, welche wiederum zu neuen oder bestehenden Alternativ-Szenarien führen. Da eine solche Auflistung kein Ende finden würde, verzichten wir schlichtweg darauf. Zudem gilt es zu bedenken, dass es hiermit keineswegs getan ist. Die Szenarien müssen tagtäglich anhand ökonomischer, monetärer und technischer Daten plausibilisiert werden, weil sie ansonsten nutzlos sind, und können sich folglich ändern.

Wer in unserem Beruf tätig ist, hat die **Pflicht sich immer mit den möglichen Extremen zu beschäftigen** und somit zu versuchen, den wahrscheinlichsten Mittelweg zu identifizieren. Entsprechend muss auch ein Portfolio aufgebaut werden. Dies hat den Vorteil, dass man nie komplett auf dem falschen Fuss erwischt wird. Bewahrheitet sich schliesslich ein Szenario, so wahrscheinlich oder unwahrscheinlich dieses auch war, gilt es flexibel zu reagieren und die bereits vorhandenen Portfoliobausteine zu Lasten der nun in Ungnade gefallenen Positionen zu verstärken.

Gleichzeitig müssen aber wieder "Sicherheiten", z.B. in Form von Gegenpositionen, für neue Unterszenarien eingebaut werden. Hört sich einfach an, ist es aber nicht, da die Entscheidungsgrundlagen einem ständigen Wandel ausgesetzt sind. Der Prozess beginnt also ständig von Neuem. Dementsprechend sind auch die Wahrscheinlichkeiten nicht starr.

Das **Aufwärtsszenario** weist eine geringe Wahrscheinlichkeit aus, da, wie diesem Text entnehmbar ist, von einer gewissen strukturellen Inflation, selbst wenn nur "vorübergehend", auszugehen ist und die Folgen der Bankensituation die Möglichkeit einer milden Rezession erhöht haben. Da wir aber unverbesserliche Optimisten sind, ordnen wir diesem eine leicht höhere Aussicht als dem **Abwärtsszenario** zu. Obwohl sich die Inflation weiter zu beruhigen und sich die Bankenlage zu entspannen scheint, kann ein Restrisiko nie ausgeschlossen werden. Es verbleibt damit noch der Mittelweg, also das **Basisszenario**, welches rechnerisch zwangswise die höchste Wahrscheinlichkeit innehält und auch am plausibelsten erscheint. Die Investitionskriterien für die letzten beiden Szenarien haben wir Ihnen im **Oktober 2022** geliefert. Für den Fall einer Friede-Freude-Eierkuchen-Situation erübrigen sich solche.

Aufwärtsszenario

Wahrscheinlichkeit: 20%

- Es findet keine (milde) Rezession statt, Elektrizität ist im Überfluss vorhanden und die Inflation beruhigt sich erheblich stärker und schneller als erwartet, was letztlich zu lockereren Zentralbanken führt.
- Der Ausblick und damit die Gewinn- und Margenerwartungen der Unternehmen verbessern sich entsprechend.
- Der Markt sieht sich in seinen Zinserwartungen bestätigt.
- Die Aktienkurse erreichen neue Hochs.

Basisszenario

Wahrscheinlichkeit: 65%

- Die restriktive Zentralbankenpolitik führt zu einer milden Rezession, welche aber nur von kurzer Dauer ist.
- Dadurch schwächt sich die Nachfrage merklich ab, was die Inflation (auf ein strukturell akzeptiertes Niveau) beruhigt und damit den Zentralbanken erlaubt weniger restriktiv zu agieren. Gleichzeitig schrumpfen jedoch auch die Gewinne der Unternehmen (weiter).
- Obwohl vieles eingepreist ist, dürfte Letzteres zunächst zu Schwankungen führen. Langsam und noch bevor die Gewinne die Talsohle erreicht haben, fängt sich der Markt aber. Da dieser die Zukunft (rund sechs Monate) diskontiert, drehen die Renditen wieder ins Positive (Konjunkturaussichten hellen sich wieder auf), angefeuert durch sich ausweitende Bewertungen.

Abwärtsszenario

Wahrscheinlichkeit: 15%

- Die Probleme rund um den Bankensektor verschärfen sich, was eigentlich zu akkomodativeren Zentralbanken führen sollte, doch die Inflation bleibt hoch (Rückkehr der Energiekrise?) und hartnäckiger als erwartet (oder umgekehrt).
- Die Zentralbanken akzeptieren das strukturelle Inflationsniveau nicht und lassen bestenfalls die Leitzinsen unverändert, aus Angst, dass sich ihre Politik durch eine vorzeitige Zinskürzung als ineffektiv erweisen könnte.
- Es folgt eine schwere und länger andauernde Rezession, welche nicht eingepreist ist (Ende des säkularen Bullenmarktes). Die Gewinne der Unternehmen brechen ein und damit auch die Märkte.
- Die Unternehmensbewertungen haben die Talsohle folglich noch nicht erreicht. Es verbleibt lediglich die Gewissheit, dass Letzteres sicherlich, noch bevor es ihnen die Gewinne gleichtun, erfolgen wird.

FAZIT

Inflation bleibt das Zünglein an der Waage, welches massgeblich über das Verhalten der Zentralbanken entscheiden wird. Beruhigt sich diese (bei rückläufigen Lohnkosten) weiterhin, so dürfte das Ende des Zinsanstiegszyklus nahe sein. Dabei

ist es denkbar, wenn auch aus heutiger Sicht etwas unrealistisch, dass die monetären Massnahmen besser und schneller als erwartet wirken, unterstützt z.B. durch die Situation der Banken - die inverse Zinskurve führt zu einer vorsichtigeren Liquiditätspolitik, was wie eine Zinserhöhung an sich wirkt - und besser laufender Wirtschaftsketten (Aufwärtsszenario). Realistischer erscheint jedoch, dass hierfür zunächst eine milde Rezession, ausgelöst durch die restriktive Zinspolitik (inkl. Wirkungsweise des Bankenproblems), notwendig sein wird (Basisszenario). In beiden Fällen dürften sich die Zinserwartungen des Marktes, welche deutlich von den Vorgaben der FED abweichen, bestätigen. Im ersten Falle früher, im zweiten etwas später, was zu Schwankungen an den Märkten führen sollte, weil der Markt sich dann "vorübergehend" anpassen muss. Der säkulare Bullenmarkt bleibt bei beiden Alternativen intakt. Zu guter Letzt ist es aber auch nicht gänzlich auszuschliessen, dass es zu einer schweren Rezession kommt, was v.a. dann der Fall sein dürfte, wenn die Zentralbanken sich nicht mit einer "vorübergehenden" strukturellen Inflation zufriedengeben. Der Weg dürfte somit steinig und die Datenabhängigkeit des Marktes gross bleiben. Es ist also davon auszugehen, dass uns weiterhin Schwankungen begleiten werden, zumindest bis sich eines der Szenarien (oder ein evtl. Unterszenario) abspielt. Portfoliotechnisch gilt es entsprechend Vorsicht zu üben.

Da weiterhin Geduld, welches das seltenste Gut an der *Wall Street* ist, gefragt sein wird, um durch die Gewässer zu navigieren, verabschieden wir uns mit einem Zitat aus der **TV-Serie Kung-Fu** der 1970er Jahr: "*Patience, young grasshoper!*".

Freundliche Grüsse

Dr. Gianluigi Socchi

Igor Socchi

Philipp Wille

Disclaimer

Dieses Dokument wurde von der GLSO Finanz AG (nachfolgend «GLSO») mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. GLSO gibt jedoch keine Zusicherung bezüglich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dessen Inhalts und lehnt jede Haftung für Verluste infolge der Verwendung dieser Informationen ab. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen sind diejenigen der GLSO zum Zeitpunkt der Redaktion und können jederzeit und ohne Ankündigung ändern. Das Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und ist ohne Rücksicht auf die Bedürfnisse oder die Finanzlage eines bestimmten Anlegers erstellt worden. Es stellt weder eine Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. GLSO empfiehlt dem Empfänger, allenfalls unter Beizug eines unabhängigen professionellen Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, die jeweiligen finanziellen Risiken sowie auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Dieses Dokument darf ohne schriftliches Einverständnis der GLSO weder stellenweise noch vollständig vervielfältigt werden. Es richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, denen der Zugang zu solchen Informationen unter der geltenden Gesetzgebung aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Wohnsitzes untersagt ist. Mit jeder Anlage sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragsschwankungen, verbunden. Die bisherige Performance einer Anlage und historische Finanzmarktszenarien stellen keine Garantie für zukünftige Performanceentwicklungen dar. Bei Anlagen in Fremdwährungen besteht zusätzlich das Risiko, dass die Fremdwährung gegenüber der Referenzwährung des Anlegers an Wert verliert. Der Anleger kann unter Umständen Verluste erleiden.