

# Newsletter

Januar 2016

## Q4 2015

Geschätzte Leser

Wir hoffen, dass Sie gut ins neue Jahr gestartet sind und wünschen Ihnen für 2016 viel Erfolg und beste Gesundheit...so viel Zeit muss sein!

Auch diesmal haben wir organisatorisch keine Neuigkeiten zu vermelden, weswegen wir uns gleich in den **Marktkommentar** stürzen.

Das neue Jahr hat sich bereits von seiner turbulentesten Seite gezeigt und an die ausgeprägten Marktschwankungen des alten Jahres (typische Begleiterscheinungen eines alternden Bullenmarktes; vgl. Newsletter Januar 2015) angeknüpft. Es ist der historisch schlechteste Start überhaupt! Panikartiger hätte das Jahr kaum beginnen können, begleitet von Schlagzeilen wie "Eskalation der saudisch-iranischen Rivalität", "Öl erreicht Elf-Jahres-Tief", "Nordkorea testet Wasserstoffbombe", "Puerto Rico in der Schuldenfalle", "Schwache Konjunkturdaten aus China" und "Schwächezeichen der amerikanischen Wirtschaft", um die Wichtigsten zu nennen. Solche Schlagzeilen bedeuten in erster Linie Orientierungslosigkeit. Berücksichtigt man, dass es sich bei China und USA um die zwei grössten Volkswirtschaften der Welt handelt, so wird aus Orientierungslosigkeit schnell Panik. Angefeuert wurde diese durch das auslaufende Verkaufsverbot für Grossanleger in China, das mittlerweile abgeschwächt in einer anderen Form fortgeführt wird. Die Furcht vor einer Verkaufswelle samt obiger Schlagzeilen war schliesslich zu viel des Guten, und es brach Panik aus. Diese gründet in erster Linie also auf exogenen Faktoren und hat wenig mit dem "normalen" Prozess eines "Market Tops" zu tun (vgl. Newsletter Januar 2015), womit dies nicht automatisch gleichbedeutend mit dem Start eines Bären-Markts ist.

Was erwarten wir also 2016? Dies möchten wir anhand folgender für uns zentralen Themen beantworten:

### Monetärer Ausblick

Das globale monetäre Umfeld war, ist und bleibt

die Antriebsfeder für die Märkte.

Trotz erstmaliger Zinserhöhung um 0.25% in den **USA** bleibt die Geldpolitik in dem Sinne expansiv, als dass die Zinswende graduell, sofern es die Wirtschaft zulässt, erfolgen wird und die Rück- und Zinszahlungen der getätigten Obligationenkäufe reinvestiert werden. Im Mittel erwartet das FED für Ende 2016 einen Leitzins von 1.375%, was im Vergleich zu früheren Zinswenden tatsächlich sehr graduell ist. Geld ist damit zwar nicht mehr gratis, aber immer noch sehr billig. Zudem gilt es zu berücksichtigen, dass in der Vergangenheit immer die letzte Zinserhöhung die Aktien unter Druck setzte. Durchschnittlich vergingen rund 3 Jahre nach der ersten Anhebung, bis dieser Prozess die Aktienmärkte negativ belastete (i.d.R. wenn das kurzfristige Zinsniveau und damit auch der Leitzins mindestens das Niveau der zehnjährigen Zinsen erreichte).

In **Europa** hat die EZB ihr Aktiven-Kaufprogramm von monatlich EUR 60 Mrd. bis mindestens März 2017 verlängert und den Einlagezins auf -0.3% gesenkt.

Die Bank of **Japan** ihrerseits erwirbt nach wie vor Obligationen im Umfang von JPY 80 Bio. und erweiterte den Erwerb von Indexfonds (v.a. Aktien) auf JPY 3.3 Bio. Ausserdem werden unter dem NISA ("Nippon Individual Saving Account") Programm Aktienanlagen für Private steuerbegünstigt.

Was die **Schwellenländer** anbetrifft, so erweist sich die monetäre Situation zumindest für diejenigen, welche ein Handelsbilanzdefizit (z.B. Brasilien, Südafrika etc.) aufweisen, als Gratwanderung. Die schlechte Konjunktur würde zwar monetäre Massnahmen erfordern, andauernde Kapitalflucht und die damit verbundene Währungsschwäche hingegen eher stützende Zinsanhebungen. Letzten Endes wird die anhaltende Währungsschwäche sich gleich wie jede andere monetäre Massnahme auswirken, womit auch hier die Haltung akkomodativ verbleibt. Allerdings wirkt sich dies auf die beachtliche Schuldenlast, v.a. in Dollar (auf die schon mehrfach hingewiesen wurde), nachteilig aus.

In **China** gestaltet sich die Situation aufgrund des

Handelsbilanzüberschusses allerdings anders. China besitzt monetär wie fiskalseitig viel Munition. Allerdings gilt es hier den Spagat zwischen Wachstumsunterstützung und Kreditexzessen zu finden. Die doch komplexere Wandlung hin zu einer Konsumgesellschaft lässt für die Zukunft eine verstärkte Tendenz hin zu einer akkomodativen Politik vermuten.

Auf globaler Ebene bleibt also die Geldpolitik für die Börsen förderlich. Langfristig werden aber durch die Massnahmen der Zentralbanken gefährliche Abhängigkeiten geschaffen, was sich unter anderem an der negativen Börsenreaktion bis Mitte Dezember im Anschluss an die Ankündigung der EZB gezeigt hat. Diese betreffen nicht nur die Börsen (durch ständig höhere Erwartungen nach noch mehr Liquidität), sondern auch die öffentlichen Haushalte und Unternehmungen. Notwendige Strukturreformen und Haushaltssanierungen werden dadurch unterlassen. Erstere bedeuten für die Unternehmungen wiederum langfristig schwache Perspektiven, so dass Investitionen aufgeschoben werden. Fallen die monetären Unterstützungsmassnahmen erst einmal weg, werden diese Probleme zum Vorschein kommen.

### Ökonomischer Ausblick

Die OECD erwartet für 2016 ein weltweites BIP-Wachstum von 3.314% und der IMF sogar von 3.6%. Dies könnte sich vor dem Hintergrund eines stagnierenden Welthandels als zu optimistisch erweisen. Ein Wachstum des Welthandels unter dem BIP hat ernsthafte Implikationen v.a. für diejenigen Volkswirtschaften, welche abhängig sind von einem stark steigenden Handel. Das konjunkturelle Wachstum birgt damit Potential für Enttäuschungen und macht Volkswirtschaften verwundbar im Hinblick auf mögliche neue negative Schocks. Zudem wird häufig übersehen, dass der zukünftigen konjunkturellen Erholung starke langfristige strukturelle Entwicklungen entgegenlaufen, wie z.B. das Ende des Schulden-Superzyklus und die damit verbundene weltweit hohe Schuldenlast, die nachteilig demographischen Entwicklungen (v.a. in Europa und Japan) und der in Zukunft zu erwartende Wegfall der monetären Massnahmen. Insbesondere letzterer gibt zu denken, wenn man sich die konjunkturelle Erholung der USA vor Augen führt. Das FED hat mit seinem massiven Liquiditätsprogramm ("QE") von rund USD 4 Bio. lediglich ein Wachstum von 2% bewirken können. Die oben genannten Probleme sind jedoch eher langfristiger Na-

tur.

Für das Gesamtbild ist es wichtig zu verstehen, dass die globale wirtschaftliche Entwicklung in einer Sackgasse steckt.

In den **USA** entwickelt sich zwar - unter Ausblendung der aus dem Arbeitsmarkt ausgeschiedenen Personen und der Temporär-Stellen - die Zahl der neu geschaffenen Arbeitsplätze bisher erfreulich (z.Z. rund 200'000 neue Arbeitsplätze pro Monat), andere Indikatoren (wie z.B. Industrieproduktion, Umsatzentwicklung, abnehmende Nachfrage nach Investitionsgütern etc.) wirken dem jedoch entgegen. Insbesondere dürfte ein starker Dollar bremsend auf das Wachstum wirken, was letztendlich auch die Investitionen dämpfen wird. Die US-Konjunktur birgt also das Risiko zu enttäuschen.

**Europa** profitiert weiterhin von einem schwachen EUR und einer vereinfachten Kreditvergabe. Jedoch ist beiden Effekten eine natürliche Grenze gesetzt. Ein zu tiefer EUR würde erhebliche Gefahren für die Binnenwirtschaft bedeuten und eine exzessive Kreditvergabe starke Risiken für die Zukunft bergen. Wohin die Reise geht, ist ungewiss. Vor dem Hintergrund der schlechten demographischen Entwicklung, der hohen Schuldenlast und der dysfunktionalen Institutionen ist jedoch Vorsicht angebracht. Das wirtschaftspolitische Hauptproblem von Europa ist die Tatsache, dass die Länder mit dem höchsten fiskalpolitischen Handlungsspielraum diejenigen sind, welche am wenigsten einen solchen Stimulus benötigen.

**Japans** Bestreben die Inflation auf 2% hochzubringen, erscheint immer schwieriger, was sich auch in einer leichten Abnahme der Inflationserwartungen widerspiegelt. Allerdings verbleiben diese positiv. Auch ist zu erwähnen, dass viele deflationäre Kräfte, wie sinkende Immobilienpreise und unternehmerische Entschuldung, nachgelassen haben. Ob dies reichen wird, steht in den Sternen. Vieles wird von der Entwicklung des JPY abhängen. Die OECD erwartet trotz der massiven Interventionen für 2015 voraussichtlich ein Wachstum von 0.587%.

Bezüglich **China** haben wir bereits in unseren letzten beiden Newslettern ausführlich berichtet, womit wir hier nicht wieder ins Detail gehen wollen. Wichtig ist zwischen Börse (wird in China hauptsächlich von privaten Kleinanlegern getragen, ca. 90% der Börsenumsätze) und Wirtschaft zu unterscheiden. Fakt ist, dass die Transition hin zu einer Konsumgesellschaft steiniger ist als angenommen, auch wenn dies langfristig posi-

tiv zu werten ist (Reduktion der Abhängigkeit der Weltkonjunktur; vgl. Newsletter Oktober 2015). Das produzierende Gewerbe befindet sich in Rezession. Der Industriesektor ist deflationären Tendenzen ausgesetzt, was letztlich die Gewinne und die Kapitalausgaben senkt. Dieser Prozess wird erst enden, wenn die Überkapazitäten reduziert werden. Damit verbunden werden auch Implikationen auf dem wachsenden Dienstleistungssektor sein. Auch wenn das Wachstumsziel von 7% folglich in Frage gestellt wird, ist anzunehmen, dass sich das Wachstum zwischen 5% und 6% einpendeln wird. Wäre es viel schwächer, so hätten die Behörden stärkere monetäre und fiskalpolitische Massnahmen getroffen. Bisher waren die Massnahmen eher vorsichtiger Natur, woraus zu schliessen ist, dass die hiesigen Behörden nicht übermässig beunruhigt sind. Schliesslich darf nicht vergessen werden, dass China über massenhaft monetäre (Basiszinssatz von 4.35%!) und fiskalpolitische (Brutoverschuldung von nur 43% des BIP!) Munition verfügt. Ein sogenanntes "Hard-Landing" ist damit weiterhin nicht in Sicht.

Auch wenn die obigen Ausführungen nicht gerade beruhigend sind, so sind diese in einem längerfristigen Kontext einzuordnen. Ökonomisch positiv zu werten ist, dass die für Rezessionen typischen vorausgehenden Ungleichgewichte fehlen. Von hoher Inflation kann zumindest nicht gesprochen werden. Wenn überhaupt, dann sind die Ressourcen- und Güterpreise deflationär. Dies wird dafür sorgen, dass die Geldpolitik tendenziell locker bleibt. In der Vergangenheit wurden Rezessionen durch bremsende Geldpolitik ausgelöst.

### Markt-Ausblick

**Obligationen:** Grundsätzlich ist das makroökonomische Umfeld Obligationenfreundlich. Die Kombination von weltweit hohen Ersparnissen, akkomodativer Geldpolitik, tiefer Inflation und einer immer wieder durch exogene Ereignisse stimulierten Nachfrage nach sogenannten "risikolosen" Instrumenten, lässt uns keine andere Wahl. Das heisst aber nicht, dass Obligationen eine Rendite generieren. Tatsächlich führen die massiven Käufe der EZB und der BoJ zu einem immer geringeren Angebot für Privatanleger, was die Renditen tief hält. 40% der Europäischen Staatsanleihen, d.h. EUR 3'000 Mrd., weisen zur Zeit negative Renditen auf (d.h. der Staat verdient damit Geld). Es ist erstaunlich, dass Italien für 10 Jahre 0.7% weniger bezahlen muss als die

USA. Dies zeigt die massive Überbewertung dieser Anlageklasse, v.a. in der Eurozone, und auch die Tatsache, dass die Renditen das Risiko nicht kompensieren. Zudem widerspiegeln sich darin auch die von den Zentralbanken monetär herbeigeführten Verzerrungen. Da dies logischerweise nicht ewig weitergeführt werden kann, werden sich die Preise irgendwann einmal auf ihr marktwirtschaftlich korrektes Preisniveau zurückentwickeln. Dass dieser Prozess sehr schmerzhaft sein wird, muss nicht speziell erwähnt werden. Wir tun es trotzdem. Das hat sich z.B. in den USA im Dezember gezeigt, als angetrieben von Bonitäts- und Zinssteigerungsängsten die US High Yield Obligationen stark unter Druck kamen (High Yield Rentenfonds von 3rd Avenue und Avenue Capital mussten eingestellt werden, weil die Titel unverkäuflich wurden!). Dies hat auch mit der teilweisen Austrocknung der Obligationenmärkte durch Nationalbanken und Regulierung zu tun (vgl. Newsletter Oktober 2015). Die Renditen werden global gesehen vermutlich noch auf Jahre hin tief bleiben, ganz einfach darum, weil die Weltwirtschaft nicht auf Touren kommt. Wer also Rendite generieren will, muss ein sehr grosses Risiko auf sich nehmen.

**Aktien:** I.d.R. gehen einem Bärenmarkt eine restriktive Geldpolitik und/oder eine Rezession voraus. Wie beschrieben, ist beides derzeit nicht in Sicht. Auf der anderen Seite gestaltet sich der Ausblick für die Gewinnmargen der Unternehmen hinsichtlich des geringen globalen Wachstums, Preisdrucks und der voraussichtlich höheren Lohnkosten als weniger zuversichtlich. In den **USA** gilt es zu berücksichtigen, dass der monetäre Zyklus weiter fortgeschritten ist als in Europa und Japan. Vieles wird davon abhängen, ob die wirtschaftliche Entwicklung im Einklang mit den Entscheidungen des FED steht. Handelt das FED restriktiver als es die Wirtschaftsdaten zulassen, so werden die Märkte darunter leiden. Wie erwähnt, besteht in den USA das Risiko eines enttäuschenden Wachstums, v.a. aufgrund der hohen Erwartungen. Ebenfalls zu bedenken ist, dass in den USA v.a. die Unternehmen als Aktienkäufer auftreten (Rückkauf eigener Aktien), teils sogar auf Kredit. Sollte das FED in Zukunft restriktiver werden, könnte diese Entwicklung aus Verschuldungsgründen gefährlich werden. Zudem befinden sich die Gewinnmargen der Unternehmen auf einem untypisch hohen historischen Niveau, was die zukünftigen Erwartungen dämpft. Auch ist die Bewertung der US Unternehmen weniger attraktiv (S&P 500 P/E

~ 20) als in anderen Industriestaaten (DAX P/E ~ 13, NIKKEI 400 ~ 15). Aus dieser Sicht sind **Europa** und **Japan** zu favorisieren, deren Lage der oben beschriebenen Situation eher entgegengesetzt ist. Insbesondere Europa müsste (dank EZB Unterstützung) von der niedrigeren Bewertung, einem zunehmenden Gewinnwachstum und ansteigendem Optimismus profitieren. Allerdings auch hier unter der Voraussetzung, dass die monetären Massnahmen greifen. Was die **Emerging Markets** im Ganzen anbetrifft, so sehen wir keinen Grund eine positive Haltung einzunehmen. Auch wenn die Bewertungen teils attraktiv erscheinen (je nach Markt), so ist vor dem Hintergrund eines schwachen globalen Handels, Deflation der Güterpreise, Entschuldung und schwacher Währung, die monetäre Eingriffe einschränkt, Vorsicht angebracht.

Es stellt sich die Frage, ob eine Abkoppelung Europas von den USA möglich ist, schon alleine wegen des hohen Engagements von US-Anlegern in Europäischen Aktien (gemäss einer Studie von NZZ und UBS befinden sich gemessen an den institutionellen Investoren 43% der Schweizer Aktienbörse in Amerikanischen Händen!). Amerikanische Investoren tendieren dazu zu verkaufen, wenn der heimische Markt von Problemen heimgesucht wird, unabhängig von den fundamentalen Faktoren. Dies dürfte auch der Grund sein, weshalb es noch nie zu einer solchen Abkoppelung gekommen ist. Die Wahl der einzelnen Aktien wird also entscheidend sein. Das Schlagwort lautet wie so oft Flexibilität.

Gegenüber Obligationen (und auch dem zinslosen Sparkonto) sind Aktien nach wie vor attraktiver, schon alleine weil Dividendenrenditen von 3% bis 6% deutlich attraktiver als die Nullrendite der Obligationen sind.

Technisch gesehen, ist die Lage nach wie vor schwierig zu beurteilen. Einerseits ist die Anzahl der Titel, welche sich in einem individuellen Bärenmarkt befinden (Kurszerfall von mind. 20%), per Ende Jahr leicht höher. Gemessen am NYSE Composite Index sind es fast 54% der Werte, am CDAX (alle inländischen an der Frankfurter Börse notierten Aktien) rund 45% und am SPI ca. 30%. Allerdings sind hauptsächlich kleinere Werte davon betroffen. Wir werden diesen Prozess weiterhin genauestens verfolgen und entsprechende Massnahmen einleiten, sollten mittlere und grosse Werte verstärkt davon betroffen sein. Andererseits gilt es zu berücksichtigen, dass der Kurssturz anfangs Jahr, wie zu Beginn beschrieben, wenig mit diesem Deteriorations-Prozess zu tun hat. Es wäre also ver-

früht, von einem Bärenmarkt zu sprechen, was im Gleichklang mit den fundamentalen Faktoren steht.

Gefahren lauern v.a. seitens der Schwellenländer (Dollar-Schuldenproblematik; vgl. Newsletter April und Oktober 2015). Insbesondere wird das Wachstum Chinas, das den grössten Beitrag zum Wachstum der Weltwirtschaft liefert, entscheidend sein. Auch eine starke Abwertung des Yuan (höher als 10-15%) würde über die Exporte nach China (sinkende währungsbedingte Nachfrage) und von China (wesentlich billigere Produkte) zu schwerwiegenden Problemen führen. Daneben sind natürlich auch die üblichen geopolitischen Probleme, wie der mittlere Osten, separatistische Bewegungen in Europa, terroristische Attacken etc., zu nennen. Wir rechnen also mit weiterhin starken Schwankungen, welche sich auch durch den alternden Bullenmarkt erklären lassen (vgl. Newsletter Januar 2015).

**Rohstoffe:** Der Abschwung des verarbeitenden Gewerbes sowie der starke Dollar haben das Überangebot insbesondere der industriellen Rohstoffe wie Eisenerz, Kupfer etc. verstärkt. Ein Boden ist derzeit nicht in Sichtweite. Ein solcher wird sich erst bilden, wenn die industrielle Produktion und der Dollar sich stabilisieren.

Im Öl-Markt gestaltet sich die Situation anders. Durch den quasi Wegfall der OPEC als Produktionsausgleichsinstanz wird diese Funktion immer mehr von den Nordamerikanischen Produzenten wahrgenommen. Da diese, sofern profitabel, immer versuchen werden die Produktion zu maximieren, wird der Markt solange einen Hang zum Überangebot aufweisen, bis tiefere Preise zu einer höheren Nachfrage führen. Eine solche sollte die Produktion ausserhalb der OPEC soweit drosseln, bis der Markt sich wieder im Gleichgewicht befindet. Dieser Prozess ist bereits im Gang und sollte am Ende zu einer Stabilisierung führen. Über die Dauer kann nur spekuliert werden, weshalb wir dies sein lassen. Dies gilt ebenfalls für den Ölpreis. Da Öl keinen Cash Flow erzeugt, ist es schwierig, diesen korrekt zu bewerten. Nur so viel ist sicher: Öl sollte mehr Wert haben, als drei Grosspackungen Windeln.

**Gold** kann aufgrund seiner absichernden Eigenschaft interessant sein, v.a. wenn geopolitische Turbulenzen die Risikoaversion in die Höhe treiben. Allerdings ist vor dem Hintergrund deflationärer Preisentwicklungen (Inflation kommt nicht richtig voran) und einem starken

Dollar Vorsicht angebracht. Schwächen sich diese Entwicklungen ab, rückt Gold wieder in den Vordergrund. In diesem Zusammenhang könnten weitere Zinssenkungen seitens Chinas unterstützend wirken. Solche würden den Yuan unter Druck bringen, womit chinesische Investoren versucht sein könnten, Gold als werterhaltendes Element zu kaufen. Technisch gesehen hat sich der Goldmarkt durch das Austreten der Spekulanten jedenfalls bereinigt.

**Währungen:** Während die Europäer und Japaner ihre Währung tendenziell zu senken versuchen um die Exporte anzukurbeln, haben die Amerikaner auch kein Interesse daran den USD zu stark ansteigen zu lassen. Auch wenn die monetären Divergenzen für dessen Aufwertung sprechen, so sind diese zum Teil sicherlich bereits eingepreist. Auch gilt es zu bedenken, dass, wie erwähnt, die US Konjunktur enttäuschen könnte, während in Europa eher Überraschungen möglich sind. Dies würde entgegenwirken. Ein nachhaltiger EUR/USD Kurs unter Parität erscheint dadurch mittelfristig eher unwahrscheinlich. Auch der JPY scheint kurztechnisch einen gewissen Boden gefunden zu haben. Allerdings spricht die schwache konjunkturelle Entwicklung und eine gewisse Zurückhaltung, das monetäre Massnahmenpaket stark zu erweitern, gegen eine Aufwertung. Man darf also gespannt sein, welche Auswirkung die Fortsetzung des Währungskrieges haben wird. Sicher ist, dass ein zu starker Dollar gefährlich für die in Dollar hochverschuldeten Schwellenländer wäre. Man muss auch verstehen, dass die Devisenkurse stark von den Zentralbanken manipuliert sind. Ist dieser Prozess einmal vorbei, dürften die Handelsbilanzen wieder verstärkten Einfluss ausüben.

### Zusammenfassung

- Die unterstützenden monetären Faktoren bleiben vorhanden.
- Während die Entwicklung der Konjunktur schwach verläuft, ist keine Rezession in Sicht.
- Obligationen werfen keine Rendite ab und können dazu im Hinblick auf eine stark reduzierte Handelstätigkeit (Zentralbanken und Regulierung) zu starken Verwerfungen führen.
- Aktien sind vorerst nach wie vor zu favorisieren. Allerdings gilt es den immer stärkeren Schwankungen und der technischen Deterioration Rechnung zu tragen.
- Gold und Rohstoffe erscheinen momentan schwierig, ändern sich die beschriebenen Umstände, könnten sie wieder interessant werden.

Was bedeutet dies nun für die Portfolios? Obwohl wir Aktien nach wie vor favorisieren, sind wir bestrebt Avancen auszunützen, um Risiko zu reduzieren, indem wir uns weiterhin auf grosskapitalisierte und selektiv auf mittlere Werte konzentrieren, um dem oben genannten technischen Prozess Rechnung zu tragen. Wir werden unseren Fokus auf solide Dividenden (Schutzfaktor) beibehalten, wenn möglich steuerfrei. Wieso Dividenden? Ganz einfach, weil Dividenden nicht lügen. Analysten, Erträge, CEOs etc. können lügen, aber Dividenden nicht. Um Dividenden kontinuierlich zu steigern, muss eine Unternehmung auch ihre Erträge fortwährend erhöhen.

Vor dem Hintergrund der herrschenden Gratwanderung bzw. Unsicherheit zwischen der ökonomischen und monetären Entwicklung, verabschieden wir uns mit den Worten der Figur von Obi-Wan Kenobi aus dem Film *Star Wars*: "I felt a great disturbance in the Force..." Erstaunlich, wie treffend diese Aussage für den Jahresstart 2016 ist...

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.