

Newsletter

Oktober 2019

Q3 2019

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Mit rasender Geschwindigkeit steuern wir aufs Jahresende zu. Kaum zu glauben! Noch bleibt uns aber etwas Zeit, den Herbst in seiner Farbenpracht zu geniessen. Vor lauter Genuss sollte aber nicht vergessen werden die Winterreifen zu montieren, schliesslich scheinen wir alle jedes Jahr aufs Neue überrascht zu werden!

Organisatorisch gibt es keine Änderungen, was es uns erlaubt, sogleich mit dem **Marktkommentar** zu beginnen. Unsere Ampel bleibt dabei gleich:



Monetäre Lage: Mittelfristig stützend und konjunktorentsprechend. Wirkungsgrenze?

Ökonomische Lage: Anhaltendes Wachstum (trotz Abschwächung), aber politische Unsicherheiten belasten.

Technische Lage: Lfr. Trend (noch) intakt; keine typischen Anzeichen einer Trendumkehr. Mittelfristige Erholung fortgeschritten, aber intakt.

Einführung Szenario Analyse

Nachdem wir letztes Mal über zwei mögliche Szenarien berichtet haben, welche im Kontext der historischen Entwicklung eines säkularen Bullenmarktes (und in Bezug auf den Handelskrieg) erarbeitet wurden, sind viele Anfragen bezüglich deren Wahrscheinlichkeiten eingegangen. Wir bleiben der Meinung, dass solche vor dem Hintergrund täglich ändernder Tweets eigentlich unmöglich zuzuordnen sind. Auch stellt sich die Frage nach dem Zeitraum, da zweifellos die Entwicklung eines Szenarios neue Prozesse in Gang setzt, welche wiederum zu neuen oder bestehenden Alternativ-Szenarien führen. Nichtsdestotrotz ist uns Ihr Wunsch Befehl, womit wir die Szenario Analyse für einen **Zeitraum von sechs bis zwölf Monaten** einführen. Dies hat zur Folge, dass wir die in Aussicht gestellte Ausführung über die technische Analyse

raum von sechs bis zwölf Monaten einführen. Dies hat zur Folge, dass wir die in Aussicht gestellte Ausführung über die technische Analyse

Szenario I Durchmogeln	Szenario II Unerwartete Inflation	Szenario III Starker Einbruch
<p>Eigenschaften:</p> <ul style="list-style-type: none"> Schwache Inflation Akkommodative Geldpolitik Evtl. unterstützende Wirtschaftspolitik Schwaches, aber anhaltendes Wirtschaftswachstum Keine weitere Eskalation des Handelskriegs 	<p>Eigenschaften:</p> <ul style="list-style-type: none"> Inflation steigt an, durch Beschleunigung bzw. Überhitzung der Konjunktur (Wirtschaftspolitik? Einigung Handelskrieg?) oder Ölpreisschock? Restriktivere Geldpolitik Anstieg Zinsen würgt Konjunktur ab, Rezession 	<p>Eigenschaften:</p> <ul style="list-style-type: none"> Unerwartet starker Konjunktureinbruch Komplette Eskalation des Handelskrieges auf globaler Ebene? Starke Verlangsamung in China, Konsum in USA bricht ein, massive Abnahme Welthandel, Rezession in Europa (Exporte + Bankenkrise) etc.
Wahrscheinlichkeit: 65%	Wahrscheinlichkeit: 25%	Wahrscheinlichkeit: 10%
Das Gleichgewicht zwischen Konjunktur und Geldpolitik bleibt bestehen. Politik sorgt aber für Schwankungen. Massnahmen reichen aus, um Konjunktur und Märkte bei Laune zu halten, führen aber zu Spekulation und Exzessen (letzte Phase des säkularen Bullenmarktes).	Eine Konjunkturbeschleunigung würde die zweite Phase des Bullenmarktes ("Goldilocks"-Szenario) verlängern mit dem Risiko einer Überhitzung (vgl. Produktionslücke). Im Falle eines Ölpreisschocks kann die akkommodative Geldpolitik nicht aufrecht erhalten werden, unmittelbarer Bärenmarkt.	Szenario III kann viele Auslöser haben, benötigt jedoch eine Verkettung zahlreicher Prozesse und Fehler auf politischer und monetärer Ebene, um zu einer ernsthaften Gefahr zu werden. Das Ende des säkularen Bullenmarktes wäre jedoch die logische Folge.

einer Trendumkehr verschieben (zurzeit keine Anzeichen hierfür). Angemerkt sei an dieser Stelle, dass die Szenario-Analyse fortan nur bei gewichtigen Änderungen (z.B. bei Bestätigung oder Redundanz eines Szenarios) Eingang finden

wird, nicht zuletzt um dem Leserwunsch nach Alternativthemen oder Analyse der aktuellen Situation ebenfalls gerecht zu werden.

Die Szenarien decken sich mit den Ausführungen der letzten Berichterstattungen. Um den Rahmen nicht zu sprengen, beschränken wir uns daher auf die Überlegungen hinter der **Wahrscheinlichkeitszuordnung**.

Szenario III

Das **Risiko eines starken Konjunkturerinbruchs bzw. einer Rezession** erscheint uns für die nächsten sechs bis zwölf Monate nach wie vor gering. Das ist auch der Grund wieso Szenario III die geringste Wahrscheinlichkeit hat. Für detailliertere Angaben verweisen wir Sie auf unseren [Juli 2019 Newsletter](#), welcher immer noch Bestand hat. Zur Erinnerung, eine Abschwächung der Wirtschaft ist nicht mit einem Kollaps gleichzusetzen. Das IMF hat zwar seine Erwartung für 2019 und 2020 auf globaler Ebene reduziert, rechnet aber immer noch mit 3% bzw. 3.4%. Hauptgrund für die Rücknahme ist nach wie vor die von Trump und seinen Handelskonflikten ausgehende Unsicherheit, welche das Investitionsverhalten und damit die Produktivität und das Wachstum dämpft. Die verstärkte akomodative Haltung der Zentralbanken wirkt dem entgegen. Über die längerfristige Wirksamkeit haben wir bekanntlich unsere Zweifel, doch dies soll einen kurz- bis mittelfristig positiven Konjunkturerfolg (und v.a. psychologischen Effekt wie an den Börsen zu erkennen ist) nicht schmälern. Wichtig für die Weltkonjunktur wird sein, dass China sein Wachstum (zuletzt bei +6.0%) einigermaßen halten kann (und auch muss, um die anvisierte Verdoppelung des Lebensstandards zu erreichen) und dass der Konsum in den USA aufrecht erhalten wird. Letzterer ist natürlich durch die Tarife und damit verbundene Preiserhöhungen bedroht (importierte Inflation). Andererseits sollten niedrige Kreditkosten, Energiepreise (noch) und der enge Arbeitsmarkt Negativeffekte mindern. Europa weist bei anhaltender Austeritätspolitik und Verweigerung (v.a. Deutschland) dringend benötigter wirtschaftspolitischer Massnahmen das grösste Konjunkturrisiko auf. Umso wichtiger ist es also, dass China und USA stabil bleiben. Wir werden die Situation genauestens verfolgen.

Ein Restrisiko und damit auch ein längerfristig höheres Risiko kann natürlich nicht gänzlich ausgeschlossen werden, nicht zuletzt weil die kürzlich angekündigte Möglichkeit einer teilwei-

sen Beilegung des Handelsstreits zwischen USA und China etwas überbewertet zu sein scheint. Verstehen Sie uns nicht falsch, schliesslich sind wir Optimisten der ersten Stunde. So ist eine Teileinigung durchaus realistisch. Einerseits braucht Trump angesichts des sich zurzeit abspielenden innenpolitischen Theaters und der bevorstehenden Wahlen Erfolge. Andererseits hat auch China Interesse an einer kurzfristigen Lösung. U.a. muss China, aufgrund des Ausbruchs der Schweinepest (ausgerechnet im Jahr des Schweines!), man spricht von bis zu 200 Mio. toter Tiere bis Ende Jahr, seine Versorgung aufrechterhalten (60% des Fleischkonsums) und ist daher auf Importe aus den USA (wovon die US-Landwirte wiederum profitieren würden) angewiesen. Unser Optimismus auf eine umfangreichere (langfristige) Einigung ist allerdings stark durch die Eskalationen der letzten Wochen und Monate eingetrübt worden. Zu festgefahren ist die Situation. Immer deutlicher wird, dass die USA Angst vor dem technologischen Rivalen (vgl. [Oktober 2018 Newsletter](#)) hat, schliesslich verkauft China nicht mehr nur Spielzeuge und Tennisschuhe, sondern Hochtechnologie. Während der Wettbewerb sicherlich positiv ist, muss auch verstanden werden, dass diese Technologien immer mehr zu "Waffen" (Spionage, Kontrolle etc.) werden, welche in Häusern, Infrastruktur, Unternehmen etc. eingesetzt werden. Das Risiko eines erneuten "kalten" Krieges (auf technologischer Ebene) ist also vorhanden. Dabei hilft es auch nicht, dass die über Jahrzehnte lang aufgebauten Beziehungen durch gegenseitige "Anfeindungen" zerstört wurden. Ein Neustart der Verhandlungen, der auf gegenseitigem Respekt basiert, wäre daher dringend nötig. Wir werden die Situation natürlich weiterhin verfolgen.

Szenario II

Szenario II beinhaltet im Prinzip zwei Unterszenarien, welche zum gleichen Ende führen könnten. Beide bergen die immer wieder beschriebene "zweite" Gefahr, nämlich stark restriktiver Zentralbanken als Reaktion auf eine (unerwartete) Inflationszunahme, welche letzten Endes die Konjunktur und den Markt zum Einbruch zwingen würden. Der Weg dahin ist allerdings logischerweise komplett unterschiedlich. Sollte es zu einer wünschenswerten Beschleunigung der Konjunktur (Verlängerung der zweiten Phase des säkularen Bullenmarktes; in der letzten Ausgabe beschrieben) kommen, dürfte das Börsenumfeld wieder auf "Risk-On" umschalten, was vor allem

den zyklischen Werten stark zu Gute kommen würde. Hinkt die geldpolitische Normalisierung dann der Konjunkturentwicklung hinterher - historisch betrachtet ist ein zaghaftes oder verspätetes monetäres Handeln nicht unrealistisch - droht eine Überhitzung ("Produktionslücke"). Die Folgen sind klar. Vielmehr stellt sich die Frage nach den Gründen für einen konjunkturellen Wiederaufschwung. Nun, wenn wir einem "starken Einbruch" (bis hin zu einer Rezession) eine gewisse Wahrscheinlichkeit zuordnen, dann müssen wir auch die Möglichkeit eines entgegengesetzten Szenarios einkalkulieren. Schliesslich ist es möglich, aus heutiger Sicht allerdings nicht ganz realistisch, dass es zu einer vollumfänglichen Einigung im Handelskrieg kommt. Es ist aber auch denkbar, dass die Diskussionen stagnieren bzw. zu keiner weiteren Eintrübung führen und die Politik verstärkt auf wirtschaftspolitische Massnahmen (fiskalseitig, Infrastruktur) zurückgreift. Dies dürfte ebenfalls einen positiven Einfluss auf die Konjunktur ausüben. Die Forderungen diesbezüglich werden jedenfalls lauter, nicht zuletzt da die Geldpolitik, wie schon mehrmals beschrieben, gewisse Grenzen erreicht hat.

Das zweite Unterszenario visiert einen plötzlichen Inflationsanspruch an, z.B. über einen Ölpreisschock. Wie verwundbar die Situation ist, haben die Angriffe auf die Öl-Produktion Saudi-Arabiens gezeigt. Der Markt geht davon aus, dass kein solcher Schock möglich ist, was sich an der Entwicklung der Rohölpreise (Risikoprämie?) erkennen lässt. Schliesslich können die Amerikaner, die keine steigenden (und damit wahlsschädigenden) Energiepreise wollen, entweder über einen Drucknachlass auf den Iran oder über eine Ankurbelung der Schieferölproduktion entgegenwirken. Dies könnte sich nicht nur als falsch (der Jemenkrieg hat sich vor die Türen Saudi-Arabiens verschoben; Kapitalausgaben im Energie Sektor sprechen eine andere Sprache), sondern sogar als gefährlich erweisen. Letzteres weil einer der Hauptpfeiler dieses Bullenmarktes auf dem Glauben beruht, dass die Inflation "tot" ist, was unter anderem mit der Erwartung tief bleibender Energiepreise verbunden ist. Was dem breiten Publikum entgeht, ist jedoch die Tatsache, dass die Inflation hinter den Kulissen durchaus weiterlebt und, trotz Dollaranstieg und Ölpreistrückgang, langsam nach oben geschlichen ist. Wird der Konsumentenpreisindex (CPI) als Vergleichsmassstab herangezogen (Inflationsmessung ist kompliziert und weist je nach Notenbank andere Grundlagen auf), so steht die US Inflation auf Jahresbasis per Ende September bei

1.7% (die FED errechnet eine Inflation auf Basis der privaten Konsumausgaben, PCE, von 1.4% im August). Die Kerninflation (ohne Energie und Lebensmittel) liegt bei 2.4% (CPI). Es erscheint somit klar, was ein starker Anstieg des Ölpreises bewirken könnte. Da die Inflation offensichtlich noch nicht "tot" und nicht weit vom (willkürlichen) Inflationsziel von rund 2% entfernt ist, muss die Gefahr eines zusätzlichen Ölpreisanstiegs (externer Shock) ernst genommen werden. Dies dürfte auch erklären wieso die FED so geteilt war in ihren jüngsten Zinssenkungsentscheidungen. Schliesslich lag die Median Inflation, welche gemäss Untersuchungen der Cleveland FED das beste Signal für den Inflationstrend liefern soll, Ende September bei 3.03% (!).

Was nun die Wahrscheinlichkeit von Szenario II anbetrifft, so liegt diese schon alleine über dem Szenario III, weil der Inflationstrend so oder so stärker zu sein scheint als angenommen. Die Rechtfertigung für eine zuletzt noch akkomodativere Geldpolitik wird (nebst dem Argument der Wirkungsgrenze) somit immer dünner. Nicht umsonst haben Experten, wie z.B. Mario Draghi oder seine Nachfolgerin Christine Lagarde, auf die zunehmende Bedeutung wirtschaftspolitischer Massnahmen (Steuersenkungen, Infrastrukturausgaben etc.) hingewiesen. Mehr davon ist also in Zukunft zu erwarten, die Frage ist nur wann. Da das Szenario eines inflationären Schocks ebenfalls nicht auszuschliessen ist, erscheinen uns 25% vernünftig, nicht mehr und nicht weniger.

Szenario I

Dieses besagt, dass sich im Prinzip nichts ändern wird. Die Konjunktur wird durch die Geld- und situativ ergänzende Wirtschaftspolitik einigermaßen am Leben erhalten. Das Gleichgewicht bleibt mehr oder weniger bestehen. Schwankungen entstehen durch immer wieder aufkeimende Rezessionsängste oder geldpolitische Enttäuschungen. Bleibt die Inflation "schwach" (Achtung vor Szenario II), könnten sich die Zentralbanken, politisch erzwungen, zu Grosse animiert fühlen. Das Volumen umlaufender Anleihen mit negativer Rendite (bei rund USD 15 Bio.) würde dann wahrscheinlich steigen, was aufgrund des im Juni beschriebenen Anlagenotstands für eine entsprechende, vermutlich starke Nachfrage nach Aktien (v.a. Dividendentitel) und Gold führen sollte, schon alleine um den negativen Zinsen auszuweichen. Wir wären dann in der letzten, dritten und spekulativen Phase des säku-

laren Bullenmarktes, dessen Ende aufgrund der bis dahin aufgebrauchten geldpolitischen Munition vermutlich kein Gutes nehmen wird. Aus heutiger Sicht erscheint dieses Szenario für die nächsten sechs bis zwölf Monate die grösste Wahrscheinlichkeit zu haben. Da wie oben beschrieben die Beziehung zwischen China und USA zerrüttet ist, aber beide (noch) aufeinander angewiesen sind, dürften sich die Diskussionen für eine umfänglichere Lösung hinziehen ohne weiteren, zumindest vordergründigen Schaden zu verursachen. Diesem wird wenn nötig monetär (Wirkungsgrenze?) begegnet und falls dies nicht reicht, wird ergänzend wirtschaftspolitisch unterstützt. So lässt sich zumindest das Geschehen der letzten Monate gut zusammenfassen. Es ist zudem anzunehmen, dass dies auch der politisch präferierte Weg ist. Aufgrund von Aufständen, Demonstrationen und Ausschreitungen überall auf der Welt, sind weitere Unruhen das letzte was die Politik braucht. Ansonsten droht die Guillotine. Natürlich wäre ein starker Konjunkturaufschwung das Beste, aber nicht alle Politiker scheinen dies zu wollen, blockieren sich gegenseitig (Klima vs. Wirtschaft) oder sind (noch) nicht bereit, die Verschuldung für wirtschaftsfördernde Massnahmen anzukurbeln.

Bevor wir nun auf die Frage der Portfolioausgestaltung (Fazit) eingehen, müssen wir uns kurz mit der aktuellen Marktsituation auseinandersetzen, welche sich aus Szenario I ergibt und eine wichtige Feststellung zulässt.

Aktuelle Marktsituation

Der Bondmarkt befindet sich vermutlich in der grössten aller bisherigen Blasen. Wie sonst ist ein Volumen von USD 15 Bio. an negativ rentierender Anleihen zu erklären. Die Situation kann als Teufelskreislauf beschrieben werden. Immer wieder aufkeimende Rezessionsängste treiben die Anleger immer mehr in langlaufende Anleihen, wodurch die Zinsen (Konjunktur- und Inflationserwartungen, langes Ende der Zinskurve) immer weiter sinken, was wiederum die Rezessionsängste verstärkt. Dies entspricht der Theorie der Reflexivität (von George Soros entwickelt). Diese besagt, dass das Verhalten der Marktteilnehmer nicht nur die Kurse beeinflussen, sondern auch die zugrundeliegenden, fundamentalen Werte von morgen. Es handelt sich um eine selbst verstärkende Tendenz, welche eine Blase entstehen lässt, die irgendwann einmal von der Realität aufgeholt wird und platzt. Dazu

passt auch die immer wieder gehörte Aussage, dass heutzutage Anleihen für Kapitalgewinne (und Aktien für Renditen) gekauft werden. Der Käufer sieht sich in seinem Glauben bestätigt wertzerstörende Anlagen zu tätigen, weil sich ja immer wieder einen "Löli" (Schweizerdeutsches Wort für Depp) finden lässt, welcher die wertlosen Papiere für einen sogar höheren Preis abkauft. Die Obligationen- und Aktienmärkte sagen entsprechend Nichts über das zukünftige Wachstum aus, sondern widerspiegeln die Erwartung, dass der "Löli", aktuell die Zentralbanken, für immer akkommodativ verbleibt. Nur was ist, wenn der "Löli" dies nicht will oder kann? Dass dies der Fall sein könnte, ergibt sich aus den beschriebenen Szenarien, z.B. im Falle einer Inflationszunahme.

Nun ist aus den Ausführungen rund um das Szenario I bekannt, dass wir uns derzeit in einem Umfeld befinden, welches durch tiefes (aber anhaltendes) Wachstum, niedrige Inflation (v.a. Europa) und allseits bereite Zentralbanken ("Löli") charakterisiert ist. Dies bedeutet, dass Investoren bereit sind für Wachstum, das rar gesät ist, mehr zu bezahlen, was die hohen Bewertungen in Technologie- und Luxusgüteraktien erklärt. Um sich nun vor Konjunkturrisiken abzusichern, kauft er, wie soeben beschrieben, Obligationen längerer Laufzeiten. Er sichert also diese hochbewerteten Aktien mit hochbewerteten Obligationen ab. Das Portfolio ist dann vollends darauf ausgerichtet, dass das geldpolitische Umfeld stark akkommodativ verbleibt. Aus unserer Sicht macht dies keinen Sinn, ist gefährlich und bestätigt unsere Politik, dass Diversifikation aktuell durch ein Umdenken bzw. über andere Portfolioausgestaltung erreicht werden muss, was uns zum Fazit führt.

FAZIT

Der Obligationenkäufer tätigt seine Anlagen in langläufigen negativ rentierenden Anleihen im Glauben an einen Zusammenbruch der Konjunktur (Szenario III). Nun scheint diese Wahrscheinlichkeit, wie aus den obigen Ausführungen und den letzten Berichterstattungen zu entnehmen ist, zumindest für die nächsten sechs bis zwölf Monate gering zu sein. Entsprechend verbleibt diesen Obligationen nur der wertzerstörende Charakter. Wie kann schliesslich ein Umfeld, Szenario I, einer nicht kollabierender Konjunktur (Verlangsamung ja, aber nicht gleichbedeutend), mittelfristig zwar akkommodativ verbleibender Zentralbanken (die Entwicklung der Szenarien

muss jedoch genau verfolgt werden), aber zunehmender Forderungen nach wirtschaftspolitischen Massnahmen aus einer etwas längerfristigeren Sicht positiv für solche Obligationen sein? Manchmal ist es eben besser Verzicht zu üben. Es verbleibt daher die Schlussfolgerung, dass der Obligationenmarkt sich in einer Blase befindet und Aktien die bevorzugte Investition verbleiben. Nicht vergessen werden sollte zudem, dass diese im Vergleich eine wesentlich bessere Handelbarkeit bieten. Um dem Restrisiko eines Konjunkturunbruchs zu begegnen, erscheinen uns immer noch defensive Werte (mit starken Bilanzen) und die immer noch relativ zur Null-/Negativrendite der Obligationen (ausser bei entsprechenden Bonitätsrisiken) unterbewerteten Dividendenaktien die beste Wahl zu sein. Die Negativzinsen auf den Konten, welche vermehrt Investoren treffen, unterstützen diesen Gedankengang ebenfalls. Vorsicht ist bei den hochbewerteten Herdensektoren Technologie und Luxusgüter geboten.

Nun muss auch dem Szenario II Rechnung getragen werden. Legt die Konjunktur zu, so muss zyklischen Werten (Industrie, Rohstoffhersteller, Banken), welche zur Zeit eher unterbewertet erscheinen, mehr Beachtung geschenkt werden. Dies sollte aber keineswegs stark vorweggenommen werden, sondern eher als Beimischung im Fall der Fälle. Schliesslich verbleibt die Möglichkeit steigender Energiepreise, womit Energieaktien (nicht Versorger, sondern Produzenten!) eine gute Absicherungsmöglichkeit bieten. Zudem sollte deren hohe Dividendenrendite nicht vergessen werden, v.a. wenn diese durch Mittelflüsse und nicht durch Schulden gesichert ist.

Gold weist in allen Szenarien eine Daseinsberechtigung auf, entweder in Form einer Absicherung (Inflation, Geopolitik, Konjunktur) oder aber im Sinne einer eigentlichen Investition. Einerseits besteht heute eine gewisse Alternativlosigkeit. Zu hohe Cashbestände werden durch Negativzinsen bestraft und "sichere" Obligationen sind wertzestörend. Andererseits muss man verstehen, dass Zentralbanken nach 25 Jahren als Netto-Verkäufer nun zu Netto-Käufern geworden sind. Es verbleiben als Verkäufer also nur noch die Goldminen selber. Aufgrund deren katastrophalen Aktienkursentwicklung der letzten Jahre waren diese nicht in der Lage viel Kapital in die Entwicklung neuer Minen zu investieren, womit das Angebot eher als begrenzt zu bezeichnen ist.

Passend zu den Ausführungen zur Theorie der Reflexivität und damit zur Bildung einer Blase verabschieden wir uns diesmal mit den weisen Worten von Mark Twain (amerikanischer Schriftsteller, †1910): "History doesn't repeat itself, but it rhymes". Der Mensch bleibt seiner Natur immer treu, womit sein Verhalten vorhersehbar ist. Demzufolge wiederholen sich Ereignisse jeglicher Art zwar nicht auf identische Weise, aber in einem ähnlichen Muster. Entsprechend gilt es dem Herdenverhalten aus dem Weg zu gehen.

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.