

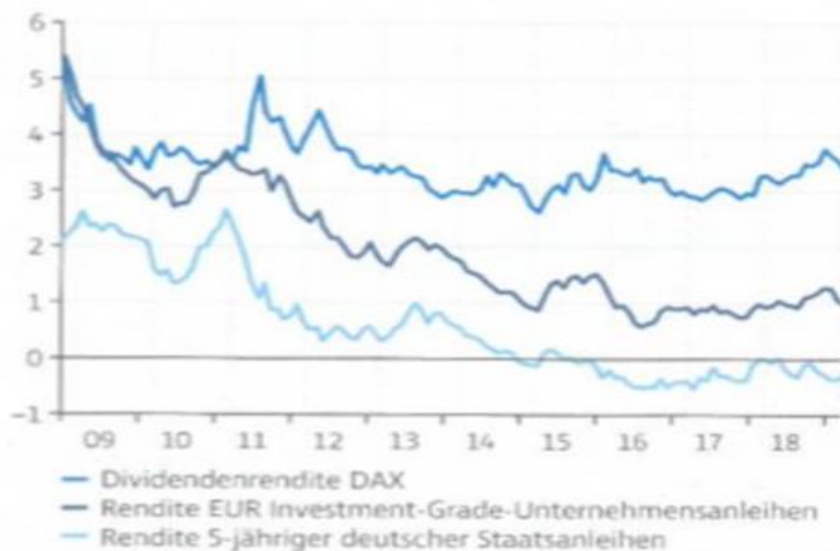
STRATEGISCHE PERSPEKTIVEN MAI 2019

1. Läuft die Konjunktur oder läuft sie nicht?

Seit Jänner dieses Jahres ist die Entwicklung der Aktienmärkte von zwei klaren, allerdings klar gegenläufigen Trends gekennzeichnet: Die Kurse steigen, und die prognostizierten Werte für das Wirtschaftswachstum sinken.

Für das Steigen der Kurse kann man – nachher ist es immer leichter - mehrere Ursachen ausfindig machen. Erstens war der Rückgang der Kurse in den letzten 3 Monaten des Jahres 2018 denn doch übertrieben, und zweitens hat die FED ihren Kurs drastisch geändert. Statt weiter steigende Zinsen dürfen die Investoren nunmehr für den Rest des Jahres unveränderte Zinsen erwarten. Zusätzlich hat die FED betont, sich flexibel der tatsächlichen Entwicklung der Wirtschaft anpassen zu wollen. In einer Phase, in der die Meisten eine schwächere Konjunktur erwarten, kommt das einem Versprechen auf niedrigere Zinsen wenn nötig schon recht nahe. Drittens macht das niedrige Zinsniveau Aktien nun einmal attraktiver als andere Veranlagungen. Wer Rendite sucht, kommt an Aktien nicht vorbei. Solange sich an der Politik der Zentralbanken nichts ändert, wird das so bleiben.

Dividendenrendite auf attraktivem Niveau



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Natürlich spielt für das Geschehen auf den Aktienmärkten weiterhin die Entwicklung der Gewinne und der Konjunktur eine kritische Rolle. Und zu beidem gibt es gute Nachrichten. Die Gewinne der Unternehmen im ersten Quartal sind in den USA bisher deutlich besser ausgefallen als nach den Prognosen zu erwarten. Die Aktienmärkte der USA haben, von diesen Berichten angetrieben, neue Höchststände erreicht.

Und auch die Konjunktur läuft besser als erwartet. Im ersten Quartal ist die Wirtschaft der USA um 3,2 % gewachsen. Die vorher skeptischen Prognosen sind unter dem Eindruck des Rückganges des Welthandels und damit der Exportaufträge entstanden, eine Folge der intensiven Streitereien um Zölle und Exporthindernisse. Das Wirtschaftswachstum ist weltweit zunächst tatsächlich geringer geworden, und sowohl Deutschland als auch Italien sind bisher nur knapp einer Rezession entgangen. In den USA läuft es besser, und das hat gute Gründe. Schließlich ist die Bedeutung des Exportes für Konjunktur und Wachstum in den einzelnen Ländern recht unterschiedlich. Im exportorientierten Deutschland ist sie hoch, in den USA allein schon wegen der Bedeutung der Binnenwirtschaft in einem so großen Land deutlich niedriger, dort spielt der inländische Konsum die entscheidende Rolle. Nun hat die gute Konjunktur für Vollbeschäftigung, die Vollbeschäftigung für steigende Löhne und beides zusammen für einen ebenso stabilen wie kräftigen Konsum gesorgt. In den USA sind die Umsätze im Einzelhandel allein im März gegenüber dem Vormonat um 1,6 % gestiegen, die stärkste Steigerung seit dem Herbst 2017. Die Anträge auf Arbeitslosenunterstützung haben den tiefsten Stand seit 50 Jahren erreicht, sind zuletzt allerdings wieder gestiegen

Die Risiken sind daher ungleich verteilt. Die künftige Entwicklung der Konjunktur in Europa und vor allem in Deutschland hängt stärker von der weiteren Entwicklung des Welthandels ab, die in den USA von der Binnenwirtschaft. Sollte es, was im Interesse beider Seiten liegt, zwischen China und den USA zu einer Vereinbarung kommen, dann sollte dies auch zu einer neuerlichen Belebung des internationalen Handels führen, wovon dann auch Europa wieder profitieren dürfte. Dazu kommt, dass das chinesische Wirtschaftswachstum zuletzt wieder kräftiger als befürchtet ausgefallen ist

Aber hier wie dort bleibt zunächst einmal der Konsum, wenn auch in unterschiedlichem Umfang, eine Stütze der Konjunktur, solange nicht größere Arbeitsplatzverluste die Bevölkerung verunsichern und damit eine stärkere Zurückhaltung beim Konsum auslösen. Ein solcher Effekt kann seiner Natur nach nur mit Verzögerung eintreten und ist daher zumindest in den nächsten Monaten nicht zu erwarten.

2. Und wie geht es weiter?

Auf absehbare Zeit, und das soll konkret heißen, für den Rest des Jahres, kann man mit niedrigen Zinsen und mit einer nicht gerade eindrucksvollen, aber einigermaßen stabilen wirtschaftlichen Entwicklung rechnen. Offen ist freilich, wieweit eine solche Entwicklung in den Kursen schon vorweggenommen, im Börsenjargon schon „eingepreist“ ist. Schon deshalb ist der Raum nach oben durchaus begrenzt. Und vor allem gibt es zwei ernst zu nehmende Risikofaktoren. Der eine ist der Fall eines Scheiterns der Gespräche zwischen China und den USA. Das ist nur dann vorstellbar, wenn Präsident Trump zu hoch pokert, aber selbst das ist ihm zuzutrauen. Das zweite ernste Risiko liegt am Golf von Hormuz. Sollte der Iran als Reaktion auf das nunmehr uneingeschränkte Exportembargo für iranisches Erdöl tatsächlich wie angedroht, den wichtigen Verbindungsweg für Erdöl aus Saudi-Arabien durch die Meerenge von Hormuz blockieren, so kann daraus sehr rasch eine wirklich große Krise entstehen. Probleme schafft das Embargo auch jetzt schon. Denn die bisher größten Abnehmer des iranischen Öls sind Indien und die Türkei, beides Länder, mit denen auch die USA gerne gute Beziehungen haben möchte.

Wir halten es daher für richtig, allmählich vorsichtiger zu werden. Dafür spricht selbst für den Fall, dass diese beiden potentiellen Krisenherde nicht akut werden, unserer Meinung nach erstens, daß die Kurse so, wie sie in den letzten Monaten 2018 zu schnell gesunken, jetzt zu schnell gestiegen sind. Und dazu kommt der Umstand, daß die längerfristigen Perspektiven deutlich skeptischer beurteilt werden müssen als die für die nächste Zeit. Das hat mehrer Gründe.

David Stockman, unter Reagan „Director of the Office of Management and Budget“, hat Trump als „unhinged madman“ bezeichnet. Madman braucht man nicht zu übersetzen, unhinged ist eigentlich die Bezeichnung für eine Tür, die aus den Angeln gebrochen ist. Eine Übersetzung mit jedes Maß oder jede Kontrolle verloren wäre daher durchaus angemessen. Stockman hat Trump vorgeworfen, vier Kriege gleichzeitig zu führen, einen Wirtschaftskrieg gegen die halbe Welt, einen Grenzkrieg gegen Mexiko, einen politischen Krieg gegen die FED und einen Krieg gegen „solvency“, und damit gegen ein solides Budget. Der von Trump verkündete Optimismus hinsichtlich der Budgetentwicklung beruht tatsächlich auf der Annahme eines anhaltenden Wirtschaftswachstums von nicht unter 3 % p.a., und das ist trotz des hohen Wachstums im ersten Quartal nicht auf Dauer durchzuhalten. Stockman vermutet wohl auch zu Recht, dass im Falle einer Rezession in den USA die Staatseinnahmen so rasch sinken dürften, daß das Budgetdefizit geradezu explodiert.

Aber sind die Perspektiven für die Europäische Union so viel günstiger? Hier haben wir es eher mit dem umgekehrten Phänomen zu tun, nämlich nicht mit maßlosen und unüberlegten Entscheidungen, sondern mit dem genauen Gegenteil, mit immer weniger Entscheidungsfähigkeit.

Und das gilt nicht nur für den Brexit. Die vernünftigste Lösung wäre wohl eine Zollunion. Die würde anders als bei einer bloßen Freihandelszone die Verpflichtung zu einer einheitlichen Zollpolitik nach außen beinhalten, ansonsten aber keine weiteren Verpflichtungen. Das bisherige Geschehen hat allerdings gezeigt, daß Vernunft nicht immer die oberste Handlungsrichtlinie darstellt, auf keiner der beiden Seiten des Kanals. Dabei ist der Handlungsspielraum hoch. Die Volksabstimmung über den Brexit ist zwar von der damaligen Regierung für sie selbst als verbindlich erklärt worden ist, verfassungsrechtlich hat aber dieses Votum weder die Regierung noch das Parlament gebunden (siehe dazu zB: House of Commons, Library, Briefing Paper Nr. 07212, 3 June 2015).

Aber es mangelt nicht an weiteren Problemen. Die deutsche grosse Koalition kann sich auf immer weniger einigen. Präsident Macron ist seit dem Aufstand der Gilets Jaunes, der Gelben Westen, in seiner Gestaltungsfreiheit massiv eingeschränkt. Das Bewußtsein der nationalen Gemeinsamkeit, das der Brand von Notre Dame ausgelöst hat, wird die politischen Gegensätze nicht allzu lange zudecken. Und die jüngste Rede von Macron hat hierzulande weniger Beunruhigung ausgelöst als sie eigentlich sollte. Er hat erwähnt, die enge Kooperation mit Deutschland müsse von einer „konstruktiven Konfróntation“ abgelöst werden, und hat als Streitpunkte erstens die angeblich für den Rest Europas schädliche deutsche Wirtschaftspolitik genannt. Zweitens will er keine Zollverhandlungen mit den USA, weil ihm die Angst der französischen Bauern und Agrarindustrie vor landwirtschaftlichem Produkten aus den USA wichtiger ist als der Export deutscher Autos in die USA. Und drittens möchte er keine Beschränkungen für Waffenexporte, womit er deutsche Bedenken in Sachen Menschenrechten an der empfindlichsten Stelle trifft.

Italien leidet unter einer schwachen Konjunktorentwicklung und einer gründlichen Mißachtung aller Grundsätze einer vernünftigen Budgetpolitik. Das noch positive Rating für italienische Anleihen steht auf dem Prüfstand. Außerdem ist in der gegenwärtigen Koalition, die ohnedies häufig genug streitet, auch ein latenter grundsätzlicher Gegensatz enthalten, der jederzeit wieder aufbrechen kann. Denn Salvinis Partei, die Koalitionspartnerin Lega, hiess bis Anfang 2018 Lega Nord, und hat das „Nord“ nur aus rein wahltaktischen Gründen gestrichen, steht aber nach wie vor den Autonomiebestrebungen nördlicher Provinzen aufgeschlossen gegenüber. Die vom Komiker Bepe Grillo gegründete Fünf – Sterne Bewegung stützt sich dagegen schweremüdig auf das ärmere Süditalien. Einig sind sich beide Parteien nur in ihrer populistischen Ausgabenpolitik.

In dieser Lage sind keine weiterführenden Entscheidungen zu erwarten. Wir sehen auch nicht, was die Europawahlen daran ändern könnten. Voll funktionsfähig ist derzeit allein die Normsetzungsmaschinerie, dieses merkwürdige Konglomerat aus Parlament, Lobbies, NGO's und Bürokratie, das mit seiner Flut an immer neuen Gesetzen und Verordnungen die Rechtslage immer unübersichtlicher macht und die Konkurrenzfähigkeit kleinerer und mittlerer Betriebe immer stärker aushöhlt.

3. Dollar und Euro

Euro / US – Dollar Juli 2016 bis April 2019



Quelle: Teletrader

Wir lesen in verschiedenen Kommentaren, dass Euro gegen Dollar in den letzten Monaten in einem engen Trading – Range gehandelt worden wäre. Die Graphik der Kursentwicklung bestätigt das nicht, im Gegenteil zeigt sich seit April des Vorjahres ein Trend des Euro – Kurses nach unten.

Das hat gute Gründe. In den letzten Monaten waren es die höheren Zinsen, das kräftigere Wirtschaftswachstum und die bessere Börsenentwicklung, die den Dollarkurs gegenüber dem Euro gestärkt haben. Auch für die Zukunft sind seine Perspektiven nicht schlecht. Die skizzierten unterschiedlichen Abhängigkeiten der künftigen Konjunktorentwicklung sprechen ebenfalls für den Dollar. Eine zusätzliche Entlastung des bisher stets enormen Handelsbilanzdefizits durch die steigende Erdölproduktion in den USA selber, nicht zuletzt durch Techniken wie Fracking haben wir wiederholt, zuletzt im März erwähnt. Ab einem Preis von etwa 50 \$ je Barrel Ölpreis rentiert

sich bereits die Nutzung der meisten in den USA vorhandenen Quellen. Der Marktpreis liegt derzeit deutlich höher. Und die geschätzten amerikanischen Reserven reichen noch für viele Jahre.

Allerdings hat es Präsident Trump für notwendig gehalten, im Zusammenhang mit der FED die Welt wieder einmal mit seinen Kommentaren zu erfreuen. Trumps Kommentare zu kommentieren ist im allgemeinen eine eher unnötige Übung, aber dieses Mal drängt sich eine Konsequenz auf: Sollte es Trump gelingen, auch die FED mit einem willfähigen Gefolgsmann zu besetzen, hätte das zwar nicht für die Aktienkurse, aber für den Dollar (und für die Inflationsrate, und für die Weltwirtschaft) ausgesprochen negative Konsequenzen.

4. Und woran kann man sich derzeit orientieren?

Um Aktien kommt man derzeit allein schon wegen der großen Renditedifferenzen gegenüber Anleihen nicht herum. Das Problem ist eher, wie man positionieren sollte, um für den Fall eines Endes der Konjunktur und den dann mit ziemlich hoher Wahrscheinlichkeit folgenden Abschwung an den Börsen gerüstet zu sein.

Bei Anleihen erlaubt es die derzeitige Politik der Zentralbanken immerhin, auch etwas längere Laufzeiten in Kauf zu nehmen, Bisher haben wir in Erwartung steigender Zinsen keine längeren Laufzeiten als drei bis vier Jahre riskiert. Das lässt sich glatt verdoppeln – nicht weil auch auf so lange Zeit keine Zinserhöhungen zu befürchten sind, sondern weil eine Änderung der gegenwärtigen Niedrigzinspolitik mit ziemlicher Sicherheit nicht von einem Tag auf den anderen, sondern erst nach einer grundsätzlichen Änderung der wirtschaftlichen Lage erfolgen würde und daher wohl auch Zeit genug für eine rechtzeitige Reaktion bliebe.

Bei Aktien ist stärker zu differenzieren. Die übliche Unterscheidung nach Value oder Growth kann momentan nicht das entscheidende Kriterium sein. Konsumabhängige Industrien und Unternehmen stehen im Zusammenhang mit der geschilderten Konjunkturlage derzeit in der Gunst der Anleger, aber es geht ja eben darum, sich auf ein Ende dieser freundlichen Phase vorzubereiten.

Wir meinen, dass es Sinn macht, über eine besondere Eigenschaft von Aktien nachzudenken, die man weder mit den Begriffen Value oder Growth, schon gar nicht mit Momentum (das immer nur eine relativ kurzfristige Angelegenheit sein kann) und auch nicht mit dem Modewort Nachhaltigkeit in den Griff bekommen kann. Eher geht es unserer Meinung nach um die Unentbehrlichkeit von Funktionen, was schließlich auch und gerade in unsicheren Zeiten eine entscheidende Stütze eines Unternehmens darstellt. Wenn das noch mit solider Finanzstruktur und am Ende sogar mit guten Wachstumschancen Hand in Hand geht, dann sollte das auch in Phasen hoher wirtschaftlicher (und politischer) Unsicherheit eine solide Basis für Anlageentscheidungen abgeben. Beispiele dafür gibt es viele, beschränken wir uns hier auf einige wenige

Ein Sektor, der sich zwar nicht durch Beliebtheit, aber durch Unentbehrlichkeit und immer noch recht gute Wachstumschancen auszeichnet, ist der **Bankensektor**. Europäischen Banken stehen wir unverändert skeptisch gegenüber, und diese Skepsis ist durch eine Analyse von Ernst & Young noch verstärkt worden, die den europäischen Bankensektor für deutlich weniger konkurrenzfähig hält als den amerikanischen. Eigentlich kein Wunder in einer Zeit, in der die amerikanischen Banken für ihre Einlagen bei der FED Milliarden kassieren, während die europäischen Banken

wegen der Negativ-zinsen der EZB derzeit jährlich rund 7,5 Mrd. An die EZB zahlen müssen. Benoit Couré. Mitglied des Direktoriums der EZB, hat leider erst vor kurzem Hoffnungen auf eine Abschaffung dieses Negativ-zinses eine Absage erteilt. Und zusätzlich ist die Kostenstruktur günstiger. Die großen europäischen Banken brauchten im Schnitt 65 Cent, um einen Euro zu verdienen, die amerikaner dagegen nur 0,59 (der dortigen) Cent für einen Dollar. In den USA findet sich ohnedies mit **J .P. Morgan** eine solide geführte und zugleich eine der ertragsstärksten Banken der Welt.

Im Hinblick auf das Wachstum der Weltbevölkerung und zugleich der Kaufkraft breiter Schichten sind die Wachstumschancen der **Nahrungsmittelindustrie** intakt. **Nestle** und **Unilever** gehören zu den stärksten Unternehmen dieser Branche. Beide Unternehmen zeichnen sich dadurch aus, daß die auch bei ihnen eingetretenen Kursverluste nie lange gedauert haben. Nestle hat die Dividende in den letzten 23 Jahren jedes Jahr erhöht, und Unilever jedes Jahr in den letzten 24 Jahren.

Infrastruktur ist ein weites Feld mit einer Fülle von unentbehrlichen Unternehmen. Greifen wir hier nur 2 völlig unterschiedliche Unternehmen heraus. Wasserversorger haben wir wiederholt erwähnt. Sie wachsen stetig aber nicht rasch, was den für langfristige Anleger nicht geringen Vorteil bietet, dass sie für Spekulanten meist uninteressant sind. Bei **American Water Works** zum Beispiel hat das die Folge, daß das Beta, vereinfacht der Maßstab für eigene Kursschwankungen im Vergleich zu denen des allgemeinen Marktes, zuletzt nur 0,3 ausgemacht hat und wiederholt sogar schon negativ gewesen ist. Auch ein ganz anderes Unternehmen der Infrastruktur, der **Flughafen Wien**, hat nur geringe Abhängigkeit von der allgemeinen Kursentwicklung gezeigt. Im Oktober 2018 gab es beim Kurs eine kurze Zacke nach oben, im Dezember eine kurze Zacke nach unten, davon abgesehen blieb der Kurs auffallend stabil. Im Vergleich zu anderen Flughäfen ist der Wiener relativ hoch bewertet. Aber er vollzieht gerade die Entwicklung vom Flughafen einer kleinen europäischen Hauptstadt zu einem international genutzten Umsteige – Flughafen. So wie alle Flughäfen profitiert er von den steigenden Reisemöglichkeiten immer größerer Teile der Weltbevölkerung, und zum Unterschied von anderen Profiteuren wie etwa Hotels oder Schiffe oder Reisebüros haben Flughäfen nur wenig direkte Konkurrenz.

Die Konzentration auf solche und ähnliche Werte sollte für höhere Stabilität sorgen, kann aber natürlich nicht die einzige Vorsichtsmaßnahme sein. Die erste wäre die, auf Spekulationen zu verzichten. Zwei derzeit gängige wollen wir kurz erwähnen. Die Überlegung, nach dem Kursrückgang **Boeing** zu kaufen, teilen wir nicht. Denn noch gravierender als das Softwareproblem namens MCAS ist der Grund, warum diese Software überhaupt entwickelt wurde. Boeing wollte nämlich bei der 737Max mit nur 2 Triebwerken auskommen, obwohl dieses Flugzeug ursprünglich für vier Triebwerke unter den Flügeln konzipiert worden ist. Weil die nur zwei Triebwerke aber zu groß geworden sind, um unter die Flügel zu passen, wurden sie vor die Flügel verlegt. Das hat aber den Spielraum für mögliche Steigwinkel und dazu passende Geschwindigkeiten, im Fliegerjargon den sogenannten „Envelope“, so weit verringert, daß zur Sicherung der Einhaltung dieses Envelope die nunmehr kritisierte Software entwickelt worden ist. Das Einschalten dieser Software sollte automatisch bei Alarmsignalen durch Sensoren erfolgen. Aber diese haben falsch funktioniert, und, schlimmer noch, Boeing hatte nicht informiert, dass ein Alarmmechanismus, der eine

Fehlfunktion dieser Sensoren hätte anzeigen sollen, deaktiviert worden ist. Die technischen und rechtlichen Risiken dieses Sachverhaltes sind unserer Meinung nach kaum überschaubar.

Auch bei einem anderen Modethema sind wir eher zurückhaltend, nämlich bei **Elektroautos und Autobatterien**. Allein in den letzten Wochen hat es dazu folgende Meldungen gegeben:

- a) Das deutsche Zentrum für Luft- und Raumfahrt entwickelt gerade Batterien auf Magnesium- statt auf Lithiumbasis. Die werden zugleich sicherer, langlebiger und billiger erwartet.
- b) Materialforscher von der Columbia University erwarten, die Lebensdauer von Lithium – Batterien durch zusätzlichen Einsatz von Bornitrid steigern zu können.
- c) Eine Ausgründung der Universität Jena setzt auf Redox – Flow – Batterien. Das sind solche, bei denen der Strom nicht je nach Laden oder Verbrauchen zwischen festen Kathoden und Anoden hin oder her fließt, sondern ein mit Elektronen angereichertes Elektrolyt von einem Tank über den Motor in einen Tank mit sodann abgereichertem Elektrolyt fließt. Nachteil ist, daß man statt einem zwei Tanks braucht, der Vorteil der, dass man dieses Elektrolyt in so kurzer Zeit tanken kann wie Benzin oder Diesel.
- d) Ein anderes Start-Up Unternehmen setzt ebenfalls auf Redox – Flow – Batterien, will aber dabei als Elektrolyt einen Stoff einsetzen, der aus Lignin gewonnen werden kann, jenem Stoff, der bei der Gewinnung von Zellulose aus Holz in der Papierproduktion in großen Mengen anfällt und bisher nicht sinnvoll genutzt, sondern nur verbrannt werden kann. Unter anderem sollte dadurch in Batterien das teure Vanadium (ein vor allem aus China zu importierendes Material) eingespart werden können.
- e) Der Weltkonzern Bosch setzt statt auf Batterien auf die Brennstoffzelle. Wasserstoff kann auch emissionsfrei erzeugt werden, und damit Strom in einem ebenfalls emissionsfreien Prozess produziert werden. Während die Produktion gängiger Batterien eine ziemliche Umweltbelastung mit sich bringt, kann das bei der Brennstoffzelle vom Anfang bis zum Schluss vermieden werden. Hinzu kommt, dass vor allem bei schweren LKW's herkömmliche Batterien von einer Größe und Schwere nötig wären, die die Nutzbarkeit erheblich verringern.

Bei dieser Dynamik der technischen Entwicklung soll man es riskieren, schon jetzt auf eine bestimmte Technologie zu setzen?

Wir hoffen, mit den letzten Feststellungen einige Hinweise gegeben zu haben, wo man auch in Zeiten zu befürchtender Kursrückgänge investiert bleiben kann, und wo besser nicht, wenn man längerfristig plant und nicht nur kurzfristig von heute auf morgen. Aber darauf kann man sich nicht beschränken. Es ist vermutlich nicht zu früh, stärker an den Schutz des eigenen Portfolios zu denken, den Anleiheanteil trotz der erbärmlichen Verzinsung etwas anzuheben und verstärkt auf shorts zu setzen, die man kostengünstig in der Form von Fonds erwerben kann und die gerade dann gewinnen, wenn die Kurse sinken.

Vielleicht ist diesmal sogar der alte Spruch: „Sell in May and go away“ nicht ganz falsch.

Wien, 6. Mai 2019

Privatconsult Vermögensverwaltungsgesellschaft m.b.H.

Impressum: Die **PRIVATCONSULT** Vermögensverwaltung GmbH ist eine im Firmenbuch des Handelsgerichts Wien zu FN 195763m eingetragene Gesellschaft mit beschränkter Haftung. Die Eigentümerverhältnisse sind keine anderen als die im Firmenbuch offen gelegten, es besteht keinerlei Treuhandschaft. **PRIVATCONSULT** erbringt Dienstleistungen auf Basis der von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) erteilten Konzession. **PRIVATCONSULT** ist keine Rechtsanwalts-, Steuerberatungs- oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und erbringt keine Dienstleistungen, die diesen Berufsständen vorbehalten sind.

Disclaimer: Diese Aussendung ist eine Zusammenstellung von gesammelten Informationen über allgemeine wirtschaftliche Rahmenbedingungen und Entwicklungen. Sie wurde von der **PRIVATCONSULT** mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen sind diejenigen der **PRIVATCONSULT** zum Zeitpunkt der Redaktion und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Das Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und der Nutzung durch den Empfänger. Es stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, gegebenenfalls unter Einschaltung eines Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche, u.a. Konsequenzen zu prüfen. Das vorliegende Dokument ist ausschließlich für Anleger in Deutschland und Österreich bestimmt. Es richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten. Diese Aussendung ist daher im Sinne des WAG rechtlich lediglich als Marketinginformation zu verstehen, und nicht als Verkaufsprospekt. Alle Angaben in diesem Bericht stammen aus für zuverlässig gehaltenen Quellen, sind aber ohne Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der jeweiligen Information. Eine Haftung für direkte oder allfällige Folgeschäden aus der Nutzung dieser Informationen ist daher ausgeschlossen. Diese Aussendung bedeutet daher weder eine Finanzanalyse noch eine Anlageberatung im Sinne des WAG oder BWG noch eine verbindliche Auskunft. Weil es sich nicht um eine Finanzanalyse handelt, wurde diese Ausarbeitung auch nicht unter Einhaltung der Vorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Jegliche Erwähnung eines Wertpapiers ist als Weitergabe einer bei Dritten eingeholten Sachinformation zu werten, die den gerade genannten Einschränkungen unterliegt, und damit weder als pauschale Kauf- oder Verkaufsempfehlung, noch als persönliche Empfehlung an den Empfänger dieser Aussendung zum Kauf oder Verkauf eines der Wertpapiere. Auf die Zukunft bezogene Aussagen sind allein auf Grund heutiger oder vergangenheitsbezogener Daten erstellt und unterliegen daher erheblichen Unsicherheiten. Auch ist es nicht möglich, im vorliegenden Zusammenhang alle Risiken zu erwähnen, die bei der Entscheidung über Investitionen in erwähnten Veranlagungsinstrumenten berücksichtigt werden sollten. Grundlage für Investitionsentscheidungen können immer nur die individuellen Verhältnisse und Risikoprofile sowie eine vollständigere und aktualisierte Datenlage sein.