

# STRATEGISCHE PERSPEKTIVEN

## APRIL 2023

## DROHT EINE NEUE BANKENKRISE?

Sehen wir uns die Entwicklung der Kurse der sogenannten Large Caps in den USA über die letzten 2 Jahre an. Dabei wird deutlich, dass der Jahresbeginn 2022 nicht nur den Beginn der starken Abwärtsbewegung dieses Jahrs markiert, sondern auch den Beginn wesentlich stärkerer Schwankungen als es sie noch 2021 gegeben hat. Das ist immer ein Zeichen erhöhter Unsicherheit bei den Investoren.



Quelle: StockCharts.com

Die Verunsicherung ist seit den Affären um die Silicon Valley Bank und die Credit Suisse nur noch größer geworden. Schnell war die Angst da, die große Bankenkrise des Jahres 2008 könne sich wiederholen, mit allen schlimmen Folgen weltweit für die Sparer, für die Kapitalmärkte und für die Weltwirtschaft überhaupt.

Die damalige große Krise begann auf dem amerikanischen Hypothekenmarkt. Die Preise für Immobilien, speziell für Einfamilienhäuser, waren in den Jahren vorher ständig gestiegen. Die auf Hypothekarkredite spezialisierten Banken wurden deshalb immer mutiger, soll heißen risikofreudiger. Von der guten alten Regel, nur höchstens 80 % des Wertes einer Immobilie zu belehnen, wurde zunehmend abgegangen, und immer mehr Kredite wurden gegen nachrangige

Hypotheken auf die restlichen 20 % des jeweiligen Schätzwertes begeben. Refinanziert wurden diese Hypotheken zunehmend mit sogenannten Mortgage backed Securities. Das klang gut, aber solche Anleihen wurden völlig wertlos, nachdem die Hauspreise einmal um mehr als 20 % gefallen waren. Anzeichen für einen Preisverfall gab es schon 2006, aber das hat nur einer kleinen Minderheit zu denken gegeben (die dann mit shorts ziemlich reich geworden ist). Diese Anleihen wurden in großem Stil auch an europäische Banken verkauft. Besonders aktiv war dabei die Investmentbank Lehmann Brothers, die außerdem noch bei genug anderen Spekulationen (zB beim Verkauf von Credit Default Swaps, technisch eine Versicherung gegen Forderungsausfälle mit niedrigen Verkaufspreisen und hohen Risiken) jede Menge Geld verloren hat. Lehmann meldete im September 2008 mit einer Überschuldung von fast 700 Milliarden Dollar Insolvenz an, der bis dahin größte Konkurs der Weltwirtschaft. Rund 12 Millionen Haushalte verloren ihre Häuser, und die Banken weltweit jede Menge Geld. Allein im amerikanischen Finanzsektor gingen rund 150.000 Arbeitsplätze verloren.

Der erste Unterschied zu heute liegt darin, dass es damals um Totalverluste ging. Das in nachrangigen Hypotheken steckende Geld war endgültig verloren. Und die Banken verloren Vertrauen untereinander. Wenn Lehmann Brothers in Konkurs ging, bei wem konnte man dann überhaupt noch Geld veranlagern? Die heutigen Verluste, zB. bei der Silicon Valley Bank, sind dagegen Verluste aus der Abwertung von niedrig verzinsten Wertpapieren. Wurden diese beispielsweise zu 100 gekauft und sind heute wegen der inzwischen gestiegenen Zinsen nur 90 wert, dann ergibt dies zwar einen Buchverlust, aber der sollte bis Ende der Laufzeit behoben sein. Die heutigen Verluste sollten daher eigentlich von Staaten und Notenbanken, die beide einen langen Atem haben, bewältigt werden können.

Der zweite Unterschied liegt darin, dass die Notenbanken, die Staaten und die Aufsichtsbehörden nach dem Konkurs von Lehmann gemerkt haben, dass ein solcher Konkurs unabsehbare Folgen hat, weil von den Einlegern viele wegen der Verluste ihrerseits in Probleme geraten. Wenige Tage nach Konkursanmeldung meldete die damals größte Versicherung der Welt, die AIG, existenzbedrohende Probleme, nicht zuletzt, weil sie in großem Umfang Credit Default Swaps, Versicherungen gegen einen Konkurs von Lehmann, geschrieben hatte. Auch das Bankensystem weltweit kam ins Trudeln, Kredite wurden in einem Umfang eingefroren, der die ganze Wirtschaft zu lähmen drohte. Der amerikanische Finanzminister sah sich genötigt, den heimischen Banken faule Wertpapiere im Ausmaß von rund 700 Milliarden Dollar (also faktisch die gleiche Höhe wie der Verlust bei Lehmann) abzukaufen und zusätzlich (letztlich vorübergehend) große amerikanischer Banken zu

verstaatlichen. In Deutschland musste der damalige Generaldirektor der Deutschen Bank Ackermann die Kanzlerin Angela Merkel überzeugen, dass sie sofort handeln müsse, weil ansonsten das deutsche Bankensystem zusammenbrechen werde.

Die Schilderung der damaligen Dramatik ließe sich beliebig verlängern. Die Behörden haben damals auf die harte Tour gelernt, dass man eine große Bank einfach nicht in Konkurs gehen lassen kann, ohne unabsehbare Folgen heraufzubeschwören. Die rasche Übernahme der Credit Suisse ist letztlich eine Folge dieses Wissens. Sie gehört zu den 30 größten Banken der Welt, die auch international als systemrelevant angesehen werden.

Wir rechnen deshalb für alle derartigen Fälle, sollte es zu ähnlichen Problemen kommen, mit einem entschlossenen Handeln der Notenbanken und der Staaten. Allerdings sind manche Kommentare und leider auch bestimmte Talk – Shows im Fernsehen durchaus geeignet, eine Vertrauenskrise eher herbeizuführen als zu verhindern. Und eines ist leider nicht und durch nichts zu ändern: Banken haben ein Fristentransformations-Risiko, soll heißen, sie veranlassen geschäftsbedingt langfristig auf der Basis kurzfristiger Einlagen. Sowohl die FED als auch die EZB tragen diesem Risiko derzeit in der Form Rechnung, dass sie sich rasch zu umfangreichen Liquiditätshilfen bereit erklärt haben.

Banken haben auch eine Riskentransformationsfunktion: Die Einlagen bei den Banken sollen risikolos sein, die Anlagen dagegen können es nicht sein. Dieses Risiko kann durch höheres Eigenkapital einigermaßen abgesichert werden, das Liquiditätsrisiko dagegen nicht. Das wichtigste Kapital einer Bank ist übrigens das Vertrauenskapital, und das hängt weniger von der Höhe des Eigenkapitals ab, als vielmehr von der Bonität der Aktivseite und der Seriosität der sonstigen Geschäfte. Genau dieses Vertrauen hatte die Credit Suisse selbst zerstört.

## **BLEIBT UNS DIE INFLATION ERHALTEN?**

Der Inflationsschub seit dem Jahr 2020 hat mit der Verstopfung von Absatzwegen, der Blockierung von Produktionsstätten, Häfen und Verkehrswegen durch die Corona – Krise begonnen. Zumindest diese Hindernisse und damit Inflationstreiber scheinen nunmehr vom Tisch zu sein. Aber wir sollten aus dem Geschehen auch lernen, dass ein Abbau der Globalisierung auch deutliche Preiseffekte mit

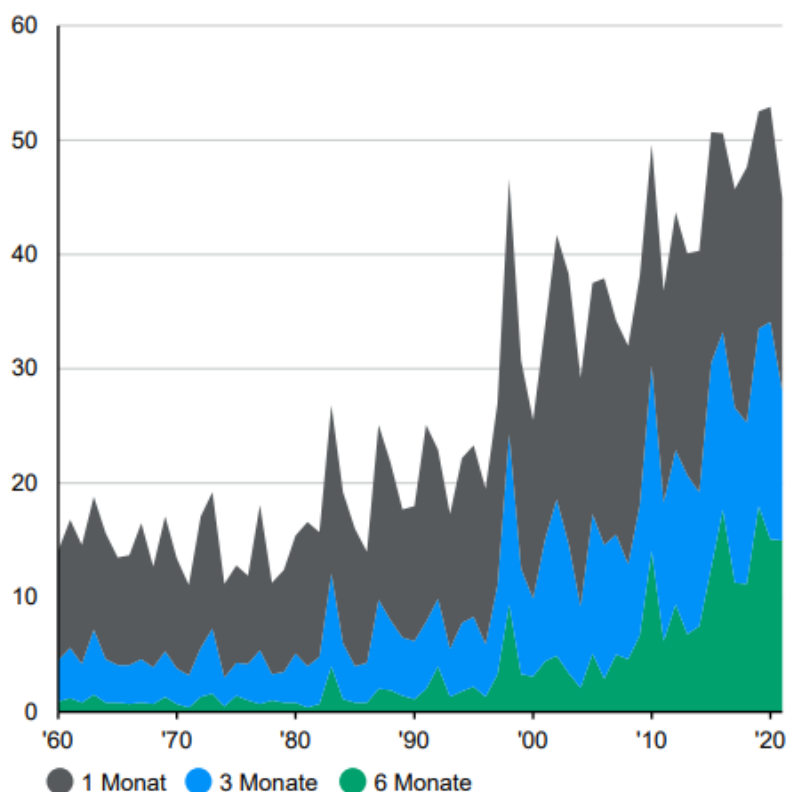
sich bringt. Je geringer die internationale Arbeitsteilung, desto geringer auch die Chancen kostengünstiger Vorprodukte.

Das ist ein langfristiges Problem, aber nicht das einzige, mit dem man rechnen muss. Aktuell kommt dazu, dass erstens mit zweistelligen Lohnabschlüssen die Gefahr einer Inflationsspirale gestiegen ist. Gewerkschaften reagieren auf die realen Einkommensverluste ihrer Mitglieder nun einmal so, wie sie immer darauf reagieren, und die erhobenen und angesichts der ungewöhnlichen Verknappung von Arbeitskräften auch leichter durchsetzbaren Lohnforderungen treiben wieder die Kosten in die Höhe, und die gestiegenen Kosten erneut die Preise. Und nicht hinter allen Preissteigerungen stehen tatsächliche Kostensteigerungen.

Außerdem droht bei Lebensmitteln eine nachhaltige Verschlechterung der Versorgungslage, die nicht ohne Auswirkungen auf die Preise bleiben kann. Die mögliche Ursache dieser Verschlechterung wird aus der nachstehenden Grafik deutlich.

### Von Dürren betroffene Landflächen

Globale Bodenflächen, die jährlich von Dürren betroffen sind, in %



Quelle: Global Standardised Precipitation-Evapotranspiration Index Database, 2021. Beguería, S. et al.: The Lancet Countdown on Health and Climate Change: 2022 Report, J.P. Morgan Asset Management.

Die Gefahr, die in einer allfälligen Fortsetzung dieses Trends liegt, kann nicht groß genug eingeschätzt werden. Nahrungsmittel sind, wie man nicht näher erläutern muss, der kritischste Faktor der gesamten Versorgungskette überhaupt. Wasser droht ein weltweit knappes Gut zu werden.

Zur Verteuerung der Energiepreise haben Eigenheiten des europäischen Preisfindungssystems für Strompreise ebenso beigetragen, wie politische Ungeschicklichkeiten. Dass Russland auf Sanktionen reagieren könnte, war nach eigenem Bekunden des deutschen Bundeskanzlers beim ersten Sanktionsbeschluss nicht einmal einkalkuliert worden. Immerhin scheint sich derzeit bei Energiepreisen eine relative Beruhigung abzuzeichnen.

Die Energieprobleme sind damit aber noch lange nicht aus der Welt. Auf die Idee zum Abschalten alter Kraftwerke hoher Kapazität, bevor man überhaupt genug neue Energieproduzenten hat, muss man auch erst kommen. Eine Studie von McKinsey schätzt für Deutschland das Defizit, das sich zwischen sinkenden Eigenkapazitäten einerseits und bald zu erwartenden Bedarfsspitzen auftut, auf nicht weniger als 30 Gigawatt, was der Größenordnung von 30 großen Kraftwerken entspricht.

Und was nutzt eine relative Beruhigung, wenn die Alternativen, auf die man anstelle russischen Gases setzt, zu anhaltenden Wettbewerbsnachteilen deutscher und auch österreichischer Produktionsstandorte führt? Nach Prof. Felbermayer, Chef des heimischen Wirtschaftsforschungsinstitutes, wird der Preis von Liquid Natural Gas, verflüssigtem Naturgas, noch lange ungefähr 40 bis 50 % über dem von russischem Gas zu liegen kommen.

Außerdem stehen der wünschenswerten raschen Umstellung auf Elektroautos und einem Ersatz von Öl- und Gasheizungen durch Wärmepumpen gleich mehrere Hindernisse entgegen, nicht zuletzt die Kapazitätsgrenzen der Installateure und die Zahl der überhaupt produzierbaren Geräte. Dazu kommen die Finanzierungsprobleme aller Haushalte mit mittlerem oder geringerem Einkommen, die diese Investitionen trotz aller Zuschüsse schwerlich stemmen können. Kaum diskutiert wird derzeit übrigens die begrenzte Leistungsfähigkeit von Wärmepumpen, zumindest von jenen auf der Basis der Umgebungsluft. Werden diese bei rund 20 Grad Außentemperatur betrieben, dann kann der Effekt mit dem Vierfachen des nötigen Stromeinsatzes angesetzt werden. Das sinkt nach heutigem Stand der Technik aber rasch auf Werte unter 2, wenn die Außentemperaturen auf unter null Grad fallen, also genau dann, wenn man sie besonders dringend braucht. Die Stromersparnis wird im gleichen Verhältnis geringer.

Zum Bedarf an zusätzlichen bzw. an der Verstärkung bestehender Stromleitungen gibt es, noch keine allgemein unbestrittenen Ziffern, aber teils geradezu abenteuerlich hohe Schätzungen. Insgesamt halten wir viele Erwartungen an die Machbarkeit einer raschen Energiewende für übertrieben. Vor Veranlagungen in alternative Energien sollte man die Realisierbarkeit so mancher Wirtschaftspläne sorgfältig und nicht unkritisch ansehen.

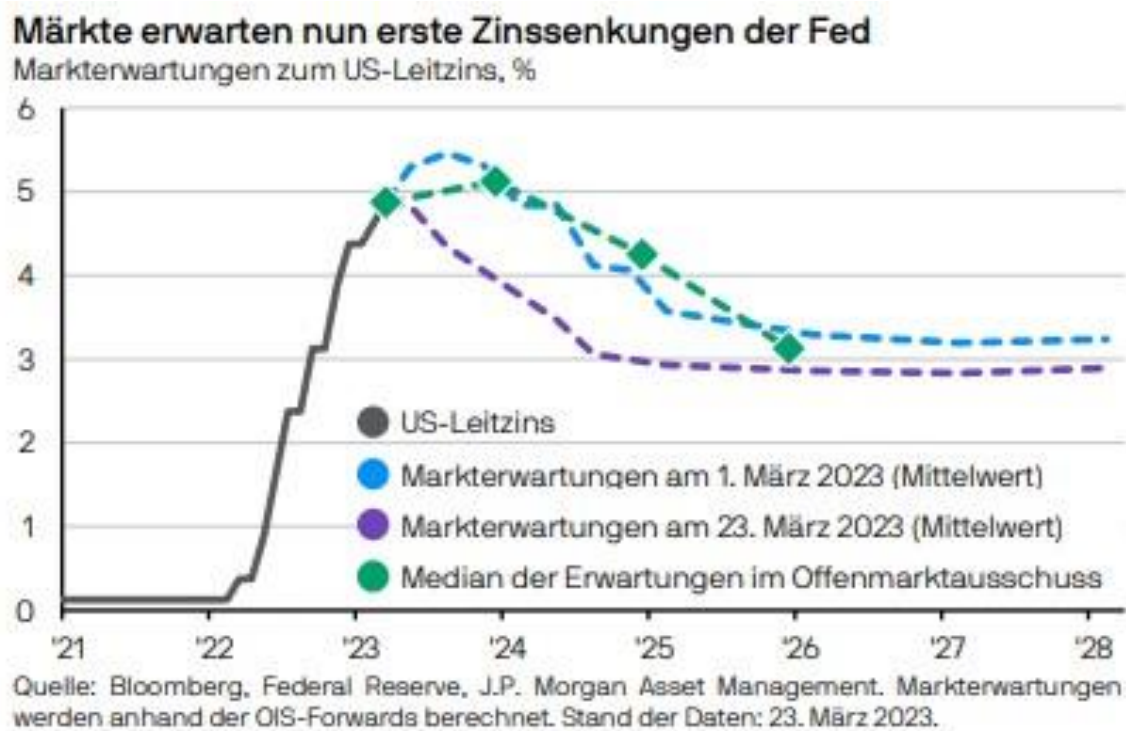
## **DIE STRATEGIE DER NOTENBANKEN UND DIE REAKTIONEN DER BÖRSE**

Die hohen Preissteigerungen haben FED und EZB veranlasst, die Zinsen weiter zu erhöhen. Man kann nur immer wieder betonen, dass die Erwartung, Zinserhöhungen könnten die Inflation beeinflussen, auf zwei recht unterschiedlichen theoretischen Konzepten beruht, von denen eines bereits ziemlich umstritten ist. Das ist die sogenannte Geldmengentheorie, die von einem engen Zusammenhang zwischen Preisniveau und Geldmenge ausgeht, der höchstens über Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes gelockert werden kann. Zinserhöhungen und Ankäufe oder Verkäufe von Anleihen durch die jeweiligen Notenbanken sollten die Geldmenge recht direkt beeinflussen. Ein solches Konzept legitimiert natürlich weitgehend entsprechende Maßnahmen der Notenbanken. Es hat nur einen Nachteil: Es funktioniert in der Praxis nicht. Auch nicht im Umkehrschluss. Bis 2020 war die Inflation trotz einer jahrelang betont lockeren Geldpolitik nicht nur der EZB, sondern auch der FED hier wie dort über Jahre hinweg ausgesprochen niedrig.

Zinserhöhungen funktionieren nach dem anderen theoretischen Konzept leider nur indirekt und insoweit, als sie die Nachfrage der Haushalte und der Unternehmen nach Gütern verringern, und diese sinkende Nachfrage dann auch die Preise sinken lässt. Der Bremsweg der Zinspolitik ist demnach deutlich länger als Notenbanken und Wirtschaftspolitiker gerne hätten. Dieser bedeutend skeptischere Blick auf die Möglichkeiten einer Notenbank ist leider immer wieder bestätigt worden. Dem fast schon legendären Notenbankpolitiker Paul Volcker ist es in den USA Anfang der Achtziger Jahre des letzten Jahrhunderts gelungen, die Inflation mit zweistelligen Zinsen zu bremsen, allerdings um den Preis einer schweren Rezession. Die Ökonomin Isabella Weber meint wohl zu Recht: „Wenn man die gegenwärtige Inflation allein mit Zinssteigerungen bekämpfen will, sinkt die Teuerung erst, wenn die Wirtschaft abgewürgt wird.“

Warum ist in unserem Zusammenhang, in dem es vor allem um Perspektiven für die nächste Zeit geht, so eine theoretische Streiterei überhaupt von Interesse? Unserer Meinung nach deshalb, weil

sich die Notenbanken stark an theoretischen Konzepten orientieren und sich die Anleger stark an den Entscheidungen der Notenbanken. In den letzten Monaten sanken die Kurse immer dann, wenn Vertreter der FED einen harten Kurs andeuteten, und sie sind gestiegen, wenn die Marktbeobachter Anzeichen für eine weichere Haltung zu sehen glaubten. Der Kursanstieg der letzten Märzwoche in New York hängt eng mit den Erwartungen auf ein baldiges Sinken der Leitzinsen zusammen, wie die nachstehende Graphik zeigt.



In allen bisherigen Phasen hoher Inflation hat sich die FED auch durch eine Stagnation oder gar Rezession der Wirtschaft nicht von ihrer Verfolgung eines harten Kurses abbringen lassen. Wenn das auch diesmal der Fall sein sollte, könnte das wieder negative Auswirkungen auf die Kurse haben. Selbst eine Rezession bietet keine Garantie für baldige niedrigere Zinsen.

## KONSEQUENZEN FÜR DIE VERANLAGUNGSSTRATEGIE

Zumindest für das heurige Jahr kann man die Lage auf einen harten Kern bringen: Die Inflation verschwindet nicht so schnell, und die Zinsen sinken auch nicht so schnell. Offen ist allerdings die kritische Frage, wie weit sich die Wirtschaft gegen all diese widrigen Umstände durchsetzen kann. Für heuer bleibt das Wachstum bescheiden. Für Österreich erwarten WIFO und IHS nur 0,3 bzw. 0,5 % Wirtschaftswachstum. So viel besser sieht es nirgends aus. Aber Börsenkurse nehmen



Entwicklungen vorweg und reagieren sensibel nicht nur auf Bilanzen, sondern auch auf Prognosen der künftigen Entwicklung.

Fasst man das bisher gesagte zusammen, dann gibt es ja doch praktische Schlussfolgerungen:

- 1) Die Zinsentwicklung hat dazu geführt, dass Anleihen nach einer längeren Phase minimaler Verzinsung wieder attraktiv geworden sind. Die gegenwärtige Zinsstrukturkurve verläuft eher flach und zum Teil sogar invers. Das bedeutet, dass langfristige Anleihen derzeit nur geringe Zinsvorteile bringen. Man sollte solche nur dann kaufen, wenn man längerfristig wieder niedrige Zinsen erwartet. Da sind wir uns nicht so sicher, sondern eher etwas skeptisch.
- 2) Wir sind auch nicht überzeugt, dass Staatsanleihen mehr Sicherheit bieten als Unternehmensanleihen erster Bonität. Die drastische Niedrigzinspolitik der EZB und ihre Bereitschaft zum umfangreichen Ankauf von Staatsanleihen in den letzten Jahren hat den europäischen Staaten die Ausweitung ihrer Staatsschulden wesentlich erleichtert, praktisch ohne sie mit weiteren Zinszahlungen zu belasten. Das hat sich nunmehr geändert, und zwar ausgerechnet in einer Situation, in der den Staaten allein schon unter dem Titel Klimakrise jede Menge an zusätzlichen Ausgaben zufällt. Auf viele Staaten kommen enorm hohe Belastungen zu, und das sollte man bei Bonitätserwägungen nicht ganz übersehen.
- 3) Wir haben ausführlich begründet, warum wir selbst im Fall einer neuerlichen Bankenkrise nach dem Muster des Jahres 2008 Verluste der Einleger für recht unwahrscheinlich halten. Das ändert nichts daran, dass bloße Gerüchte sehr schnell zu einem Run auf eine auch große Bank führen können. Und eines ist nicht zu übersehen: Je mehr sich elektronisches Banking durchsetzt, desto rascher können Gelder aus einer Bank auch abgezogen werden. In den AT1 Anleihen der Credit Suisse (im wesentlichen nachrangige Anleihen der höchsten Risikoklasse) war eine Klausel enthalten, wonach sie allein dann schon eingezogen werden können, wenn staatliche Notmaßnahmen erforderlich werden. Bevor man nachrangige Bankanleihen kauft, sollte man sich die Bedingungen ganz genau ansehen.

- 4) Währungsrisiken gehören zu den kompliziertesten und kaum zu berechenbaren Risiken überhaupt. Außer den Risiken sollte man aber auch die Chancen sehen. Europa steht vor enormen Herausforderungen. Gegen Osten entsteht ein immer tieferer Graben, im Westen findet sich mit den USA ein kapitalmäßig und technisch überlegener Partner, der allerdings wirtschaftlich zugleich auch Konkurrent ist, und im Süden sind es Millionen Menschen, die unbedingt nach Europa kommen möchten. Es ist daher allein schon aus Gründen der Risikostreuung durchaus sinnvoll, in Fremdwährungen zu investieren. Es gibt bereits Anleihen in Schweizer Franken, die eine positive Rendite aufweisen, und für Schweizer Franken spricht einiges.
- 5) Wir haben am Anfang dieser Strategischen Perspektiven auf die deutliche Zunahme von Kursschwankungen verwiesen. Da spielt die erwähnte Empfindlichkeit gegenüber Wortmeldungen der FED mit, aber auch die erhöhte Verunsicherung durch Inflation, Rezessionsrisiken und die Verschärfung der internationalen Spannungen. Und dazu kommt noch eine auch zu beobachtende erhöhte Bereitschaft zu Spekulationen. Für Aktien ergeben sich daraus unserer Meinung nach folgende Konsequenzen:
- a. Der Begriff der Nachhaltigkeit trifft die Problematik, ist aber etwas unscharf. Vielleicht wäre es bei der Aktienselektion mindestens genauso angebracht, in Zeiten wie diesen den etwas härteren Begriff der Unverwüstlichkeit und zusätzlich den der Unverzichtbarkeit zu verwenden, und auf Branchen zu setzen, bei denen beides gegeben sein dürfte. **Entsorgung, Recycling** und **Wasser** sind praktische Beispiele solcher Branchen. **Nahrungsmittel** und **Agrarflächen** sind ebenfalls unverzichtbar und dürften wie geschildert immer wichtiger werden. Zu den ganz wichtigen Kriterien bei der Aktienselektion gehört freilich auch eine starke Marktstellung, wie sie beispielsweise Archer Daniels Midland oder Nestle haben.
  - b. Die derzeit meistgenannten Wachstumswerte finden sich, sieht man von Neustarts in technisch wenig anspruchsvollen Branchen wie Bekleidung, Essenzustellung und Taxidienste ab, in den Branchen **Alternative Energien, High Tech** und **Gesundheit**. Ein Pauschalurteil zu diesen Branchen ist nicht sinnvoll, zu groß sind die Unterschiede auch innerhalb dieser Branchen. Als PRIVATCONSULT sind wir darauf bedacht, diesen Unterschieden nachzugehen, statt nur auf Branchenzugehörigkeit zu setzen.

- c. Immobilien und Gold sind beliebte Alternativen in Zeiten hoher Unsicherheit. Bei Immobilien zeigen sich allerdings gerade die relativ hohe Zinsabhängigkeit dieser Branche und außerdem derzeit zunehmende Leerstände bei Büroimmobilien, was nicht nur mit der Konjunktur, sondern auch mit der zunehmenden Beliebtheit von Teleworking zu tun hat. In den USA hat die Leerstandsquote bei Büroimmobilien gerade 10 % überschritten. Und Wohnungen werden allmählich etwas zu teuer, um immer hinlänglich zahlungskräftige Mieter zu finden. Immobilienaktien kauft man daher, obwohl sie schon recht günstig geworden sind, vielleicht doch besser erst bei wieder nachgebenden Zinsen. Gold bringt keine Zinsen, ist aber umso beliebter, je unsicherer die Zeiten sind. Ein kleiner Goldanteil im eigenen Portfolio macht Sinn.
- d. Rohstoffe braucht man immer. Ihre Preise sind je nach Konjunktur hoch volatil, man spricht bei ihnen sogar von einem Schweinezyklus. Aber der Bedarf an Rohstoffen steigt mit einer zu erwartenden allmählichen Verbesserung der Konjunkturlage, und bei bestimmten Rohstoffen zusätzlich mit der Umstrukturierung unserer Energielandschaft. Dazu gehören insbesondere Kupfer für Leitungen und Motoren und Seltene Erden für Generatoren. Kupferproduzenten und Recycler sind und bleiben daher attraktiv. Bei Seltenen Erden ist das De Facto Monopol Chinas schon heute ein Problem. Zu den ganz wenigen Produzenten Seltener Erden in der westlichen Hemisphäre gehören MP Materials in den USA. Mehrheitlich sind Rohstoffaktien derzeit günstig bewertet und zahlen eine gute Dividende.
- 6) Wenden wir uns last not least den ESG – Kriterien zu. Derzeit ist jeder Kunde einer Bank oder Wertpapierfirma auf seine Präferenzen für derartige Anlagen abzufragen. Allerdings ist die derzeitige Gesetzgebung mehr als nur kompliziert, und hat auch durch spezielle Regelungen wie beispielsweise für Atomstrom und auch Gas einiges an moralischer Rechtfertigung verloren. Noch dazu berücksichtigt die derzeitige Regelung ausgerechnet solche Firmen nicht, die zwar in ihrer Produktionstätigkeit einen hohen CO<sub>2</sub> – Ausstoß haben, sich aber mit enormen Kapitaleinsatz redlich und erfolgreich bemühen, diesen zu verringern. Dazu kommt Greenwashing, oder schlicht Heuchelei bei der Bezeichnung so mancher Produkte als ESG – konform.

Als PRIVATCONSULT bemühen wir uns daher, zwar bei der Auswahl von Veranlagungen für unsere Kunden dem Umweltgedanken bestmöglich Rechnung zu tragen, halten uns aber damit zurück, uns selbst mit großartigen Etikettierungen aufzuspielen.

Wien, am 3. April 2023

PRIVATCONSULT Vermögensverwaltung GmbH

**Impressum:** 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 Treuhandchaft. 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 PRIVATCONSULT mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen sind die von 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.