

Spotlight

Januar 2007

Scott Mather erläutert PIMCO's Ausblick und Anlagestrategie für Europa



Scott A. Mather

Managing Director, Portfolio Manager

Herr Mather ist Managing Director, Mitglied der Geschäftsleitung und des Anlageausschusses von PIMCO und Leiter des Portfoliomanagement Europa. Er verwaltet Euro- und gesamteuropäische Portfolios. Zusätzlich arbeitet er mit zahlreichen Gesellschaften der Allianz-Gruppe und ist Managing Director von Allianz Global Investors KAG. Zuvor war Herr Mather Co-Leiter von PIMCO's Hypotheken- und ABS-Team und verwaltete Portfolios von supranationalen Anleihen sowie US-Agency-Papieren. Herr Mather stieß 1998 von Goldman Sachs zu PIMCO, wo er zuvor in New York als Händler auf Mortgage-Backed Securities spezialisiert gewesen war. Er hat zwölf Jahre Anlageerfahrung und verfügt über einen Bachelor- und Masters-Abschluss in Ingenieurwissenschaften der University of Pennsylvania sowie einen Bachelor-Abschluss in Finanzwissenschaften der Wharton School der University of Pennsylvania.

PIMCO's Managing Director Scott Mather ist Leiter des Portfoliomanagement in Europa und Mitglied von PIMCO's Anlageausschuss. Beim vierteljährlichen „zyklischen Forum“ formuliert PIMCO seine Prognosen für die globale Konjunktur und Finanzmärkte während der nächsten sechs bis zwölf Monate. Im untenstehenden Interview bespricht Herr Mather PIMCO's jüngsten Ausblick auf die Konjunktur des Euroraums und Grossbritanniens, resultierend aus PIMCO's zyklischem Forum vom Dezember, und erklärt, wie diese Einschätzung die europäische Anlagestrategie des Unternehmens beeinflusst.

Q: PIMCO's Anlageprofis aus aller Welt haben sich im Dezember zum zyklischen Forum getroffen. Welche waren die Schlüsselthemen der Diskussion und wie haben sich diese gegenüber dem vorherigen Forum verändert?

Mather: Bei unserem Forum im September sind wir zum Schluss gekommen, dass das Wirtschaftswachstum im Euroraum und in Grossbritannien sehr anfällig gegenüber einer Konjunkturverlangsamung in den USA sein wird. Dieser Meinung sind wir nach wie vor, allerdings sind wir von der Widerstandskraft der europäischen Konjunktur angesichts der recht dramatischen Abkühlung der US-Wirtschaft überrascht worden. Tatsächlich hat sich die europäische Konjunktur gemessen an zahlreichen Faktoren weiter verbessert, insbesondere in Bezug auf Arbeitslosigkeit, Konsumentenvertrauen und Geschäftsklima. Diese Entwicklung erfolgte, obwohl sich die Erwartungen einer durch den Immobilienmarkt getriebenen US-Konjunkturverlangsamung und niedrigerer US-Wachstumsaussichten für 2007 bestätigten.

Dieses Auseinanderdriften zwischen USA und Europa ist in dieser Form nicht ohne Beispiel. Wenn sich diese Entwicklung im ersten Quartal 2007 aber fortsetzt, würde sich das Bild von anderen historischen Zyklen unterscheiden. Aufgrund der Zusammensetzung des europäischen Wachstums und der Vernetzung mit dem Rest der Welt – via Handel, Finanzmarktentwicklung, Direktinvestitionen und anderes – war Europa historisch immer von einer Konjunkturabkühlung in den USA betroffen. Es kann Faktoren geben, die diesen Effekt verstärken oder abschwächen, aber es ist nicht typisch für Europa, sich völlig abzukoppeln.

Spotlight

Januar 2007

Im Forum diskutierten wir, ob es sich einfach um eine grössere zeitliche Verzögerung bei der Übertragung der amerikanischen Wirtschaftsverlangsamung auf Europa handelt oder ob der Umfang der Abkopplung diesmal grösser ist als in der Vergangenheit, wie dies einige Ökonomen glauben. Wir sind weder vom einen noch vom anderen wirklich überzeugt, sondern beziehen vielmehr beide Varianten als Möglichkeiten in unsere Überlegungen mit ein. Wir denken also, dass wir in der Tat eine etwas stärkere Abkopplung sehen könnten, während wir gleichzeitig eine grössere zeitliche Verzögerung im Beziehungsgefüge zwischen amerikanischem und europäischem Wachstum in die Kalkulation miteinbeziehen. Wir gehen jedoch stark davon aus, dass es für Europa umso schwieriger sein wird, den Folgen auszuweichen, je schlechter sich das US-Wachstum entwickelt.

Q: Was waren PIMCO's zentrale Folgerungen für den europäischen Konjunkturausblick aus der Forumsdiskussion? Und welche sind die wichtigsten Risiken für diese Prognosen?

Mather: Angesichts der Widerstandskraft, die wir im Euroraum bisher beobachtet haben, erwarten wir für den Wirtschaftsraum in 2007 ein Wachstum in der Bandbreite von 1,75% bis 2,25%. Dies entspricht einer leichten Erhöhung gegenüber unserer Prognose vom September-Forum. Unsere Teuerungsprognose für den Euroraum hat sich allerdings etwas entschärft, und wir gehen von einer Kernrate der Inflation in 2007 zwischen 1,5% und 2% aus.

Wir sind zum Schluss gekommen, dass das grösste Risiko in unserem Ausblick für die Eurozone und Grossbritannien eng mit dem Risiko eines „Hard Landing“ der US-Wirtschaft verknüpft ist. Wie ich [zuvor](#) bereits ausführte, gehört eine harte Landung in den USA nicht zu unserem Basisszenario. Allerdings sehen wir eine etwas höhere Wahrscheinlichkeit für einen schlechteren gegenüber einem besseren Konjunkturverlauf über den zyklischen Zeithorizont. Würde sich dieses Risikoszenario verwirklichen, wäre der Konjunkturabschwung in Europa weit stärker als viele Leute erwarten. In diesem Fall wäre unser konsensusähnlicher Ausblick falsch, und wir würden sicherlich mit viel früheren Leitzinssenkungen des geldpolitischen Ausschusses (Monetary Policy Committee, MPC) der Bank of England (BoE) sowie der Europäischen Zentralbank (EZB) rechnen, als der Markt derzeit einkalkuliert. Entsprechend würden wir uns auch positionieren.

Q: Betrachten wir zuerst den Euroraum. Welche Schritte erwartet PIMCO von der EZB im Basisszenario?

Mather: Unseren Erwartungen liegt die Ansicht zugrunde, dass die EZB stärker von Konjunkturdaten abhängig geworden ist. In der jüngsten Sitzung schwächte sie ihre harte Haltung etwas ab, behielt die Hand jedoch an der Zinsschraube. Dies hängt in erster Linie mit der beispiellosen Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes in Deutschland von drei Prozentpunkten im Januar zusammen. Vor ihrer Sitzung im Februar wird sich die EZB zuerst die deutschen Konjunkturdaten ansehen wollen. Sie wird auch wissen wollen, wie sich die Lohnverhandlungen Anfang des Jahres entwickeln und wie jüngste Steuermassnahmen den Konsum beeinflussen. Es ist sehr wahrscheinlich, dass die

Spotlight

Januar 2007

EZB die Leitzinsen nicht erhöhen will, bevor sie mehr Klarheit hat. März ist daher also wahrscheinlich das nächste Datum für eine mögliche Zinserhöhung.

Dieser Erwartung einer Zinserhöhung der EZB liegt auch die Annahme zugrunde, dass die Verzögerung in der Überwälzung der US-Konjunkturabkühlung auf Europa anhält. Die Wirtschaftsdaten könnten sich in Reaktion auf eine US-Wachstumsverlangsamung sowie EU-internen Gegenwind, der aus restriktiveren geld- und fiskalpolitischen Massnahmen resultiert, aber rasch abschwächen. Es ist beispielsweise unklar, wie stark die Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland den Konsum beeinträchtigen wird. Wirtschaftsstatistiken werden also einen grossen Einfluss auf die EZB und ihre monetären Schritte ausüben.

Wir sind weiterhin der Ansicht, dass die unterschweligen Inflationsgefahren in Europa mild sind und es wahrscheinlich bleiben werden. Vor ein oder zwei Quartalen machten sich die Leute viel mehr Sorgen um die Teuerung, die um 2,5% lag und dort verharrete. Die Konsenserwartungen für die Inflationsrate sind seither aber gefallen. Energiepreise haben sich stabilisiert und Ökonomen gehen von geringerem Inflationsdruck durch Lohnverhandlungen und Preismacht in 2007 aus. Der Marktkonsens nähert sich also PIMCO's Meinung an und nimmt auf diesem Weg den Druck von der EZB.

Q: Wie beeinflusst die Dynamik innerhalb des Euroraums PIMCO's Konjunkturausblick?

Mather: Wenn wir den Ausblick für Europa formulieren, können wir die unterschiedlichen Entwicklungen innerhalb des Euroraums nicht ausser Acht lassen. Einige Länder haben florierende Exportmärkte, wie etwa Deutschland, und dann gibt es andere Länder, die sich schwerer tun, wie etwa Italien und Frankreich. Deutschland steht meist im Rampenlicht, weil es die grösste Volkswirtschaft im Euroraum ist. Es ist aber wichtig zu erkennen, wie stark die Abweichungen in der Wachstumsentwicklung zwischen den verschiedenen Ländern des Euroraums sind.

Deutsche Unternehmen sind weiterhin deutlich zuversichtlicher als ihre französischen oder italienischen Pendanten, weil die Exportwirtschaft stärker ist. Die Schwachpunkte in Deutschland sind weiterhin Löhne und Konsum. Die Beschäftigungssituation hat sich zwar in Deutschland ein wenig verbessert, nicht aber das Lohnwachstum. Frankreich steht bezüglich des Lohnwachstums etwas besser da, obwohl die französische Wirtschaft ein bisschen hinterherhinkt. Konsumentenausgaben und die Binnennachfrage sind in Frankreich daher gesünder als in Deutschland.

Es ist wichtig, diese Unterschiede herauszustreichen, denn auf dem Weg durch den Konjunkturzyklus werden sich die Unterschiede im Euroraum möglicherweise noch verstärken. Unter diesen Bedingungen können uns die Hinweise aus jedem einzelnen Land helfen, die Trends herauszuschälen, die in einer aggregierten europäischen Statistik verloren gehen können. Dies gilt umso mehr, als die verschiedenen Runden von steuerlichen und monetären Massnahmen die Volkswirtschaften unterschiedlich beeinflussen werden. Zudem ziehen die einzelnen Staaten die Steuerschraube auf verschiedene Weise an. Wir haben also jede Menge Teile, die sich hier bewegen und die Auswirkungen auf den gesamteuropäischen Ausblick haben werden.

Spotlight

Januar 2007

Q: Welche Rolle werden Steuermassnahmen im makroökonomischen Gesamtbild der Eurozone spielen?

Mather: Deutschland hat mit einer Mehrwertsteuererhöhung von 3% die stärksten Fiskalmassnahmen vorgesehen. Markant an der Steuerschraube dreht auch Italien mit dem neuen Budget, das unlängst verabschiedet wurde, und geringere Steuererhöhungen wurden auch in Frankreich in Aussicht gestellt, obwohl wir ein klareres Bild für Frankreich erst nach den Präsidentschaftswahlen im Mai erhalten werden.

Diese angekündigte, recht signifikante Verschärfung durch Steuermassnahmen passt gut zu unserer Sicht, dass sich Inflation und Wachstum in der Eurozone abschwächen werden. Es ist allerdings schwierig, diesen Effekt zu quantifizieren, weil wir sie bisher noch nie – wenigstens nicht seit Einführung des Euro – in einem Umfeld beobachten konnten, in dem sich das fiskalische und monetäre Regime gleichzeitig verschärfen. Gleichzeitig wird es nicht ganz einfach sein, den externen vom internen konjunkturellen Gegenwind zu unterscheiden.

Was wir richtig antizipiert haben dürften, ist das vor Mehrwertsteuererhöhungen typische Verhalten von Konsumenten, ihre Einkäufe vorzuzuschieben. Das lässt allerdings die Frage offen, ob sich der Konsum Anfang 2007 wieder abschwächen wird. Derzeit ist noch nicht ganz klar, wieviel der Mehrwertsteuererhöhung über höhere Preise auf Kunden überwältzt worden ist. Es gibt einzelne Berichte, wonach die hohe Profitabilität der deutschen Unternehmen es ermöglicht hat, einen Teil der Steuererhöhungen über die Margen zu absorbieren, um das Umsatzniveau nicht zu beeinträchtigen. Sollte dies der Fall sein, könnte der Mehrwertsteuer-Effekt auf die Konsumenten geringer ausfallen als bei früheren Erhöhungen.

Q: Wechseln wir nun zu Grossbritannien. Wie sieht PIMCO's Ausblick für die britische Wirtschaft aus?

Mather: Die britische Wirtschaft ist stetig und etwas über dem langfristigen Trend gewachsen. Wir haben zwar keine positive Überraschung im selben Umfang wie im Euroraum gesehen, allerdings hat sich die britische Wirtschaft gut gehalten.

Wir haben einige scheinbar widersprüchliche Phänomene im britischen Arbeitsmarkt beobachtet, wo die Arbeitslosigkeit etwas zugelegt hat, während weiterhin neue Stellen geschaffen wurden. Betrachtet man ausschliesslich die Arbeitslosigkeit, würde man von überschüssigen Ressourcen in der Wirtschaft ausgehen. Betrachtet man allein das Stellenwachstums, würde man auf einen Abbau überschüssiger Ressourcen im Arbeitsmarkt schliessen. Der Grund für diese Phänomene liegt im massiven Wachstum der erwerbstätigen Bevölkerung durch die Nettoeinwanderung, die nicht aufhört, uns – und vermutlich alle in Grossbritannien – zu überraschen. Ein weiterer Faktor sind ältere Arbeitnehmer, die länger erwerbstätig bleiben oder in den Arbeitsmarkt zurückkehren. Ähnlich wie im Euroraum hat der gesunde Arbeitsmarkt nicht wirklich zu grosser Preismacht seitens der Beschäftigten geführt. Ohne signifikanten Teuerungsdruck vom Arbeitsmarkt und mit Anzeichen für Überkapazitäten in der Beschäftigung wird es das

Spotlight

Januar 2007

MPC schwer haben, weitere Leitzinserhöhungen mit Druck von Seiten des Arbeitsmarkts zu rechtfertigen.

Ein weiterer Grund zur Sorge für das MPC waren Immobilienpreise. Notenbanken reden vorzugsweise zwar nur wenig über den Immobilienmarkt, aber er ist immer ein Anliegen, besonders wenn die Preiszuwächse so hoch wie in Grossbritannien ausfallen. Je nach Masszahl haben dort die Immobilienpreise nochmals um 8% bis 10% zugelegt. Dies liegt über unserer Erwartung vom September-Forum, die in der Mitte des einstelligen Bereichs angesiedelt war. Obwohl das MPC im August und November die Leitzinsen erhöhte und so auf 5% führte, scheint dies den Immobilienmarkt nicht beeinträchtigt zu haben. Das hat uns vorsichtig gemacht, weil wir unter den gegebenen Umständen eine raschere und stärkere Wirkung erwartet haben. Daher gingen wir davon aus, dass das MPC mit mehr Selbstvertrauen die Zinsen auf 5,25% anheben würde, wenn der britische Immobilienmarkt weiter standhalten sollte.

Und in der Tat folgte das MPC bereits im Januar mit einer Erhöhung auf 5,25%. Das Communiqué des MPC erwähnte den Teuerungsdruck als Grund für den jüngsten geldpolitischen Schritt angesichts der Inflation, die im Dezember bei 3% lag. Wir müssen uns das Inflationsziel des MPC von 2% in Erinnerung rufen und das erklärte Ziel der britischen Notenbank, diese Vorgabe einzuhalten. Bricht die Teuerung über die 3%-Hürde aus, muss das MPC in einem Brief an den Finanzminister die Gründe für diesen Ausreisser erklären und welche Massnahmen es zu ergreifen gedenkt, um die Inflation zu zügeln. Das wäre der erste solche Brief in etwa zehn Jahren und natürlich würde das MPC dies gern vermeiden.

Der Immobilienmarkt und andere ökonomische Faktoren werden für die Beobachter der britischen Wirtschaft und für das MPC in der näheren Zukunft sehr wichtig sein. Allerdings halten wir an unserer Sicht fest, dass das MPC die Leitzinsen im späteren Verlauf des Jahres senken müssen, besonders weil die Stärke im Immobilienmarkt nicht den Weg in die Konsumausgaben oder andere direkte Treiber des Konjunkturwachstums findet, wie dies in der Vergangenheit in Grossbritannien und auch in den USA der Fall war. Wir erwarten, dass Inflation und Kerninflation im Verlauf des Jahres näher zusammenfinden werden. Die Kerninflation, also Teuerung ohne Berücksichtigung von Lebensmitteln und Energie, lag bereits seit einiger Zeit unterhalb der 2%-Vorgabe des MPC. Wir gehen davon aus, dass die verzögerten Effekte einer restriktiveren Geldpolitik, langsames Wachstum, steigende Überkapazität im Arbeitsmarkt, Rückgang der Energiepreise und Anstieg des handelsgewichteten Wertes des Pfunds die Inflation – sowohl Headline-Inflation und Kernrate – nach unten drücken wird. Dies eröffnet dem MPC Spielraum für eine Zinssenkung im späteren Verlauf des Jahres.

Q: Mit welchen Strategien trägt PIMCO diesem Ausblick für Europa in Portfolios Rechnung?

Mather: Im Euroraum haben wir uns auf Positionen konzentriert, die von einem Abflachen der Zinskurve profitieren, so genannte „Flattener“. Wir glauben, dass Flattener weiterhin vorteilhaft sein können, in erster Linie weil der Inflationsdruck in der

Spotlight

Januar 2007

Eurozone gering ist. Zwar bietet der Trade inzwischen niedrigere Ertragschancen, nachdem der Markt die geringeren Inflationserwartungen weitgehend in den Preisen berücksichtigt hat. Allerdings hat der Markt unserer Meinung nach noch etwas weiter in diese Richtung zu gehen. Die EZB dürfte die Zinsen weiter anheben, wodurch die Zinskurve im Euroraum wahrscheinlich weiter abflachen wird. Aber selbst wenn die EZB die Zinsen nicht erhöht, wird sie wahrscheinlich noch eine Weile einen aggressiveren Ton beibehalten, der ebenfalls zu einem Abflachen der Kurve beitragen wird.

In Grossbritannien haben wir die umgekehrte Sicht. Die britische Zinskurve wurde noch inverser – die Inversion nähert sich einem Rekordniveau – und wir glauben, dass sie sich wahrscheinlich zu einem normaleren Kurvenverlauf „zurückinvertieren“ wird, unter anderem wegen der von uns erwarteten Zinssenkung des MPC in 2007. Natürlich hängt diese Prognose stark von unserem Ausblick für die USA ab, weil wir von externen Einflussfaktoren auf die Konjunktur, insbesondere einer Konjunkturabschwächung in den USA, einen grösseren Einfluss auf die britische Wirtschaft erwarten als auf jene des Euroraums. Wir erwarten also, dass die britische Zinskurve wieder steiler wird, angeführt von fallenden Renditen bei kürzeren Laufzeiten. Am langen Ende der britischen Zinskurve erwarten wir nachlassenden Druck durch technische Faktoren, welche die Renditen aufgrund neuer Anleihssemissionen von Regierungen und Unternehmen tief hielten.

Unsere Einschätzung der Unternehmensanleihen bleibt unverändert. Unternehmensgewinne sehen nach wie vor überall in der Welt recht gut aus. Die Preise spiegeln aber nicht unser Basisszenario einer Konjunkturverlangsamung und damit einer schrittweisen Verschlechterung der Unternehmensgewinne. Aktuelle Marktpreise bieten keinen Raum für Irrtum und keine Möglichkeit für eine harte Landung der US-Wirtschaft, da muss man also ein bisschen vorsichtiger sein.

Q: Wird die Stärke von Euro und Pfund gegenüber sowohl Dollar als auch Yen die Lage für Wirtschaft und Währungshüter komplizieren?

Mather: Das handelsgewichtete Pfund und der handelsgewichtete Euro befinden sich nahe der höchsten Stände aller Zeiten mit einem Anstieg von 3% bis 5% während des vergangenen Jahres. Das ist signifikant, denn für viele Teile der Wirtschaft entspricht dies einer um 25 bis 75 Basispunkte restriktiveren Geldpolitik. Das Ausmass dieses Geldverknappungseffekts hängt vom verwendeten Modell ab und der Betonung einzelner Faktoren. Der springende Punkt ist jedoch, dass die Wechselkurse zu einer engeren monetären Situation beitragen, zusätzlich zu den Leitzinserhöhungen der EZB und des MPC. Wir wissen, dass die Notenbanken darauf ein Auge haben, auch wenn sie bisher das Thema in der Öffentlichkeit vermieden haben. Wir beginnen zum Beispiel, politischen Druck von Finanzministern und anderen Regierungsmitgliedern auf die EZB zu sehen, denn der Währungsanstieg schadet der Exportwirtschaft.

Es gibt also geldpolitische Auswirkungen der starken europäischen Währungen. Wenn Euro und Pfund weiter steigen, gäbe dies den Notenbanken einen weiteren Grund für eine Pause. Wir nähern uns mit den gegenwärtigen Niveaus unbekanntem Gewässern, und EZB und BoE werden sich zuerst über die Folgen für Handel und Inflation im

Spotlight

Januar 2007

Klaren sein wollen, bevor sie die Zinsen weiter anheben. Steigende Leitzinsen stärken üblicherweise eine Währung, wodurch das Problem verschärft werden könnte.

Im Allgemeinen untergewichtet PIMCO den US-Dollar gegenüber Benchmarks. Ohne eine aggressive Lockerung der Zinsschraube durch das Fed sollte der Spielraum für einen raschen Anstieg von Euro oder Pfund jedoch zurückgehen, sobald EZB und BoE pausieren oder die Leitzinsen senken.

Q: Vielen Dank für das Gespräch, Herr Mather.

London
PIMCO Europe Ltd
Nations House
103 Wigmore Street
London W1U 1QS
England
44-20-7872-1300

München
PIMCO Europe Ltd, Zweigniederlassung München
Nymphenburger Straße 112-116
80636 München
Deutschland
49-89-1221-90

Rotterdam
PIMCO Europe Ltd, Rotterdam Branch
Lichtenauerlaan 102-120
3062 ME Rotterdam
The Netherlands
31-10-204-5722

PIMCO Europe Ltd., PIMCO Europe Ltd. Rotterdam Branch und PIMCO Europe Ltd. Zweigniederlassung München sind von der Financial Services Authority in Großbritannien zugelassen und werden von dieser beaufsichtigt. PIMCO Europe Ltd. Zweigniederlassung München unterliegt zusätzlich der Aufsicht durch die BaFin gemäß § 53b des Gesetzes über das Kreditwesen in Deutschland und PIMCO Europe Ltd. Rotterdam Branch unterliegt zusätzlich der Aufsicht durch die AFM in den Niederlanden. Die Dienstleistungen und Produkte, die PIMCO Europe Ltd. anbietet, sind nur für Anleger bestimmt, die unter die Kategorien "Market Counterparty" oder "Intermediate Customer" fallen, wie sie im Handbuch der Financial Services Authority definiert werden. Sie stehen Kleinanlegern nicht zur Verfügung, die sich nicht auf die vorliegende Mitteilung verlassen sollten.

Jeder Sektor des Rentenmarktes birgt Risiken. Manche Anleihen können Gewinne erzielen und es können von Zeit zu Zeit Steuerverbindlichkeiten entstehen. Jegliche Garantie bei Staatsanleihen bezieht sich lediglich auf die pünktliche Rückzahlung des gezahlten Kapitals und die Zinszahlungen. Die Anteile eines Portfolios, das in Staatsanleihen investiert, werden nicht garantiert. Bei Unternehmensanleihen gibt es keine Garantie, dass der Emittent seine Verpflichtungen erfüllen wird.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Diese Veröffentlichung gibt die Meinung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung wieder, aber nicht unbedingt die der PIMCO Gruppe. Sie stellt keine Empfehlung für eine bestimmte Wertpapierstrategie oder ein bestimmtes Anlageprodukt dar und es wird keine Garantie dafür gegeben, dass die oben genannten

Spotlight

Januar 2007

Szenarien definitiv eintreten werden. Die vom Verfasser geäußerten Ansichten können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Diversifikation sichert nicht vor Verlusten. Die hier enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die wir für zuverlässig halten. Jedoch wird keine Gewähr für deren Richtigkeit und Vollständigkeit übernommen. Diese Veröffentlichung dient ausschließlich zu Informationszwecken und sollte nicht als Anlageberatung oder als ein Angebot zum Verkauf eines Wertpapiers verstanden werden. Ohne ausdrückliche schriftliche Erlaubnis darf kein Teil dieser Veröffentlichung in irgendeiner Form vervielfältigt oder in anderen Publikationen zitiert werden.