



Oktober 2020



Der Kurfürst von Hessen zum geschäftlichen Besuch



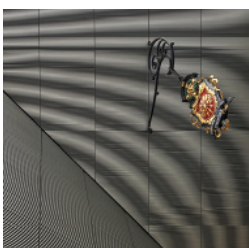
Im Jahr 1769 war es Mayer Amschel Rothschild gelungen, zum Hoffaktor des Erbprinzen Wilhelm von Hessen ernannt zu werden.

Die dargestellte Szene zeigt ein wegweisendes Ereignis im Jahr 1806. In seinem Haus in der Frankfurter Judengasse empfing Mayer Amschel seinen bedeutendsten Kunden, den nun Kurfürsten Wilhelm von Hessen. Obgleich Mayer Amschel inzwischen den Titel Oberhofagent tragen durfte, hätte die soziale Stellung beider Männer kaum unterschiedlicher sein können.

Dieses Mal ging es jedoch nicht wie sonst üblich um den Erwerb antiquarischer Münzen. Stattdessen übergab der Kurfürst sein Vermögen treuhänderisch an den langjährig Vertrauten, um es vor der Beschlagnahme Napoleons zu schützen, während er selbst ins Exil floh.

Es existiert ein zweites Bild, das zeigt, wie der Kurfürst nach der Niederlage Napoleons sein Vermögen von den fünf Söhnen des inzwischen verstorbenen Mayer Amschel zurückerhielt.

Gemälde von Moritz Oppenheim



Titelbild:

Ein auffälliges Symbol des Erbes und der Werte unseres Geschäfts ist das Wappen der Familie Rothschild, das sich an der Aussenwand unseres Büros in New Court in der St Within's Lane in London befindet. Die fünf Pfeile und das Familienmotto (Concordia, Industria, Integritas) sind der einzige Hinweis auf das Unternehmen.

Vorwort

Unser Umgang mit Unsicherheit

Das Jahr 2020 erweist sich für viele von uns als ein beunruhigendes Jahr. Im Verlauf des ersten Quartals verbreitete sich die Corona-Pandemie in rasender Geschwindigkeit über die ganze Welt. Die Börsen reagierten mit einem Crash, die Politik mit umfangreichen Lockdowns des sozialen und wirtschaftlichen Lebens. Erfreulicherweise sieht die Lage ein halbes Jahr später wieder hoffnungsvoller aus. Trotz zuletzt gestiegener Infektionszahlen hat die Gefahr großflächiger Lockdowns deutlich abgenommen, es besteht die berechtigte Hoffnung auf einen Impfstoff im Verlauf des Jahres 2021 und die Börsen konnten sich vom schnellsten Crash aller Zeiten ebenfalls in Rekordzeit deutlich erholen.

Die Corona-Krise ist selbstverständlich keineswegs beendet. Doch es lohnt schon jetzt ein Blick auf die Veränderungen, die uns über die Pandemie hinaus erhalten bleiben. Die beschleunigte und umfassendere Digitalisierung wird sich als große Chance erweisen, die deutlich gestiegenen Staatsschulden hingegen als längerfristiger Belastungsfaktor. Es scheint als würden Chancen und Risiken gleichzeitig anwachsen und der Optionsraum zukünftiger Entwicklungen immer größer werden. Eine Prognose, wie die Welt längerfristig aussehen könnte, wird immer facettenreicher. Entsprechend groß bleibt die Herausforderung, Vermögen auch über Generationen hinweg zu erhalten und zu mehren.

Wir erachten seit jeher den Vermögenserhalt in realen Werten, also nach Steuern und Inflation, als übergeordnetes Ziel für die Verwaltung von Vermögen. Dieses Ziel ist keinesfalls trivial. Erreichen möchten wir dies mit dem folgenden Zielkanon: stetiger, nachhaltiger Wertzuwachs oberhalb der erwarteten Inflation, Vermeidung unwiederbringlicher Verluste und kluges Investieren mit einem langfristigen Horizont.

Der Konjunkturereinbruch, die enormen staatlichen Konjunkturprogramme, die signifikant wachsenden Staatsschulden und die expansive Geldpolitik der Notenbanken weltweit haben zuletzt eine Diskussion entfacht, ob wir zukünftig deflationäre oder doch deutlich inflationäre Tendenzen zu erwarten haben. Beide haben einen signifikanten Einfluss auf das Ziel des realen Vermögenserhalts. In welche Richtung die Politik der Notenbanken deutet, beleuchten wir in unserem Beitrag "Die Notenbanken geben Gas – folgt ein Inflationsanstieg?"

Ihr Rothschild & Co Wealth Management Team

Märkte & Trends

Die Märkte konsolidieren auf hohem Niveau, US-Wahl rückt in den Blickpunkt

Von Christian Schwab, Co-Leiter Portfoliomanagement

Die Kapitalmärkte sind in eine Konsolidierungsphase eingeschwenkt. Wir erachten diese als gesunde Verschnaufpause. Politische Themen wie der Brexit und die Präsidentschaftswahl in den USA werden die Schlagzeilen in den kommenden Wochen bestimmen. Auch die wieder gestiegenen Infektionszahlen in der Corona-Pandemie bleiben im Fokus.

Aktuelle gesamtwirtschaftliche Lage

Die wirtschaftliche Erholung setzte sich auch im September fort. Trotzdem mussten die Aktienmärkte in den vergangenen Wochen eine leichte Korrektur verkraften. Ein Auslöser hierfür waren die weiterhin hohen bzw. wieder steigenden Zahlen von Corona-Neuinfektionen weltweit, welche die Angst der Anleger vor erneuten Lockdowns nährte. Dies geschah ungeachtet der Tatsache, dass sich mittlerweile von verschiedenen Herstellern vielversprechende Impfstoff-Kandidaten in fortgeschrittenen Testphasen befinden.

Inzwischen rücken die US-amerikanischen Präsidentschaftswahlen in den Mittelpunkt des Interesses. Zuletzt schmolz der Vorsprung des Kandidaten der Demokraten, Joe Biden, in den Umfragen leicht ab. Biden bleibt der Favorit gegenüber Amtsinhaber Trump, die Wahl ist aber auch aufgrund des Wahlsystems in den USA keinesfalls entschieden.

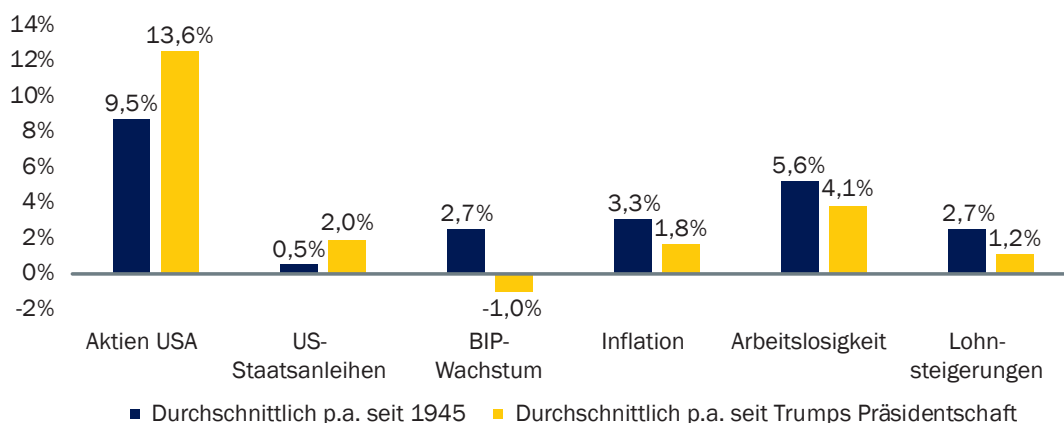
USA

Insbesondere die Situation am US-Arbeitsmarkt zeigte eine erfreuliche weitere Stabilisierung und stützt damit die wirtschaftliche Erholung in den

USA. Die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe stabilisierten sich hierbei auf einem Niveau von unter 900.000, ein in absoluten Zahlen weiterhin hoher Wert, aber doch eine deutliche Verbesserung gegenüber den Vormonaten. Da gleichzeitig zahlreiche neue Stellen geschaffen werden, ist das Gesamtbild moderat positiv. Dieser Trend sollte sich weiter verfestigen, da in der Phase des Lockdowns Lagerbestände reduziert wurden, die nun wieder sukzessive aufgebaut werden. Dies sollte dem Industriesektor helfen, neben dem vergleichsweise stabilen Konsum ein weiteres Standbein des Aufschwungs zu werden. Folgerichtig verharrten die vorlaufenden Einkaufsmanagerindizes auf stark expansivem Niveau (Industrie: 56,0/ Servicesektor: 56,9).

Die Präsidentschaftswahl am 3. November könnte einen knappen Ausgang erleben. Aufgrund des voraussichtlich hohen Anteils an Briefwählern bedingt durch die Corona-Pandemie könnte es längere Zeit dauern, bis das amtliche Endergebnis feststeht. Ein Sieg Bidens würde mehr Verlässlichkeit in das Weiße Haus zurückbringen. Sein Programm umfasst aber auch mehr Regulierung und höhere Körperschaftssteuern. Auch im Hinblick auf Medikamentenpreise, Erdölexplorationen und die Finanzordnung sind stärkere Eingriffe vorgesehen. Diese Themen betrachten Investoren überwiegend kritisch. An der Wall Street hat sich keine eindeutige Präferenz für einen der beiden Kandidaten durchgesetzt. Entsprechend bleibt abzuwarten, wie die Kapitalmärkte auf das Endergebnis reagieren werden.

Grafik 1: Präsident Trumps Bilanz bezüglich Börsenperformance und Wirtschaftsentwicklung



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, RealClear Politics, BEA, BLS, Shiller, FT / per 19.08.2020

Europa / Deutschland

Auch in Europa schreitet die konjunkturelle Erholung voran, wenngleich die Dynamik einmal mehr geringer erscheint als in den USA. Eine Begründung für die geringere Dynamik könnte sein, dass die staatlichen Maßnahmen wie etwa die Kurzarbeit den Abschwung in Europa abfedern konnten, nun aber eine höhere Basis bilden, von der aus der Anstieg weniger steil verläuft.

Die weiter anhaltende Erholung führte dazu, dass die zunächst sehr negativen Prognosen hinsichtlich des BIP-Rückgangs im laufenden Jahr deutlich revidiert wurden. So geht das ifo-Institut von einem Rückgang des BIP in Deutschland von "nur noch" 5,2 Prozent für 2020 aus. Die Prognosen im Frühling antizipierten noch Rückgänge des BIP bis über 10 Prozent.

Ausblick und Trends

Aktien

Wir erachten die aktuelle moderate Korrektur als gesunde Verschnaufpause innerhalb eines längerfristigen Aufwärtstrends. Solche Phasen sorgen perspektivisch dafür, dass der bestehende Aufwärtstrend an Robustheit und Nachhaltigkeit gewinnt. Da für die kommenden Wochen insbesondere durch die US-Präsidentenwahl politische Themen die Nachrichten beherrschen werden, sind kurzfristige Sondereinflüsse nicht ausgeschlossen.

Die erwähnte jüngste Korrektur der Sektoren IT und Kommunikationsdienstleistungen betrachten wir als wenig verwunderlich und nicht besorgniserregend, da bei einigen dieser Unternehmen die Entwicklung seit März nahezu ununterbrochen steil aufwärts gerichtet verlief. Anders zu bewerten ist die zuletzt schwache Performance der Sektoren Finanzen und insbesondere Energieunternehmen. Die Kursrückgänge sind hier auch strukturellen Defiziten geschuldet, welche die Wertentwicklung auch in der Zukunft limitieren dürften. Dies trifft insbesondere auf den Energiebereich zu, welcher durch den Angebotsüberhang bei Öl stark beeinflusst wird. Nicht zuletzt unter Nachhaltigkeitsaspekten glauben wir hier auf absehbare Zeit keine Investitionsmöglichkeiten zu finden. Ebenso erwarten wir, dass Banken weiter unter den extrem niedrigen Zinsen und flachen Zinsstrukturkurven leiden sollten.

Dagegen sehen wir beispielsweise im Industriebereich, Gesundheitswesen und auch bei ausgewählten Technologieunternehmen weiteres Potenzial, wobei wir betonen, dass Bewertungsniveaus und langfristige Wachstumsaussichten in einem ausgewogenen Verhältnis stehen sollten.

Anleihen

Noch haben sich die höheren Inflationsraten in den USA und das neue Inflationsregime der FED, welches die Tolerierung einer Inflationsrate von über 2 Prozent für eine begrenzte Zeit beinhaltet, nicht in höhere Renditen für Staatsanleihen niedergeschlagen.

Für die USA können wir uns durchaus eine Erhöhung der Renditen am langen Ende vorstellen, was bei gegeben niedrigen Zinsen für kurzfristige Laufzeiten zu einer steileren Zinsstrukturkurve führen könnte. In Europa sehen wir eine solche Bewegung nicht. Daher bleiben deutsche Staatsanleihen auf Sicht unattraktiv. Unternehmensanleihen stellen für uns noch immer eine gute Alternative dar, bei entsprechender Risikobereitschaft kann auch eine Investition in hochverzinsliche Anleihen niedrigerer Bonität sinnvoll sein. Hier erwarten wir weiteres Kurspotenzial bei entsprechender Volatilität.

Fazit für unser Portfolio

Unsere Portfolien beinhalten weiterhin ein deutliches Übergewicht in den Bereichen Industrie, Technologie, Gesundheitswesen und Konsum. Diese Sektoren erachten wir als aussichtsreich und meinen, dass eine Verschiebung in vermeintlich billigere Sektoren wie Energie und Finanzen aus den genannten Gründen keinen Sinn ergibt.

Bei Renten bleiben wir fokussiert auf Unternehmensanleihen und verlängern nur selektiv die Laufzeit. Dies gilt nicht für US-Emissionen, da wir hier von steigenden Renditen ausgehen.

Insgesamt erachten wir das Risiko für unsere Mandanten als begrenzt und nutzen selektiv Opportunitäten, um vorhandene Liquidität bei niedrigeren Kursen zu investieren.

Fokus Volkswirtschaft

Die Notenbanken geben Gas – folgt ein Inflationsanstieg?

Von Frank Hübner, Volkswirt

Die Geldpolitik spielt eine zentrale Rolle in der Bekämpfung der globalen „Virusrezession“. Die Notenbanken haben das geldpolitische Gaspedal kräftig und noch heftiger als in der globalen Finanzkrise durchgetreten. Sichtbares Zeichen neben den um die Nulllinie liegenden Leitzinsen ist die massive Aufblähung der Notenbankbilanzen seit Beginn der Pandemie. So haben sowohl die amerikanische Notenbank (Fed) als auch die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Aktiva seit Ende Januar insbesondere über Wertpapierankäufe um ca. 15% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) massiv erhöht. In den USA war die Reaktion damit innerhalb von acht Monaten doppelt so stark wie im ersten Jahr nach der Lehman-Pleite im September 2008. Die EZB übertrifft ihre damalige Bilanzausweitung aktuell sogar um mehr als das Fünffache.

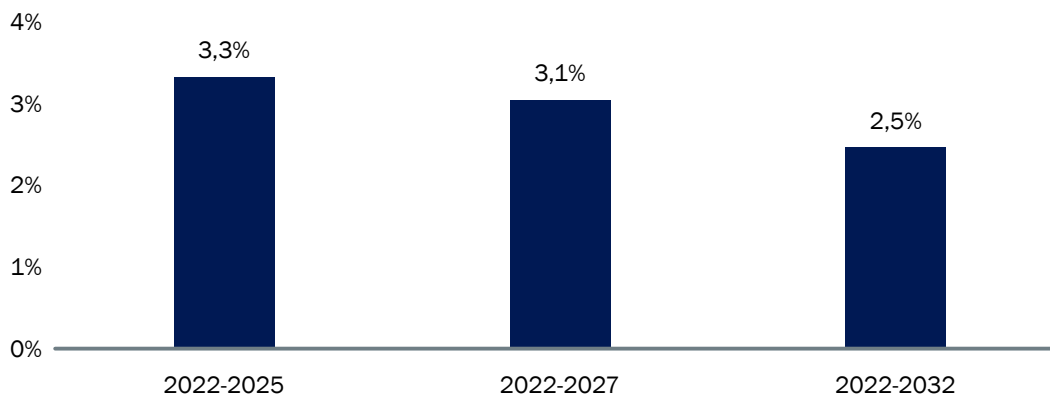
Der Einsatz von groß dimensionierten Wertpapierankaufprogrammen ist die Fortsetzung einer Geldpolitik, die mit ihrem regulären Leitzinsinstrument an die Grenzen des Machbaren gestoßen ist. Daher sendet die Fed mit der Ankündigung einer überarbeiteten Strategie Ende August nun klare Signale für einen Strukturbruch ihrer Geldpolitik. Während aktuell noch der deflationäre Effekt der Corona-Krise dominiert, hat diese überdimensionierte geldpolitische Notfallversorgung das Potenzial, mittelfristige Inflationsgefahren zu erzeugen.

Zielwechsel der Fed hin zu höherer Inflationstoleranz

Details über die angekündigte Strategieänderung der Fed sind noch nicht veröffentlicht, aber ihre Sitzung im September gibt bereits einen klaren Fingerzeig. Die Notenbanker scheinen insbesondere damit Ernst zu machen, dass sie nach einem längeren Unterschießen der Inflation für einen „gewissen“ Zeitraum Preissteigerungen anstreben werden, die „moderat“ über ihrem Inflationsziel von 2% liegen. Nichts anderes bedeutet die Aussage von Fed-Präsident Powell, die Fed strebe zukünftig an, ihr Inflationsziel von 2% in einem mehrjährigen Durchschnitt zu erreichen. Welchen Zeitraum und welches Ausmaß sich die Fed für ein Überschießen der Inflation vorstellt, muss sie noch konkretisieren.

Eine Simulationsrechnung macht diesen Zusammenhang deutlich. Schließt man die Prognosen der Fed-Entscheidungsträger bis Ende 2021 mit ein, entstände in den 10 Jahren seitdem die Fed ihre geldpolitische Strategie mit dem Inflationsziel von 2% veröffentlicht hat (2012) ein kumuliertes Inflationsdefizit von gut 4%. Um dieses im folgenden 10-Jahreszeitraum auszugleichen, müsste die US-Notenbank von 2022 bis 2032 eine Inflationsrate von durchschnittlich 2,5% anstreben. Wählt sie den Anpassungszeitraum mit beispielsweise fünf Jahren kürzer, betrüge die durchschnittlich zu tolerierende Preissteigerungsrate 3,1%. Je kürzer der Anpassungszeitraum desto höher die „Aufholinflation“.

Grafik 2: Implizite „Aufholinflation“¹: Kurz und heftig oder lang und immer noch beträchtlich



Quelle: Fed, EZB und eigene Berechnungen

Anmerkung

¹ Durchschnittliche Inflation, die notwendig wäre, um das zwischen 2012 bis 2022 in den USA auflaufende Defizit ggü. dem Inflationsziel (mittelfristig 2%) im angegebenen Zeitraum auszugleichen.

Das Neue an dieser Konstellation ist nicht, dass eine Notenbank per se eine höhere Inflation anstrebt. Neu ist, dass die Fed eine Inflationsrate, die über ihrem bisherigen Zielwert liegt, als Steuerungsfaktor für ihre Geldpolitik einsetzt. Anleger müssen sich die Frage stellen, ob sie der Fed zutrauen, ihre definierte Strategie erfolgreicher als in der jüngeren Vergangenheit umzusetzen. Wenn dies der Fall ist, stünde zumindest eine Anpassung der mittelfristigen Inflationserwartungen an. Gegenwärtig liegen die Markterwartungen für die US-Inflation zwischen 2025 und 2030 bei ca. 1,7% und damit deutlich unter der oben kalkulierten hypothetischen „Nachholinflation“.

Auch wenn das Inflationsgespenst nicht unmittelbar vor der Tür steht und die Berechnungen zur „Aufholinflation“ bis zu den anstehenden Präzisierungen der Fed rein hypothetisch sind, macht es durchaus Sinn, den Faktor Inflation in den USA bei seinen Anlageentscheidungen nicht aus dem Blick zu verlieren.

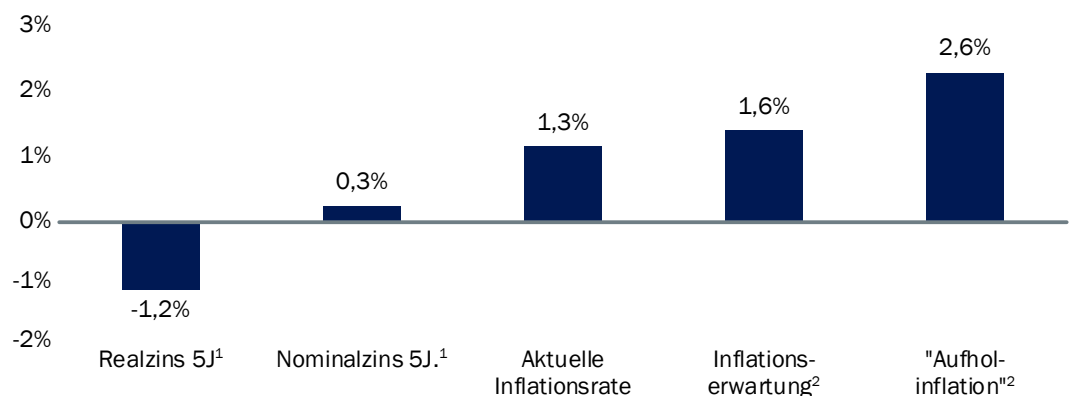
Die Fed agiert, folgt die EZB?

Auch für die EZB steht in den kommenden Monaten eine Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie an. Das temporäre Pandemie-Notfall-Ankaufsprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) ist nach aktuellem Stand der Dinge auf 1,35 Billionen Euro (11,3% des BIP) angelegt. Es führte nach Berechnungen der Notenbank-Volkswirte am Rentenmarkt zu einem zinssenkenden Effekt von 45-80 Basispunkten. Die EZB wird bei der möglichen Anpassung ihrer Strategie sehr darauf achten müssen, glaubwürdig den Eindruck zu vermeiden, dass sie Ziele verfolgt, die eine nachhaltig höhere Inflationstoleranz voraussetzen. Das Inflationsdefizit, das in der Eurozone seit 2012 bis August 2020 aufgelaufen ist, liegt bei 8,5% und ist damit im Vergleich zur USA mehr als doppelt so hoch. Selbst in einer Anpassungsperiode von 10 Jahren läge die anzustrebende durchschnittliche Inflationsrate bei 2,8%.

Im aktuellen EZB-Prognosezeitraum 2020-2022 allein läuft ein Inflationsdefizit auf, das eine Nachholinflation in der folgenden 3-Jahresperiode von 3% impliziert. Die tatsächliche Preissteigerungsrate lag in der Eurozone im August hingegen bei -0,2%. Eine entsprechende Inflationswende dürfte nicht geräuschlos ablaufen und vor allem an der Zinsfront tiefe Spuren hinterlassen. Vor dem Hintergrund der hohen und steigenden Staatsverschuldung in der EWU bestünde dann die Gefahr eines Rückfalls in die Zeit der Staatsschuldenkrise. Die Sorge vor einem nachhaltigen Abdriften der EWU in eine Transfer- und Inflationsunion ist in den nördlichen Mitgliedsstaaten ohnehin ausgeprägt.

Das Kleingedruckte einer überarbeiteten geldpolitischen Strategie wird daher nicht zuletzt aufgrund der politischen Brisanz einer Neudefinition ihrer Mandatierung durch die EZB von großer Bedeutung sein. Deuteten Eckdaten und/oder Kleingedrucktes auf eine nachhaltig gestiegene Inflationstoleranz der EZB hin, würde der Bestand des Euros gefährdet werden. Dieses Risiko dürfte die EZB nicht eingehen wollen. Anleger, die diesen Überlegungen im Grundsatz folgen, sind mit der Frage konfrontiert, wie sie mit einem nachhaltigen Auseinanderdriften der Inflationstoleranz von Fed und EZB umgehen wollen.

Grafik 3: Ein weites Feld - Zinsen und Inflation in den USA



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen

Anmerkung

1 Staatsanleihen

2 Zeitraum 2025-2030

Alexandre und David de Rothschild, CEO bzw. Aufsichtsratsvorsitzender von Rothschild & Co



“Wir sind glaubwürdig, weil wir den Empfehlungen unserer Anlagestrategen auch als Familie folgen. Wir haben unser Vermögen durch teils schwierige Zeiten bewahrt. Das erwarten die Kunden von uns: Eine Strategie, die auf Kapitalerhaltung abzielt und nicht auf die Maximierung der Rendite bei jedem Risiko.”

Alexandre de Rothschild

Rothschild & Co Vermögensverwaltung GmbH

Börsenstraße 2 – 4
D-60313 Frankfurt am Main
wm.germany@de.rothschildandco.com
+49 69 4080 26-0
rothschildandco.com

Heinrich-Heine-Allee 12
D-40213 Düsseldorf
wm.germany@de.rothschildandco.com
+49 211 8632 17-0

Wichtige Informationen

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen weitergegeben werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die Performancedarstellung der Rothschild & Co Vermögensverwaltung GmbH basiert auf den Ergebnissen von Composite-Modulen. Die Performancedaten für die eingestellten Referenzmandate setzen sich aus den beiden Composites „reines Aktien-“ und „reines Renten-“ Mandat zusammen. Die strategischen Zusammensetzungen wurden über den kompletten Darstellungszeitraum (seit 2003) dabei je nach Strategie jeweils konstant

belassen. Bei beiden Composites handelt es sich jeweils um unsere Standardstrategie für den Aktien- und Rentenbereich, die – jeweils bezogen auf die individuelle Gewichtung der Anlageklassen – in dieser Form bei Mandaten ohne Restriktionen umgesetzt wird. Im Anleihebereich ist die der Berechnung zu Grunde liegende Strategie breit gefasst. Die Beurteilung der Bonität einer Anleihe bzw. des Emittenten basiert lediglich zum Teil auf externen Ratings. Einfluss nimmt hier u.a. auch unsere eigene Einschätzung des jeweiligen Schuldners. Das Mindest-Rating sollte BBB- betragen. Für Renten werden seit Anfang 2008 die Daten des Fonds Rothschild & Co WM – Renten (ehemals: RVF Bond Fonds) herangezogen, der mit der gleichen Investmentstrategie wie unser Renten-Composite verwaltet wird. Im Aktienbereich weist die für die Berechnung herangezogene Strategie eine globale Grundausrichtung mit Fokus Europa und Nordamerika auf. Für den Aktien-Composite werden seit Anfang 2008 die Daten des Fonds Rothschild & Co WM – Aktien (ehemals: RVF Equity Fonds) herangezogen, der im Rahmen der Abgeltungsteuer zur Nutzung des „Grandfathering“ von der Rothschild & Co Vermögensverwaltung GmbH initiiert wurde. Dieser Fonds bildet unsere Aktienstrategie identisch ab. Die Anlagepolitik des Fonds ist darüber hinaus frei von Kundenrestriktionen. Wichtiger Hinweis: Aufgrund positiver Performance in der Vergangenheit kann nicht auf zukünftige Erträge geschlossen werden. Soweit in diesem Dokument zukunftsgerichtete Erklärungen enthalten sind, stellt diese Beurteilung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Materials dar. Zukunftsgerichtete Erklärungen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben könnten. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, welche sich als falsch herausstellen können.