

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 21, 6. Januar 2014

Themenausgabe mit dem Schwerpunkt „Prognosen“, die folgenden Fragen nachgeht:

- **Steigt die Crash-Gefahr am Aktienmarkt?**
- **Was ist von ökonomischen Prognosen zu halten?**
- **Lassen sich über die Entwicklung des Goldpreises Aussagen treffen?**

Nach dem starken Kursanstieg der Aktienmärkte in den vergangenen Jahren ist bei vielen Anlegern die Angst vor einem erneuten Rückschlag groß. In „**Klartext: Kommt der Crash 2014 (oder 2018)?**“ werden die Argumente für einen Aktiencrash in 2014 untersucht. Der Börsenzyklus kommt in die Übergangsphase vom liquiditätsgetriebenen zum gewinngetriebenen Aufschwung, normalerweise eine schwierige Periode. Turbulenzen sind möglich, ein größerer Einbruch eher unwahrscheinlich. Allerdings ist unverkennbar, dass es wieder beunruhigende Anzeichen für eine Zunahme von destabilisierenden Faktoren gibt. Diese werden sich aber, wenn überhaupt, erst in einigen Jahren auswirken. Wenn wir in dem 10-Jahresryhmus für Finanzkrisen der letzten Dekaden bleiben, geschieht dies möglicherweise genau 2018.

Die Analyse „**Ökonomische Prognosen: Voodoo oder Wissenschaft?**“ befasst sich mit Vorhersagen über wirtschaftliche Entwicklungen und thematisiert, warum diese so selten zutreffen. Prognosen sind in der Kapitalanlage unverzichtbar, da jedes Investment eine Wette auf die Zukunft darstellt. Nicht selten kommt bei Wirtschafts-Prognosen aber ein völlig anderes Ergebnis als das vorausgesagte heraus.

Dass es die Ökonomie im Gegensatz zur Meteorologie oder Meinungsforschung bisher noch nicht geschafft hat, einigermaßen zuverlässige Prognosen zu erstellen, dürfte vor allem an zwei Gründen liegen: 1) Es gibt gravierende methodische Probleme. Diese hängen einerseits damit zusammen, dass auf mangelhafte und/oder manipulierte Daten bzw. Annahmen zurückgegriffen wird. Weiterhin beziehen sich Prognosen bevorzugt auf Zeiträume, die besonders von Störfaktoren betroffen sind. 2) Wirtschaftliche Vorhersagen werden vielfach durch ihren sozialen Kontext bestimmt und in diesem instrumentalisiert: Prognostiker werden als Experten inszeniert und ihre Vorhersagen daher viel zu stark vereinfacht. Darüber hinaus können Prognosen durch soziale Mechanismen Rückkopplungen mit der Wirtschaft produzieren.

In „**Das Gold-Spiel**“ wird untersucht, ob und inwieweit es überhaupt möglich ist, Erwartungen über die Entwicklung des Goldpreises zu bilden. Die einzelnen Einflussfaktoren auf die Kursentwicklung werden dargestellt und gezeigt, dass diese sich sehr rasch ändern können. Insofern muss jede mittel- bis langfristige Prognose über den Goldpreis stark angezweifelt werden. Aufgrund der Vielzahl von Unbestimmbarkeiten erscheint jede Vorhersage als ein reines Glücksspiel.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Klartext: Kommt der Crash 2014 (oder 2018)?

Liebe Langfristanleger,

kommt dieses Jahr endlich der große Crash? Es ist Tradition geworden, dass wir zur Jahreswende Warnungen vor erneuten Kapitalmarktkatastrophen hören müssen. Aktuell werden die Pessimisten aber ruhiger. Immer mehr wechseln in das Lager der Optimisten über. Die beste aller Börsenwelten scheint bevorzustehen: Die Notenbanken sorgen für niedrige Zinsen, eine

Konjunkturerholung für sprudelnde Gewinne. „Wir erwarten positive Überraschungen“ hat die unabhängige und sehr renommierte Londoner Analysefirma Absoute Strategy Research vor Kurzem in ihrem Jahresausblick geschrieben. Eigentlich kann es doch nur noch aufwärtsgehen, oder?



### *Inhalt:*

*Seite 6: Ökonomische Prognosen: Voodoo oder Wissenschaft?*

*Seite 15: Das Gold-Spiel*

*Seite 18: Impressum, Anhang*

*Seite 21: Disclaimer*

Gemäß dem Grundsatz, dass der Crash immer genau dann kommt, wenn kaum noch einer damit rechnet, müssten wir uns damit auf dem direkten Weg in die Gefahrenzone befinden. Oder wird es noch ein paar Jahre dauern, z. B. bis 2018?

Dann würden wir im Rhythmus bleiben, dass die Finanzmärkte ca. alle 10-Jahre von einer schweren Krise erschüttert werden (Oktobercrash 1987; Asienkrise und LTCM-Pleite 1998; Finanzkrise 2008).

In der Tat sind die Signale, die uns die Kapitalmärkte momentan senden, widersprüchlich wie selten:

- Sind Aktien teuer oder billig? Anhänger beider Auffassungen finden derzeit Argumente für ihre Positionen.
- Eine Gruppe von Journalisten, Strategen und Ökonomen hat sich darauf spezialisiert, nach Anzeichen für Spekulationsblasen suchen. Obwohl sie aufgrund des allgemeinen Optimismus kaum noch beachtet werden, wurden sie zu dieser Jahreswende fündig wie sonst nur selten.
- Die großen Schwellenländer, Wachstumslokomotiven des letzten Jahrzehnts, schwächeln wirtschaftlich. Gleichzeitig scheinen Japan, Europa und Nordamerika langsam aus ihren jeweiligen Krisen herauszukommen. Welcher Effekt überwiegt?
- 2014 geht wahrscheinlich zumindest in den USA die Phase extremer Niedrigzinsen zu Ende. Führt dies an den globalen Kapitalmärkten zu Turbulenzen, selbst wenn eine wirklich restriktive Geldpolitik noch auf sich warten lässt?
- Kapitalmarktinstrumente wie CDOs, die eng mit vergangenen Krisen verknüpft waren, erfahren derzeit eine Renaissance.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Trotz miserabler Performance erleben Hedgefonds einen Boom bei den Mittelzuflüssen.

Gemessen an Vergleichsgrößen wie dem Durchschnitts-KGV erscheinen die Aktienmärkte das erste Mal seit 2007 nicht mehr billig. Insbesondere in den USA sind sie mit einem Wert von 18 relativ hoch bewertet. Wenn man historische Durchschnitte zugrunde legt wie beim vom Nobelpreisträger Robert Shiller entwickelten Maß CAPE (Cyclically Adjusted PE)-Ratio, wirken US-Aktien mit einer Kennzahl von 26 (Mittelwert seit 1945: 18,3) sogar noch teurer.

Allerdings sind diese Bewertungen aber noch weit von den Größenordnungen entfernt, die für die Spekulationsblase 2000 zu verzeichnen waren. Zudem sind viele der großen Bluechip-Aktien immer noch relativ billig. Dies gilt sowohl in den USA wie auch in Europa. So ist das Kursgewinnverhältnis für 2014 bei Wells Fargo ca. 11; bei Exxon 13; bei IBM 10 sowie bei Apple 13. Die Aktie der Allianz hat beispielsweise ein KGV von ca. 10, die von BASF 13, die von BNP Paribas 11 und die von Total 9.

Nichtsdestotrotz gibt es in Teilbereichen des Aktienmarktes, wie z. B. bei den auf sozialen Netzwerken basierenden Internetaktien, wieder Bewertungen, die nach normalen Maßstäben nur noch schwierig zu rechtfertigen sind. Die hohen Durchschnittswerte bei den Markt-KGVs deuten damit eher auf eine extreme Differenzierung innerhalb des Aktienmarktes als auf eine generelle Überbewertung hin. 2014 droht von der Bewertungsseite keine generelle Crashgefahr. Dies kann sich aber bei einer starken Fortsetzung der Aufwärtsbewegung bis 2018 ändern.

Die Anteilsscheine von Twitter, Facebook und Co. dienen Skeptikern derzeit gerne als Beispiele für eine angebliche Spekulationsblase. Ihre Kurse sind im vergangenen Jahr ähnlich steil in die Höhe geschossen wie diejenigen von Luxus-Oldtimern, Bitcoins oder Wohnungen in den ersten Lagen von London, Stuttgart oder Hamburg. Dies deutet in der Tat auf eine spekulative Überhitzung hin. Allerdings sind jeweils nur relativ kleine Teilsegmente des Anlagemarktes betroffen, in denen sich der Herdentrieb einiger Spekulanten dramatisch auswirken konnte.

Im Verlauf der nächsten Jahre ist nicht auszuschließen, dass diese Preisexzesse ein breiteres Phänomen werden, speziell, wenn die lockere Geldpolitik zu lange anhält. Die historische Erfahrung zeigt, dass der Aufbau richtiger Spekulationsblasen mehrere Jahre dauert. Hierzu müsste das Spekulationsfieber wie 2000 nicht nur die unheilbaren Zocker, sondern auch die breite Masse der Anleger erfassen. Noch sind gerade in Europa viele Investoren eher zu vorsichtig. Dennoch sollte man die Kurskapriolen nicht auf die leichte Schulter nehmen. Sie können darauf hindeuten, dass wir uns der Anfangsphase des Aufbaus einer neuen Blase befinden. Insofern gibt es aus dieser Perspektive Entwarnung für 2014, jedoch nicht für 2018.

In einigen Krisenländern der Eurozone deutete sich in der zweiten Hälfte des abgelaufenen Jahres eine Trendwende an. Japan hat einen Politikschwenk zur aggressiven Wachstumsförderung vollzogen. Am wichtigsten für die Weltwirtschaft ist aber, dass sich die USA 2013 aus der Rezession herausgekämpft haben. Die großen Schwellenländer wie Brasilien, Russland, Indien und China hingegen haben zunehmend mit ökonomischen Schwierigkeiten zu kämpfen. Neben hausgemachten Problemen

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

wie Korruption, ungenügender Infrastruktur (hier ist China die rühmliche Ausnahme) und ungelösten politischen Konflikten könnte im kommenden Jahr ein weiterer Belastungsfaktor hinzukommen: sinkende Rohstoffpreise, wobei insbesondere niedrigere Erdölpreise für Probleme sorgen könnten.

Eine maßgebliche Rolle beim wirtschaftlichen Wiederaufstieg der USA hat gespielt, dass durch Fracking neue günstige Energiequellen erschlossen wurden. Im Nuklear-Konflikt mit dem Iran deutet sich eine Entspannung an, sodass dieses Land nach der Aufhebung von Sanktionen das Weltmarktangebot an Erdöl wieder massiv erhöhen dürfte. Obwohl dies grundsätzlich für die globale Konjunktur eine positive Entwicklung ist, können niedrigere Preise für Energierohstoffe Exportländer im Nahen Osten, Südamerika oder auch Russland destabilisieren. Dies dürfte Zündstoff für neue globale Konflikte liefern. Hier besteht die Gefahr eines politisch motivierten Kurseinbruchs, die meiner Meinung nach von den Kapitalmärkten noch unterschätzt wird. Dass sich hieraus ein regelrechter Crash mit anhaltenden Werteinbußen entwickeln kann, halte ich aber für unwahrscheinlich.

Im Börsenzyklus unterscheidet man typischerweise zwei Phasen, die in Abhängigkeit von der Konjunktur verlaufen. Die erste – liquiditätsgetriebene – Phase erfolgt, wenn es der Wirtschaft noch schlecht geht, und ist vor allem durch Notenbankliquidität getrieben. Die zweite – ertragsgetriebene – Phase kommt, wenn die Unternehmensgewinne von der Konjunktur getrieben tatsächlich steigen. Übergangsphasen sind traditionell schwierig und sehr volatil. Aktuell haben viele Aktien die Wirtschaftserholung schon vorweggenommen, erscheinen optisch teuer und müssen erst ihre Bewertung durch spätere Ertragszuwächse erst rechtfertigen. Andere sind nach wie vor günstig, weil ihnen keiner so recht traut.

Gerade der US-Aktienmarkt folgt derzeit exakt diesem lehrbuchmäßigen Verlauf. Irgendwann im nächsten Jahr geht in den USA die expansive Geldpolitik zu Ende. Im Niemandsland zwischen Quantitative Easing und tatsächlichen Unternehmensgewinnen kann es zu stärkeren Kursschwankungen kommen, ohne dass allerdings der generelle Aufwärtstrend gefährdet wird. Angesichts der Tatsache, dass gerade in Europa viele Institutionen noch massiv in Aktien untergewichtet sind und jede Schwäche zu Käufen nutzen, dürften Korrekturen schnell wieder aufgeholt sein. Für 2018 hingegen verheißt der längerfristige Börsenzyklus nichts Gutes: In diesem Jahr dürfte die Gewinnerholung soweit fortgeschritten sein, dass ihr Momentum wieder deutlich nachlässt. Ob es dann wirklich zum Crash kommt, hängt vom Optimismus zu diesem Zeitpunkt, der Bewertung und den Zinsen ab. Die Erfahrung zeigt aber, dass gerade in der Endphase eines solchen Zyklus Anleger sehr leichtsinnig werden und damit die Crashgefahr ansteigt.

Die Finanzinstrumente, die sehr eng mit der im vergangenen Jahrzehnt geplatzten Blase am US-Immobilienmarkt verknüpft war, sind die sogenannten CDOs (Collateralized Debt Obligations). Sie finden in den USA seit 2011 wieder zunehmend Abnehmer. Besonders gefährlich ist, dass 2013 erstmals seit 6 Jahren wieder sog. synthetische CDOs verkauft wurden, die auf Credit Default Swaps und anderen Derivaten basieren. Diese strukturierten Produkte waren letztlich dafür verantwortlich, dass vor 2007 die Risiken im US-Finanzsystem so groß und unübersichtlich wurden. Ihre Rückkehr sendet

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ein massives Warnsignal. Dies gilt zwar noch nicht für 2014 – dafür sind ihre Volumen noch zu gering. Aber für 2018 steht zu befürchten, dass dann wieder mit synthetische CDOs versteckte Risiken in ungeahntem Umfang auftauchen könnten.

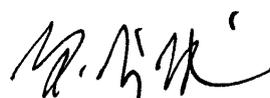
Trotz enttäuschender Performance, hohen Gebühren und intransparenten Strukturen gibt es derzeit einen regelrechten Run von institutionellen Investoren auf Hedgefonds. Insbesondere Dachfonds sind sehr gefragt. Offensichtlich suchen viele Anleger eine Alternative zu Rentenanlagen, die zu niedrig verzinst werden, und zu Aktien, deren Kursschwankungen misstraut wird. Gerade große Fonds haben hohe Zuflüsse, obwohl sie immer mehr Probleme bekommen, die angestrebte Wertentwicklung zu erzielen. Es ist durchaus wahrscheinlich, dass einige dieser Fonds immer höhere Risiken eingehen, um Erträge zu erzielen. Angesichts ihrer Intransparenz ist es somit möglich, dass größere versteckte Risikopositionen außerhalb des regulierten Finanzbereichs aufgebaut werden können.

1998 hat der Zusammenbruch des Hedgefonds LTCM das Weltfinanzsystem an den Rand des Zusammenbruchs gebracht. Während der letzten Krise haben sich zwar einige Fonds als Betrug herausgestellt, wie z. B. bei Bernhard Madoff, Systemrisiken gingen im Gegensatz zu den Banken jedoch nicht von ihnen aus. Dies könnte bei der nächsten Krise wieder umgekehrt sein. Speziell mit Blick auf 2018 dürfte das ungebremsste Wachstum der Hedgefonds wieder Möglichkeiten eröffnen, unbemerkt von der Öffentlichkeit Finanzrisiken in erheblichen Umfang zu generieren.

Zusammenfassend kann man sagen, dass es in der Tat einige sehr beunruhigende Entwicklungen an den Kapitalmärkten gibt. Ihre Konsequenzen werden uns allerdings eher 2018 als 2014 betreffen. Ob es dann in vier Jahren wirklich zum Crash kommt, ist noch nicht ausgemacht. Rechtzeitig erkannten Fehlentwicklungen kann man gegensteuern. Ob dies auch geschieht, ist fraglich. Zu viele Anleger, Regulatoren, Politiker und Journalisten haben sich mental entweder schon ganz von Krisengefahren verabschiedet oder fokussieren ihre Aufmerksamkeit völlig auf die letzten Krisenverursacher: die Banken. Alle historischen Börsenkrisen haben die Gemeinsamkeit, dass sie aus versteckter und hochriskanter Verschuldung resultieren. Die Verstecke waren aber jeweils höchst unterschiedlich. Dass die nächste Krise, wo und wann immer sie auch entstehen mag, von dem inzwischen völlig überregulierten Bankensektor verursacht wird, halte ich deswegen für eher unwahrscheinlich.

Wie 2014 wird, weiß ich natürlich genauso so wenig wie alle anderen. Ich habe jedoch den Verdacht, dass das nächste Jahr schwieriger wird, als derzeit die meisten Strategen, Analysten und Anleger vermuten. Es warten – wie immer – einige Stolpersteine noch unbekannter Größe. Man sollte sich von kurzfristigen Turbulenzen nicht irritieren lassen. Der langfristige Trend bei Aktienkursen geht nach oben und bei den Rentennotierungen nach unten, hieran wird sich auch 2014 nichts ändern. Vielleicht aber 2018.

Viel Freude beim Lesen und guten Erfolg  
bei der Kapitalanlage wünscht herzlichst Ihr



## Ökonomische Prognosen – Voodoo oder Wissenschaft?

Von Karl-Heinz Thielmann

Der Ausdruck „Prognose“ basiert auf dem griechischen πρόγνωσις (prognosis ‚Vorwissen‘ oder ‚Voraus-Kennntnis‘) und bedeutet auf Deutsch Vorhersage oder Voraussage. Sie ist eine Aussage über Ereignisse, Zustände oder Entwicklungen in der Zukunft. Von anderen Aussagen über die Zukunft wie z. B. einer Prophezeiung unterscheidet sich die Prognose durch ihre Wissenschaftsorientierung.

Wirtschaftsprognosen werden entweder von Ökonomen vorgenommen und beziehen sich auf Makrogrößen wie das Bruttoinlandsprodukt, die Inflation oder das Bevölkerungswachstum. Oder Finanzanalysten geben Vorhersagen über Unternehmensentwicklungen ab, die in Umsatz- und Gewinnschätzungen zum Ausdruck kommen. Prognosen können sich aber auch auf die Entwicklung von Marktpreisen beziehen wie z. B. Kursziele von Aktien, Indizes, Währungen oder Zinsen. Diese sind grundsätzlich sehr problematisch, weil sie nicht nur die Vorwegnahme wirtschaftlicher Ereignisse erfordern, sondern auch die Vorhersage der Reaktion von Marktteilnehmern hierauf bedingen.

*„Prognosen sind schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen“* lautet ein beliebtes Zitat, das vom dänischen Physiker Niels Bohr stammen soll (es wird allerdings auch Mark Twain, Winston Churchill oder Kurt Tucholsky zugeschrieben). Es drückt aus, dass es eigentlich unmöglich ist, die Zukunft vorherzusagen, eben weil sie unbestimmt ist und wir das Neue noch nicht kennen können. Daher besteht vielfach eine grundlegende Skepsis gegenüber Prognosen. Diese wird gerade bei ökonomischen Vorhersagen dadurch bestärkt, dass sich viele im Nachhinein als völlig falsch herausstellen.

Dennoch sind Prognosen als Grundlage jeder Kapitalanlage unverzichtbar. Nur wenn zukünftige Ertragsmöglichkeiten und Risiken realistisch eingeschätzt werden können, ist es möglich, die Attraktivität eines Investments zu bewerten. Jede Kapitalanlage ist eine Wette auf die Zukunft und impliziert damit ebenfalls eine Vorhersage, selbst wenn sie nicht explizit ausgedrückt wird. Deswegen ist eine der jüngsten Moden am Kapitalmarkt, sogenannte „prognosefreie“ Ansätze für Anlageentscheidungen zu verwenden, blanker Etikettenschwindel. Das Ignorieren der Notwendigkeit von Vorhersagen hilft nicht, die hiermit vorhandenen Probleme zu lösen, ganz im Gegenteil.

Scheinbar unmöglich, aber unverzichtbar. So kann man die grundlegende Problematik bei Prognosen zusammenfassen. Doch ist dieses Bild zutreffend? Wenn viele Fehler gemacht werden, heißt dies zunächst einmal nicht, dass Vorhersagen grundsätzlich unmöglich sind, sondern nur, dass sie möglicherweise dilettantisch durchgeführt oder falsch eingesetzt werden.

Insbesondere schwierig ist es in der Praxis, echte Prognosen von Prophezeiungen zu unterscheiden, die nur wissenschaftlich „verpackt“ sind. Aus der Art und Weise, wie Prognosen präsentiert werden, kann man zunächst noch nicht schließen, wie sie zustande kamen: Sind sie wirklich wissenschaftlich vorgenommen worden? Oder handelt es sich nur eine vorgebliche Wissenschaftlichkeit, die wie Voodoo-Zauber eine reine Inszenierung ist, um zu überdecken, dass sie keine Substanz haben?

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nicht nur in der Ökonomie werden regelmäßig Prognosen abgegeben. Allerdings sind Vorhersagen in anderen Bereichen inzwischen viel treffsicherer. Insbesondere in der Meinungsforschung oder Meteorologie sind erheblich genauere Vorhersagen üblich. Meiner Ansicht nach haben die Ökonomen und Analysten im Vergleich mit anderen Gruppen von Prognostikern vor allem aufgrund von zwei Gründen besondere Probleme, zutreffende Vorhersagen zu machen:

- 1) Es gibt spezifische methodische Schwierigkeiten, die folgende Ursachen haben:
  - a) die Qualität der eingehenden Annahmen und Daten;
  - b) inwieweit ein möglicher Schätzfehler in die Prognose einbezogen wird;
  - c) der Zeithorizont, auf den sich die Prognose bezieht.
- 2) Die Entstehung ökonomischer Prognosen in ihrem sozialen Kontext führt zu systematischen Verzerrungen und zu ihrer Instrumentalisierung. Erklärungen hierfür sind:
  - a) dass der Prognostiker voreingenommen ist;
  - b) Prognosen werden für bestimmte Zielgruppen und zu spezifischen Zwecken gemacht;
  - c) das Ergebnis wird durch die Prognose selbst beeinflusst.

Im Folgenden werden die einzelnen Punkte genauer erläutert.

## 1. Die merkwürdigen Methoden der ökonomischen Prognosen

### a) „Garbage in, Garbage out“

Wenn Prognosen auf der Basis von Datenanalysen ermittelt werden, ist die Qualität der eingehenden Daten ein entscheidendes Problem. Selbst das ausgefeilteste Prognosemodell nützt nichts, wenn die Qualität der eingehenden Informationen ungenügend ist. Mit „Garbage in, Garbage out“ (Müll rein, Müll raus) umschreiben Statistiker gerne dieses Phänomen.

Die Datenqualität ist bei Wirtschaftsprognosen insbesondere im Fall von Makroprognosen – also Voraussagen über Sozialprodukt, Arbeitslosigkeit, Außenhandelsstatistik und Inflation – ein großes Problem. Bei manchen Größen liegen zuverlässige Daten erst Monate nach ihrer Erhebung vor. Erste Schätzungen mussten insbesondere in Situationen, in denen sich der ökonomische Trend gedreht hatte, nachträglich oftmals dramatisch revidiert werden. Anfang 2008 befand sich z. B. die US-Wirtschaft bereits in einem deutlichen Abschwung, wie revidierte Daten später zeigten. Dem waren sich die meisten Ökonomen zu diesem Zeitpunkt aber nicht bewusst und stützten ihre Vorhersagen auf falsche Ausgangsinformationen. Sie kamen somit zu viel zu optimistischen Prognosen.

Die Korrektheit der Ausgangsdaten ist nicht nur für Makroökonomien, sondern auch für Unternehmensanalysten eine nicht zu unterschätzende Schwierigkeit. Allerdings ist Problem für Analysten weniger die Aktualität als die Objektivität der Daten. Denn sie sind bei ihren Ertragsschätzungen sehr auf Angaben des Managements des analysierten Unternehmens angewiesen. Diese sind jedoch immer aufgrund der Interessenlage der Firma manipuliert. Probleme ergeben sich insbesondere dann,

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

wenn bei Analysten unrealistische Wachstumserwartungen geweckt werden, die zu überoptimistischen Prognosen führen.

Doch nicht nur die Qualität der Daten, ebenfalls ihre Menge kann ein Problem werden. Zu wenige Daten ermöglichen keine signifikante Aussage. Sind zu viele Daten vorhanden, gibt es ein anderes Problem: das sog. Rauschen. Hierbei handelt es sich um Daten, die keinerlei Relevanz haben und für eine aussagekräftige Analyse aussortiert werden müssen. Dies ist keineswegs einfach.

Ein besonderes Problem hierbei ist die sogenannte Scheinkorrelation: Statistisch lässt sich ein Zusammenhang zwischen verschiedenen Größen feststellen, der rein zufällig ist und keinen sachlogischen Zusammenhang hat. Ein berühmtes Beispiel hierfür ist der sog. „Super-Bowl-Indikator“: Er besagt, dass wenn ein Team aus der National Football Conference (NFC) das Finale „Super-Bowl“ gewinnt, die US-Aktien in diesem Jahr steigen. Wenn hingegen ein Team der American Football Conference (AFC) siegt, sollen die Kurse fallen. Zwischen 1967 und 1997 hat dieser Indikator tatsächlich mit über 90% Trefferquote die zukünftigen Börsenentwicklungen vorausgesagt. Seitdem ist aber kein eindeutiger Zusammenhang mehr feststellbar. Selten jedoch ist die fehlende logische Verknüpfung so einfach zu erkennen wie bei Börsenkursen und Football-Ergebnissen. Insbesondere im Zeitalter von „Big Data“ machen sich Statistiker viel zu wenig Gedanken darüber, ob die von ihnen analysierten Zeitreihen auch sachlogisch zusammenpassen. Prognosefehler sind so vorprogrammiert.

## **b) Die Sache mit dem Schätzfehler**

Bei statistisch ermittelten Prognosen außerhalb der Ökonomie ist es üblich, mit einer Vorhersage ebenfalls Angaben über den möglichen Schätzfehler zu machen, z. B. in Form der Angabe einer Wahrscheinlichkeit, mit der diese Vorhersage eintritt. Bei Wirtschaftsprognosen wird i. d. R. darauf verzichtet. Dabei wäre dies eine hilfreiche Zusatzinformation, die dem Empfänger der Prognose ihre Einordnung erleichtern würde.

Ein Grund hierfür könnte sein, dass man aufgrund der statistischen Probleme wie Qualität, Aktualität und Anzahl der eingehenden Daten keine sinnvolle Angabe zum Schätzfehler machen kann. Dies wiederum lässt den Rückschluss zu, dass die Prognose selbst nur unter fragwürdigen Umständen zustande gekommen ist.

Ein weiterer Grund könnte sein, dass man aufgrund der Größe des Schätzfehlers diesen lieber verheimlicht, um die eigene Glaubwürdigkeit nicht zu gefährden. Dieses Argument dürfte insbesondere bei den „Show-Prognosen“ relevant sein, die auf Seite 11 noch genauer erläutert werden. Bei der Inszenierung des Prognostikers als Experten gilt es als hinderlich, wenn Aussagen zu möglichen Fehlern gemacht werden.

## **c) Kurz-, mittel- oder langfristig?**

Die meisten Wirtschaftsprognosen beziehen sich auf einen Zeitraum der nächsten 1-2 Jahre, sind also mittelfristig ausgerichtet. Dummerweise ist genau dies der am schwierigsten zu prognostizier-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

rende Zeitraum. Denn die Wirtschaft folgt komplexen und evolutionären Prozessen. Hierbei bewegt sie sich in Trends. Kurzfristige Trends sind oft noch relativ einfach prognostizierbar, weil sie zumeist bestehende Entwicklungen fortschreiben oder saisonalen Zyklen folgen. Das Problem bei kurzfristigen Prognosen ist oft mehr die Qualität und Aktualität der Daten, die für die Vorhersage verwendet werden, als die Bestimmung des Trends.

Mittelfristige Trends sind praktisch nicht bestimmbar. Dies hängt damit zusammen, dass es in komplexen Systemen wie der Wirtschaft nach einer gewissen Zeit immer wieder zu überraschenden Entwicklungen kommt, sei es aufgrund von Innovationen, konjunkturellen Faktoren, politischen Ereignissen etc. Dieses Phänomen wird als „Emergenz“ bezeichnet und beschreibt die spontane Herausbildung von neuen Eigenschaften oder Strukturen eines Systems infolge des Zusammenspiels seiner Elemente.

Langfristige ökonomische Entwicklungen hingegen sind wiederum einfacher zu beschreiben, weil sie durch sog. Megatrends bestimmt sind. Sie gehorchen strukturellen Einflussfaktoren wie Demografie, Bildung oder Produktivitätswachstum. Mittelfristige Schwankungen gleichen sich wieder aus und haben daher auf eine Langfristprognose nur sehr geringen Einfluss.

Während Meteorologen es sich inzwischen angewöhnt haben, nur noch Prognosen für einen sehr kurzen Zeitraum zu veröffentlichen, den sie mit ihren Modellen relativ gut vorhersagen können, haben sich Ökonomen und Finanzanalysten sehr stark auf die mittelfristige Vorhersage fixiert, obwohl gerade diese besonders schwierig ist. Zum einen hängt dies natürlich mit der Nachfrage der Öffentlichkeit zusammen, die vor allem mittelfristige Prognosen wünscht. Zum anderen herrscht aber meiner Ansicht nach insbesondere bei vielen Makroökonomern nach wie vor ein großes Unverständnis hinsichtlich der Komplexität wirtschaftlicher Zusammenhänge. Sie überschätzen daher systematisch die Leistungsfähigkeit ihrer Modelle. Wenn es gerade an wirtschaftlichen Wendepunkten zu gravierenden Fehlprognosen kommt, sollte dies an sich keinen verwundern.

Auch für Aktienanalysten kann die Fixierung auf Gewinnschätzungen für die nächsten Geschäftsjahre zum Problem werden. Während sie bei ertragsstetigen Werten wie z. B. aus der Nahrungsmittelindustrie noch einigermaßen möglich sind, können sie bei zyklischen Unternehmen völlig unkalkulierbar sein. Nichtsdestotrotz muss eine Punktprognose für den Gewinn der nächsten Jahre abgegeben werden, weil das Publikum eine solche erwartet. Die Leistung als Analyst wird dann auf der Basis dieser unmöglichen Prognose sogar bewertet.

## 2. Prognosen als soziales Phänomen

### a) „Baue ein Bild, so wie es dir passt ...“

Nicht nur mangelhafte Qualität der Daten kann die Ergebnisse von Prognosen beeinflussen, sondern insbesondere auch die bewusste Auswahl oder Manipulation von Daten, die in eine Prognoseerstellung eingehen. Es ist nicht selten, dass Wirtschaftswissenschaftler oder Analysten in ihren Prognosen trotz sehr ähnlicher Methoden zu unterschiedlichen Resultaten kommen, weil sie ihre Daten so aus-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

wählen, dass sie zu den Ergebnissen führen, die von ihren Auftraggebern bzw. aufgrund ihrer eigenen ideologischen Voreingenommenheiten erwünscht sind.

Der amerikanische Statistiker Nate Silver ist in den vergangenen Jahren durch erfolgreiche Wahlprognosen bekannt geworden. In seinem Buch „Die Berechnung der Zukunft“ hat er eine hervorragende Darstellung der methodischen Probleme von Prognosen im Allgemeinen geliefert. Auf der Basis der Forschung des Politologen Philip Tetlock hat er zwei grundsätzliche Typen von Prognostikern unterschieden, „Fuchs“ und „Igel“, deren Charakterisierung auf ein Zitat des griechischen Dichters Archilochos zurückgeht: *„Der Fuchs weiß viele Dinge, aber der Igel weiß eine große Sache“*.

„Füchse“ denken fachlich übergreifender, verlassen sich mehr auf empirische Beobachtungen, drücken ihre Prognosen meist relativ vorsichtig aus und sind bereit, diese auch schneller zu revidieren. „Igel“ hingegen haben ein Weltbild und betrachten alltägliche Probleme aus der Sichtweise heraus, die in ihre Ideologie passt. Sie formulieren ihre Prognosen selbstbewusster, sind seltener bereit, sie zu revidieren und führen Fehlprognosen i. d. R. auf Pech oder widrige Umstände zurück, aber nur selten auf eigene Fehler. Die Vorhersagen von „Igel“ sind normalerweise viel schlechter als diejenigen von „Füchsen“, werden jedoch überzeugender dargestellt.

Für den unbefangenen Beobachter ist es auf den ersten Blick fast unmöglich zu erkennen, ob ein Prognostiker sich seine Daten so zusammensucht, damit sie zu den erwünschten Ergebnissen passen, oder ob dieser ergebnisoffen forscht. Fatalerweise finden gerade diejenigen Prognosen, die von vornherein parteiisch vorgenommen werden, besondere Aufmerksamkeit in der Öffentlichkeit. Dies liegt einerseits daran, dass sie von denjenigen Investmentbanken, Lobby-Verbänden etc., denen sie am meisten nützen, in der Öffentlichkeitsarbeit meist offensiv verwendet werden. Es liegt aber ebenfalls daran, dass „Igel-Prognosen“ meist eindeutiger formuliert und selbstbewusster vorgetragen werden und sich daher besser für die Darstellung in Massenmedien eignen.

Gerade manipulierte Prognosen werden gerne als hochwissenschaftlich verpackt, in dem besonders auf eine ausgefeilte Methodik geachtet wird. Durch die Kombination von schwachen Daten bzw. Annahmen sowie profunden wissenschaftlichen Methoden lassen sich die Öffentlichkeit und selbst viele Fachleute täuschen. Dies ergibt eine extrem gefährliche Mischung, wie Benjamin Graham schon 1958 beschrieben hat: *Die Kombination von präzisen Formeln mit sehr ungenauen Annahmen kann dazu dienen, jede Bewertung abzuleiten oder zu rechtfertigen, wie hoch sie auch sein mag. (...the combination of precise formulas with highly imprecise assumptions can be used to establish, or rather to justify, practically any value one wished, however high . . .)*

Als beispielhaft für diese Gefährlichkeit gelten inzwischen Risikomodelle der US-Ratingagenturen, die in der Zeit vor der Finanzkrise 2007 US-Hypothekenanleihen systematisch als viel zu sicher bewerteten. Obwohl die aktuellsten und besten Daten über den US-Immobilienmarkt in ihre Berechnungen eingingen, führte die „Gestaltung“ der Annahmen zu einer völligen Fehleinschätzung durch die Mo-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

delle. (Eine detaillierte Darstellung dieses Sachverhalts findet sich z. B. in Nate Silvers schon bereits zitiertem Buch: „Die Berechnung der Zukunft“)

Da manipulierte Prognosen praktisch immer scheitern, aber gleichzeitig erhöhte Aufmerksamkeit erfahren, haben sie entscheidend zum schlechten Ruf der Vorhersagen von Unternehmens- und Wirtschaftsentwicklungen beigetragen.

## b) Prognosekulturen

Empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass sich Wirtschaftsprognosen sehr danach unterscheiden, für welchen Abnehmerkreis sie gedacht sind. Da sie sowohl in der Produktion wie auch der Präsentation völlig unterschiedlich sind, kann man von verschiedenen „Prognosekulturen“ sprechen. Die Form der Vorhersage – eine zeitbezogene Punktprognose oder eine „ungenau“ Trendprognose – hängt von der Art der Kultur ab, in der sie produziert werden.

So gibt es Kulturen, in denen Vorhersagen ausschließlich mit dem Präsentationszweck gemacht werden. Die Abnehmer nutzen diese Prognosen für die eigenen Entscheidungen. So liefern zum Beispiel Volkswirte und Wertpapieranalysten Prognosen für Anleger, auf deren Basis diese entscheiden, in welche Wertpapiere sie investieren. Diese Art der Prognoseproduktion kann als „Show-Prognosekulturen“ bezeichnet werden. Sie dienen vor allem als Inszenierung des Expertentums. Die Fähigkeit zu möglichst präzisen Vorhersagen gilt in der Öffentlichkeit als Indikation für die Qualifikation als Experte. Diesem Bedürfnis wird durch Punktprognosen nachgekommen, selbst wenn diese eigentlich seriös gar nicht möglich sind. Um die Erwartungen des Publikums zu erfüllen, bemühen sich die Wirtschaftsanalysten, ihre Vorhersagen starr, formell, zahlenorientiert und künstlich genau erscheinen zu lassen. Weil es Konvention ist, eine wissenschaftlich gerechtfertigte und eindeutige Definition der Situation zu präsentieren, werden Unklarheiten und Unwissenheit heruntergespielt und größtenteils ausgeschlossen.

Eine besondere Rolle bei den Showprognosen spielen die sog. Crashprophezeiungen. Hierbei handelt es sich um betont negative Vorhersagen, die aber in der öffentlichen Wahrnehmung einen erhöhten Aufmerksamkeitswert haben. Verluste werden von Anlegern viel stärker wahrgenommen als gleichhohe Gewinne. Dieses aus der Behavioral Economics bekannte Phänomen resultiert aus der sogenannten Verlustaversion. Anleger haben Angst, Verluste zu machen, und, wenn sie welche machen, fürchten sie, sich diese einzugestehen. Prognostiker können also eine erhöhte Aufmerksamkeit erwarten, wenn sie ihr Publikum vor hohen Verlusten warnen. Wenn sie sogar einmal recht haben, winkt ihnen jahrelanger Ruhm.

Wie man auf dem Ruf eines Crash-Propheten ein ganzes Berufsleben aufbauen kann, zeigt das Beispiel von Elaine Garzarelli, die 1987 als einzige Anlagestrategin den Oktobercrash vorhersagte. Sie war zwar mit ihren Prognosen insgesamt wenig erfolgreich und leiste sich in den Jahren nach 1987 einige spektakuläre Fehleinschätzungen (z. B. 2003, als sie auf dem Tiefpunkt des Marktes weitere schlechte Zeiten vorhersagte). Ein auf der Basis ihrer Prognosen aufgebauter Investmentfonds zeigte

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

nur eine sehr mäßige Performance und wurde nach einigen Jahren wieder eingestellt. Dennoch wurde sie in der Folge ihres Prognoseerfolges 1987 in Leserumfragen 11 Jahre lang als Top-Quantanalystin vom Institutional Investor geführt und gehörte lange zu den bestbezahltesten Strategen an der Wall Street.

Eine besondere Kategorie der Crash-Propheten sind einige Anlagestrategen, die schon seit Jahrzehnten vor einem unmittelbar bevorstehenden Zusammenbruch der Wirtschaft und des Aktienmarktes warnen. Heutzutage sind insbesondere Marc Faber und Albert Edwards bekannt. Obwohl diese im Gegensatz zu Elaine Garzarelli fast immer völlig falsch lagen, erfahren sie nach wie vor eine sehr große Medienaufmerksamkeit. Dies mag damit zu tun haben, dass sie in der Tradition biblischer Weltuntergangsszenarien stehen und mit Urängsten der Menschen spielen. Ihre Vorhersagen sind lupenreine „Igel-Prognosen“: Alle Daten werden so interpretiert, dass sie zum vorgegebenen Katastrophenszenario passen, egal wie verquer die damit zusammenhängende Argumentation ist.

Weiterhin gibt es Kulturen, in denen Vorhersagen nur für den eigenen Gebrauch, als Basis für die eigenen Handlungen produziert werden. Es handelt sich dann zumeist um unpräzise Angaben für Tendenzen an Finanzmärkten, die zwar in ihrer Richtung, nicht aber im Ausmaß oder für bestimmte Zeitpunkte vorhergesagt werden. Sie dienen als interne Arbeitswerkzeuge bei der Kapitalanlage.

Beispielsweise bilden Portfoliomanager eigene Prognosen, die sie nicht kommunizieren müssen, sondern direkt in Entscheidungen umwandeln. Wirtschaftsereignisse werden als einzigartig und nicht genau wiederholbar eingeschätzt. Da solche Ereignisse nicht genau vorausgesagt werden können, wird nicht angestrebt, eine präzise Zahl oder einen genauen Zeitpunkt mit den künftigen Ereignissen zu verbinden. Die Voraussagen sind deshalb zumeist Trendprognosen, die sich auf die Vorhersage der Richtung einer wirtschaftlichen Entwicklung beziehen, jedoch nicht auf deren genaues Ausmaß oder bestimmte Zeitpunkte.

Der Status der Portfoliomanager hängt letztendlich nicht vom Erfolg oder Misserfolg der Prognosen ab, sondern vom Resultat der Investitionsentscheidungen. Das Ergebnis wird an der Performance der verantworteten Fonds gemessen. Prognosen sind nur eines von mehreren Instrumenten, ein positives Resultat zu erreichen. Deswegen erscheint in diesem Fall der Begriff einer „Ergebnis-Prognosekultur“ gerechtfertigt.

## **c) Prognosen und Rückkopplungen**

Bei einer Rückkopplung handelt es sich um einen Mechanismus in signal- oder informationsverarbeitenden Systemen, bei dem es zu Wechselwirkungen zwischen dem ursprünglichen Signal – in diesem Fall einer Prognose – sowie dem Gesamtsystem – hier die Wirtschaft – kommt.

Rückkopplungen kommen in vielfacher Form in technischen, biologischen, geologischen, wirtschaftlichen oder sozialen Systemen vor. Je nach Art und Richtung kommt es zur Selbstverstärkung eines Prozesses oder zu dessen Abschwächung bzw. Selbstbegrenzung. Im ersten Fall spricht man von Mit-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

kopplung bzw. positiver Rückkopplung, im zweiten Fall von Gegenkopplung oder negativer Rückkopplung.

Bei rückkoppelnden Prognosen gibt es grundsätzlich zwei Formen: die selbsterfüllende Prophezeiung als Mitkopplung sowie die selbstzerstörende Prophezeiung als Gegenkopplung. Beide Begriffe gehen zurück auf Soziologen Robert K. Merton, der soziale Mechanismen zur Erklärung der Auswirkungen bestimmter Einstellungen und Handlungsweisen analysierte. Er beschrieb 1948 als Erster den Denkfehler, Ereignisse als Beweis für die Aussagekraft der eigenen Vorhersage anzuführen, die man selbst ausgelöst hat.

Eine selbsterfüllende Prophezeiung (engl. self-fulfilling prophecy) beschreibt das Phänomen, dass ein erwartetes Verhalten einer anderen Person oder Wirtschaftseinheit durch eine Prognose hierüber unterstützt oder sogar erzwungen wird. Beispiele hierfür waren zuletzt während der jüngsten Eurokrise zu beobachten. So verschlechterten sich in Reaktion auf reduzierte Wirtschaftsprognosen die Finanzierungskonditionen für die Krisenländer an den internationalen Kapitalmärkten, was sich wiederum negativ auf das Wachstum auswirkte. Dies führte zur Verfehlung von Defizitzielen, noch schlechteren Prognosen, und weiter steigenden Zinsen, usw. usw. Der Teufelskreis wurde erst durch Intervention der EZB gebrochen.

Unternehmen versuchen im Rahmen ihrer Investor-Relations-Arbeit zu beeinflussen, wie Analysten ihre Gewinnschätzungen vornehmen und diese an neue Entwicklungen anpassen. Mit diesem „Erwartungsmanagement“ soll eine möglichst hohe Bewertung von Aktien und Anleihen erreicht werden, wodurch die Finanzierungskosten niedrig bleiben. Dies resultiert in einer erhöhten Rentabilität, die wiederum eine hohe Bewertung rechtfertigt.

Im Gegensatz zur selbsterfüllenden Prophezeiung steht die selbstzerstörende Prophezeiung (engl. self-defeating prophecy), bei der die Prognose das Ziel verfolgt, ihr Eintreten zu verhindern. Diese Form der Vorhersage ist insbesondere im Risikomanagement wichtig. Ein typisches Beispiel hierfür wäre z. B. die Vorhersage eines Unglücks (etwa eines Unfalls oder einer Produktionsstörung), welche dazu führt, dass Maßnahmen eingeleitet werden, die dieses Unglück unmöglich machen.

Leider ist es gerade in der Ökonomie sehr schwierig geworden, erstzunehmende Warnungen von den Weltuntergangsszenarien der Crashpropheten zu unterscheiden. Hier besteht eine besonders unglückliche Wechselbeziehung zwischen Medieninteresse und der Formulierung von Prognosen: Je krasser die Vorhersage, desto mehr kann sie als Sensationsstory vermarktet werden. Publizität für differenzierende Warn-Prognosen ist hingegen selten.

## **Fazit:**

Wirtschaftsprognosen sind nicht per se unsinnig oder unmöglich. In der Art und Weise, wie sie heutzutage üblicherweise durchgeführt werden, sind sie allerdings normalerweise mit schwerwiegenden Problemen behaftet:

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Die zugrunde liegenden Daten sind oft mangelhaft. Oder sie werden manipuliert oder gezielt ausgewählt, um eine schon vorher feststehende Aussage zu unterstützen.
- Um den Prognostiker als Experten zu inszenieren, werden Vorhersagen viel präziser formuliert, als es eigentlich möglich ist. Um das Image des Experten mit überlegenem Wissen nicht zu stören, werden Angaben über mögliche Schätzfehler verheimlicht, obwohl diese für die Empfänger der Prognosen eine wertvolle Zusatzinformation wären.
- Ökonomische Prognosen beziehen sich sehr oft auf einen Zeitraum von 1-2 Jahren, in dem die Komplexität des Wirtschaftssystems nicht selten dazu führen kann, dass Überraschungen zu stärkeren Abweichungen führen.
- Der Erfolg einiger Prognosen hängt entscheidend davon ab, ob sie in Lage sind, Rückkopplungen mit der Wirtschaft zu produzieren.

Diese Mängel hängen nicht zuletzt auch mit unrealistischen Publikumserwartungen zusammen, die von den ökonomischen Prognostikern sogar bestärkt werden. Irrigerweise wird in der Öffentlichkeit die Genauigkeit einer Prognose mit ihrer Aussagekraft verwechselt. Würde ein Ökonom beispielsweise seine Prognose so formulieren: „Ich erwarte unter bestimmten Annahmen mit einer Wahrscheinlichkeit von 80% ein Wirtschaftswachstum zwischen 0,5% und 1,5% für nächstes Jahr“, wäre die Reaktion von Wettbewerbern, Presse und Klienten eindeutig: Viel zu unpräzise, nicht ernst zu nehmen. Gewollt sind Aussagen wie: „Das Bruttosozialprodukt wächst im nächsten Jahr mit 1%“, selbst wenn so eine Eindeutigkeit vorgespielt wird, die unmöglich ist.

Dieses begünstigt „Igel-Prognosen“, die zwar genau, aber falsch sind. Wer als Adressat einer Vorhersage eine Präzision erwartet, die nicht möglich ist, sollte sich nicht darüber wundern, wenn ihm eine Prognose-Show vorgespielt wird, die mit tatsächlichen Entwicklungen nichts zu tun hat. Solche Vorhersagen sind allerdings für Investmententscheidungen unbrauchbar. Deswegen haben sich Entscheider, die auf der Basis ihrer Anlageergebnisse bewertet werden, bei der Bildung ihrer Erwartungen für eine unsichere Welt auch „Fuchs-Prognosen“ angewöhnt: Relativ unpräzise Trendaussagen, die laufend an aktuelle Entwicklungen angepasst werden.

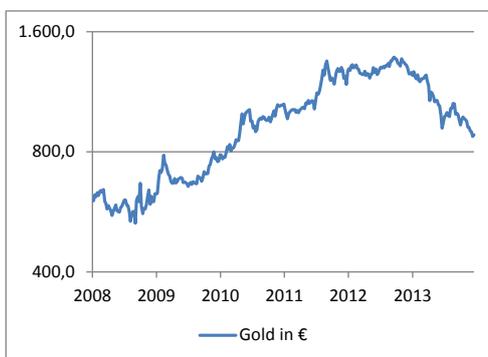
Zu kurz greift die oft formulierte populistische Kritik an schlechten Prognosen von Analysten und Ökonomen: Einerseits wird von ihnen Unmögliches verlangt, wenn sie auf der Basis unvollkommener Daten präzise Voraussagen über mittelfristige Zeiträume liefern sollen. Wenn sie dann am Unmöglichen scheitern, werden sie als unfähige Deppen dargestellt. Den Prognostikern kann man jedoch vorwerfen, dass sie dieses Spiel mitspielen und ihrer kurzfristigen Inszenierung willen dem Publikum mehr Expertentum vortäuschen, als eigentlich möglich ist.

Ökonomische Prognosen könnten wissenschaftlicher ermittelt und dargestellt werden, als es derzeit üblich ist. Dann müssten die Vorhersager aber zugeben, dass das Ergebnis stark von Datenqualität und komplexen Wirkungszusammenhängen beeinflusst werden kann. Dem Publikum wird ein Theaterstück aufgeführt, in dem sich Experten inszenieren oder bestimmte Meinungen gestützt werden; und die Prognostiker sind die Schauspieler. Insofern hat die überwiegende Anzahl der veröffentlichten Vorhersagen tatsächlich mehr mit einer Voodoo-Show zu tun als mit neutraler Wissenschaft.

## Das Gold-Spiel

Von Karl-Heinz Thielmann

In der Novemberausgabe 2012 von „*Mit ruhiger Hand*“ wurden die fundamentalen Bestimmungsfaktoren des Goldpreises untersucht. Obwohl es damals zwar gute Gründe dafür zu geben schien, auf Gold zu setzen, wurden erhebliche Risikofaktoren festgestellt, die gegen das Edelmetall als Langfrist-Investment sprachen. Das damalige Anlagevotum lautete, dass Gold nur für sehr spekulativ veranlagte Anleger geeignet war; oder für diejenigen, die Gold einfach schön fanden und für die der Schmuckwert im Vordergrund stand.



Tatsächlich haben sich die vor gut einem Jahr geäußerten Befürchtungen bewahrheitet. Mit Indien ist eines der Hauptabnehmerländer für Goldprodukte ökonomisch abgestürzt. Da die Goldimporte entscheidend für ein Defizit in der Leistungsbilanz waren, beschloss die Regierung in Neu-Delhi weitreichende Maßnahmen zu deren Eindämmung, die auch erfolgreich waren. Zudem haben sich gerade institutionelle Investoren in 2013 massiv von Gold getrennt. Das „heiße Geld“, das vorher den Preis in die Höhe getrieben hatte, zog

sich wieder zurück. Zwar hat sich gleichfalls die Nachfrage von Privatleuten nach physischem Gold (Schmuck, Barren) erhöht. Dennoch war dieser Anstieg nicht ausreichend, um den Nachfrageeinbruch zu kompensieren. Nach Angaben des World Gold Council lag die Nachfrage nach dem Edelmetall im 3. Quartal 2013 insgesamt um 21% unter dem Vorjahreswert.

Wie geht es nun weiter, fragen sich viele Anleger. Die sogenannten Goldexperten sind sich uneins: Während eine Gruppe eine baldige Erholung des Preises erwartet, gehen andere von einer Fortsetzung der Abwärtsbewegung aus.

Doch lässt sich der Goldpreis überhaupt vorhersagen? Wenn man die fundamentalen Faktoren betrachtet, die Angebot und Nachfrage bestimmen, entsteht kein klares Bild.

Ein bedeutender Faktor am Goldmarkt sind die Notenbanken, da sie sowohl als Anbieter wie als Käufer mit relativ hohen Volumen agieren können. In den entwickelten Ländern sitzen diese Institutionen zumeist auf großen Goldreserven und haben tendenziell in den vergangenen Jahren eher verkauft. Diese Abgaben wurden bisher durch das Washingtoner Abkommen von 1999 beschränkt. Dieses läuft jedoch nach zwei Verlängerungen im September 2014 aus; ob und zu welchen Bedingungen es erneuert wird, ist völlig unklar. Die Zentralbanken der Schwellenländer haben in den vergangenen Jahren tendenziell Gold gekauft, um ihre Währungsreserven zu diversifizieren. Ob und wie diese Politik fortgeführt wird, ist ebenfalls nicht zu erraten. Da Notenbanken sich ungern in die Karten schauen lassen, ist keine Aufklärung zu erwarten.

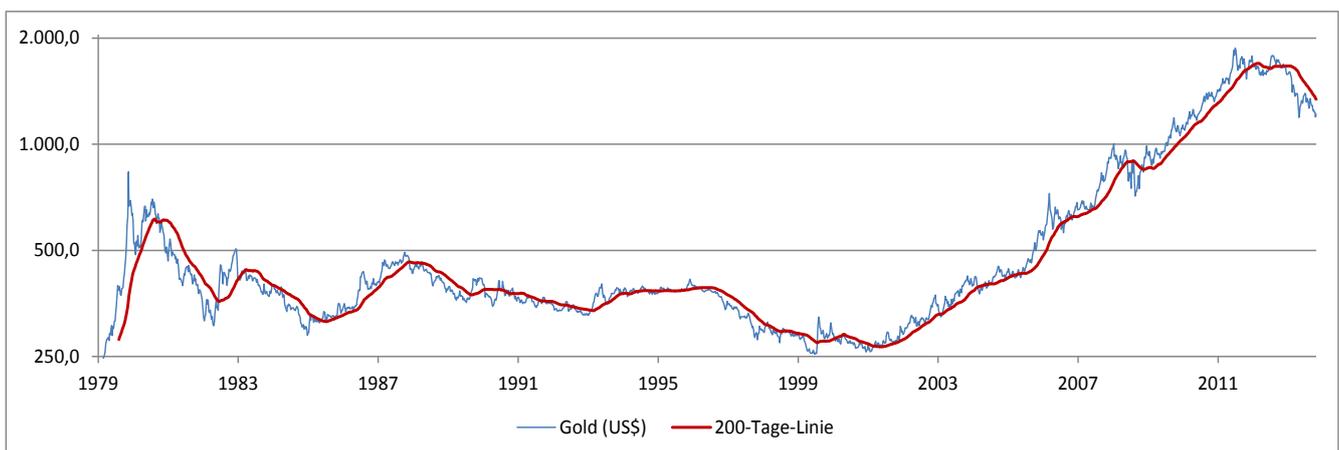
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Privatleute in Asien und Arabien waren im vergangenen Jahrzehnt die Hauptkäufergruppe für Gold. Dies wird auch so bleiben, allerdings ist nicht voraussagbar, wie viel sie kaufen werden. Einerseits heizt gerade die Inflationsangst in den Schwellenländern die Goldnachfrage stark an. Andererseits sorgen fallende Einkommen und Gegenmaßnahmen von Regierungen für einen Rückgang. Der Nettoeffekt ist von Land zu Land unterschiedlich und in der Summe nicht vorhersagbar.

Eine bedeutende Rolle gerade bei den Umsätzen am Goldmarkt haben in den vergangenen Jahren institutionelle Investoren gespielt. Hierzu zählen sowohl Hedgefonds, die auf Preisbewegungen spekulieren; wie auch Pensionskassen, die Gold zur Risikodiversifikation erworben haben. Insbesondere das Verhalten der Hedgefonds ist völlig unmöglich zu prognostizieren. Sie bilden ihre Erwartungen auf der Basis der Entwicklung der Erwartungen anderer Marktteilnehmer. Wenn aber alle nur in Hinblick auf die Aktionen anderer agieren, führt dies zu ausgesprochenem Herdenverhalten, wobei die Richtung, in die alle laufen, völlig egal ist. Bereits kleine Impulse können große Auswirkungen haben. Insofern kann aus dem Verhalten der Hedgefonds nur geschlossen werden, dass sie Marktbewegungen immens verstärken, jedoch nicht, in welche Richtung sich der Goldpreis bewegen könnte.

Eine relativ gute Prognosekraft in Hinblick auf Gold hat scheinbar bisher die Charttechnik gehabt. In den letzten 35 Jahren waren mit einer Ausnahme (2009) Kursbewegungen von Gold dadurch gekennzeichnet, dass die Neigung der 200-Tagelinie (des gleitenden Durchschnitts der letzten 200 Handelstage) den Trend beim Goldpreis vorgab. Eine negative Neigung ging mit einem Abwärtstrend einher; eine positive mit einem Aufwärtstrend. Bei Anstiegsbewegungen verlief der Kurs fast immer oberhalb der 200-Tage-Linie, bei einer Abwärtsbewegung zumeist unterhalb. Wenn der Preis mehr als 20% von der 200-Tage abwich, kam es im Anschluss zu starken Gegenbewegungen.



Allerdings gab es insbesondere vor 2000 eine Reihe von Trendbrüchen. Gerade ihre Vielzahl zeigt deutlich, dass man bei Gold auch langfristige Bewegungsmuster bei den Kursen nicht wirklich als aussagekräftiges Prognoseinstrument nutzen kann. Zudem demonstriert das Fehlsignal von 2009, wie gefährlich es ist, sich nur auf charttechnische Aussagen zu verlassen. Hier fiel der Kurs deutlich unter die 200-Tage-Linie, die sich im Anschluss nach unten neigte. So wurde ein eindeutiges Verkaufssignal generiert, das sich dann als falsch herausstellte. Die Neigung der 200-Tage-Linie ist also ein starkes Indiz für einen Trend; mehr aber nicht.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Im Moment sieht die technische Situation für den Goldpreis sehr negativ aus. Nach dem Einbruch im Frühjahr hat es eine Gegenbewegung gegeben, die schon vor Erreichen der 200-Tagelinie beendet war. Dies könnte möglicherweise einige Hedgefonds dazu motivieren, massiv auf einen weiteren Einbruch zu spekulieren und den Preis in die Tiefe zu ziehen.

Einen bedeutenden Teil des Goldangebotes (2012 36%) hat in den vergangenen Jahren der Recycling-Markt für Gold ausgemacht. Hier ist feststellbar, dass es mit dem Preisrutsch etwas reduziert wurde ist. Allerdings wurde dieser Rückgang in den vergangenen Quartalen durch einen Anstieg der Minenproduktion ausgeglichen, die trotz gesunkener Preise erhöht wurde.

Diese Angebotsausweitung zeigt auch, dass ein oft genanntes Argument für stabile Preise sehr fragwürdig ist. Viele Anleger gehen davon aus, dass der Goldpreis nicht unter die Grenzkosten der Produktion fallen wird, die bei den meisten Minen zwischen 900US\$ und 1.300US\$ je Unze liegen. Diese lassen sich aber im Durchschnitt ca. 200 US\$ durch Kürzungen bei Investitionen relativ einfach senken. Zudem lagen die Durchschnittskosten 2012 laut einer Studie von Barclays bei \$673 je Unze. Insofern ist erst bei deutlich niedrigeren Goldpreisen als heute zu erwarten, dass es zu signifikanten Produktionskürzungen kommt. Zudem ist die Situation von Mine zu Mine sehr unterschiedlich, so dass eine Abschätzung der Mengen sehr schwierig sein wird.

Ein stabiler Teil des Goldmarktes ist der industrielle Verbrauch. Er hat sich bei ca. 100 Tonnen je Quartal eingependelt und ist relativ unabhängig von der Preisentwicklung. Damit ist er relativ gut prognostizierbar, was allerdings für die Erwartungsbildung zum Goldpreis nichts nützt, da er nur schätzungsweise 10% des jährlichen Absatzes ausmacht.

Abschließend lässt sich festhalten, dass der Goldpreis mittel- bis langfristig nicht einmal ansatzweise prognostizierbar ist. Jede Vorhersage ist daher lupenreine Scharlatanerie. Fundamental kann man immer Gründe für einen steigenden oder einen fallenden Preis finden. Wie man diese auswählt und gewichtet, ist rein subjektiv. Die Charttechnik gibt eine gewisse Indikation, und diese ist derzeit eindeutig negativ. Aber wie immer bei der Charttechnik funktioniert die Prognose nur, solange ein Trend hält. Angesichts der Instabilität der Bestimmungsfaktoren und der vielen Trendbrüche in der Vergangenheit ist es sehr gewagt, mehr als nur eine sehr kurzfristige Prognose für Gold abzugeben.

Wenn man in Kasino geht und auf Rot oder Schwarz setzt, kann man mit 48,6% Wahrscheinlichkeit gewinnen oder mit 51,4% verlieren. Wenn man auf eine Bewegung des Goldpreises setzt, kann ebenfalls das eine oder andere passieren. Allerdings kann man aufgrund der Unbestimmtheit der Faktoren keine Wahrscheinlichkeit kalkulieren.

Wenn man im Kasino die richtige Farbe vorhersagt, schreibt man dies dem Glück zu. Wenn „Goldexperten“ den Kurs richtig vorhersagen, schreiben sie dies ihrer Prognosefähigkeit zu. Dabei ist ihre Vorhersage noch mehr Glücksspiel als beim Roulette, da sie ja nicht einmal eine Wahrscheinlichkeit kennen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: [info@long-term-investing.de](mailto:info@long-term-investing.de)

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann

Für den regelmäßigen Bezug von „*Mit ruhiger Hand*“ können Sie sich unter [www.Mit-ruhiger-Hand.de](http://www.Mit-ruhiger-Hand.de) anmelden.

## Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse:** Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:  
Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.  
Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder  $\beta$ , etc.

# Mit ruhiger Hand

## Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
  - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
  - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
  - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
  - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
  - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

### b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

### Rechtliche Hinweise:

#### Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

#### Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

1) Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Zum Thema Prognosen vgl. Nate Silver: „Die Berechnung der Zukunft: Warum die meisten Prognosen falsch sind und manche trotzdem zutreffen“; München 2013, Heyne Verlag; sowie Ekaterina Svetlova und Karl-Heinz Thielmann: Prognosekulturen an Finanzmärkten (2013, im Druck). In: Andreas Hartmann und Oliwia Murawska (Hrsg.): „Repräsentationen der Zukunft. Zur kulturellen Matrix des Prognostischen“. Benjamin Graham wurde zitiert nach: John C. Bogle, The Culture That Gave Rise To The Current Financial Crisis, Philadelphia 2009, [http://www.vanguard.com/bogle\\_site/sp20090513.html](http://www.vanguard.com/bogle_site/sp20090513.html)

Zum Thema Gold & Indien vgl.: Ansuya Harjani: „Gold demand slumps as Indian consumption shrinks“ (<http://www.cnbc.com/id/101197082>). Produktionskosten bei Gold vgl. Kira McCaffrey: Gold: „Cost of Production, Portfolio Diversification and Buying on Dips“ (<http://www.kitco.com/ind/Brecht/20130422.html>)

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Zur Analyse der aktuellen Trends bei Gold vgl. den aktuellen Quartalsbericht des World Gold Council:

[http://www.gold.org/download/latest/gold\\_demand\\_trends/](http://www.gold.org/download/latest/gold_demand_trends/)

Typische Beispiele für unterschiedliche Einschätzungen von Goldexperten finden sich in positiver Hinsicht bei:

(<http://www.zerohedge.com/news/2013-10-23/bofam1-turns-bullish-gold>); sowie in negativer Hinsicht bei:

(<http://www.mining.com/video-goldmans-ultra-bearish-cocky-gold-call-46132/>)

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen.

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).

Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 18.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 6.1.2014.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.

5) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.

6) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

**Interessenkonflikte:** Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten.

Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: keine
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: keine
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatizierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## **Disclaimer:**

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.