

Die W&P Perspektive

Entkoppelung der Finanzmärkte

Angesichts immer neuer Rekordstände der Börsen macht das böse Wort von der Entkoppelung der Finanz- von der Realwirtschaft die Runde. In diesen W&P Perspektiven beleuchten wir den Zusammenhang von Wirtschaftsentwicklung und Börse. Dabei finden wir keine Evidenz für anomales Verhalten der Aktienmärkte. Der jüngste Anstieg der Börsenkurse ist einfach eine Folge der aktuell sehr aggressiven Wirtschaftspolitik, was die bis jetzt vor allem in Finanzmarktkreisen geführte Diskussion politisch brisant macht. // Klaus W. Wellershoff

Mit Verwunderung blicken die Menschen aktuell auf die Finanzmärkte. Vielleicht ist es auch schon Resignation. Von Woche zu Woche erreichen die Aktienkurse neue Höchststände. Der darin scheinbar zum Ausdruck kommende Optimismus der Börse passt so gar nicht zur aktuellen Corona-Krise: Die Menschen bangen immer noch um Gesundheit und Leben von sich und ihren Liebsten und noch nie haben wir einen so abrupten, parallelen und tiefen Einbruch der Weltwirtschaft gesehen. All das scheint die Börse kalt zu lassen. Das Verdikt der Zeit lautet: Die Börse hat sich von der Realität verabschiedet. Die Finanzwirtschaft hat sich von der Realwirtschaft entkoppelt.

Auch wenn diese Entwicklung unreal erscheint, sind die Folgen davon doch von beklemmender Realität: Unsere Finanzvermögen wachsen stark an, während gleichzeitig weltweit hunderte von Millionen Menschen ihre Arbeit verloren haben. Viele unserer KMU kämpfen um ihre Existenz, während gleichzeitig der Wert der börsenkotierten Unternehmen steigt. Werbung für das System der Marktwirtschaft sieht anders aus.

Von den gestiegenen Kursen profitieren unsere Pensionskassen und all diejenigen, die Geld am Finanzmarkt angelegt haben. Da wir zeitgleich mit dem Schlachtruf «Wir können uns das leisten!» weltweit die Staatsverschuldung zur Bekämpfung der Krise nach oben getrieben haben, kommt es zudem zu einer massiven Umverteilung von Jungen zu Alten. Klassenkämpferisch könnte man formulieren: Die alten Reichen werden reicher, während die jungen Armen ärmer werden.

In dieser Ausgabe der W&P Perspektiven wollen wir beleuchten, wie es zu dieser Entwicklung gekommen

ist. Dabei stellen wir fest, dass die beobachtete Entkoppelung der Entwicklung von Börsenkursen und Wirtschaftswachstum im Wesentlichen einen Grund hat: Die massiven wirtschaftspolitischen Eingriffe der vergangenen Quartale. Insbesondere die Eingriffe in die Zinsbildung durch die Notenbanken der Vereinigten Staaten und Europas, sind dabei der Treibstoff für den Börsenboom. Die aktuelle Geldpolitik hat damit massive Umverteilungswirkungen und untergräbt langfristig die Akzeptanz unseres marktwirtschaftlichen Gesellschaftssystems.

Der Zusammenhang von Börse und Wirtschaft

An der Börse werden Anteile von Unternehmen gehandelt. Kauft man eine Aktie, erwirbt man nicht nur ein kleines Stück der jeweiligen Firma, sondern auch den Anspruch am Erfolg der Firma in der Zukunft teilhaben zu können. So werden zukünftige Gewinne zumindest teilweise in Form von jährlichen Dividenden an die Anteilseigner ausgeschüttet. Kauft man nicht nur Aktien einer Unternehmung, sondern von einer grossen Anzahl von Firmen, kann man so von der breiten wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmenssektors profitieren.

Abbildung 1 stellt diesen Zusammenhang für die Vereinigten Staaten von Amerika dar. Abgebildet sind dort die Entwicklung des nominalen Volkseinkommens und des breiten Aktienmarktindex S&P 500, sowie der Zins, den amerikanische Unternehmen für langlaufende Obligationen zahlen müssen. Die Grafik macht deutlich, dass der Aktienindex über den dargestellten Zeitraum von 60 Jahren tatsächlich praktisch gleich stark ange-

stiegen ist, wie das nominale Volkseinkommen. Dabei verlaufen die beiden Linien nicht absolut parallel. Von den siebziger Jahren an, gab es eine Phase, in welcher der Aktienmarkt kaum Fortschritte gemacht hat, das Volkseinkommen aber kräftig gestiegen ist. In den folgenden 20 Jahren legte der Aktienmarkt dann stark zu, um das Volkseinkommen wieder einzuholen. Es ist also auch früher schon zu teilweise sogar langanhaltenden Phasen der Entkoppelung gekommen. Seitdem folgt der Aktienmarkt der Wirtschaftsentwicklung zwar etwas enger. Aktuell scheinen wir aber wieder in einer Phase zu sein, in der der Aktienmarkt dem Volkseinkommen enteilt ist.

Der Grund dafür liegt bei der dritten in der Abbildung dargestellten Grösse, der Zinsentwicklung. Der Zins ist neben der Wirtschaftsentwicklung die zentrale Grösse für die Bestimmung des Wertes von Aktien. Das liegt daran, dass wir mit dem Erwerb von Aktien eben ein Anrecht nicht auf vergangene, sondern auf zukünftige Unternehmenserträge erhalten. Der heutige Wert der Aktie ist aber nichts anderes als eine Reflexion aller erwarteten zukünftigen Erträge, die aus dem Aktienbesitz folgen.

Dabei ist ein Franken, den wir erwarten in zehn Jahren zu erhalten, aber heute nicht einfach einen Franken wert. Das liegt zum einen daran, dass die erwartete Zahlung eben nur erwartet und nicht sicher ist. Das kann jeder nachvollziehen, der das Sprichwort «Lieber eine Spatz in der Hand als die Taube auf dem Dach» kennt. Zum anderen liegt es daran, dass man alternativ auch heute Geld anlegen könnte, welches dank Verzinsung in zehn Jahren diesen Franken ergibt. Solange die Zinsen positiv sind, braucht man dafür aber weniger als einen Franken.

Nehmen wir für einen Moment vereinfachend an, dass die zukünftigen Unternehmenserträge nicht wachsen werden, sondern, dass wir jedes Jahr sicher einen Franken Ertrag aus unserer Aktienanlage erhalten. Was ist dann der Wert der Aktie? Die Finanzmathematik hat dafür eine einfache Formel: Ertrag geteilt durch den Zins. Bei einem hypothetischen Zinsniveau von 10 Prozent ($= 0.10$) und einem Franken Ertrag ergibt das einen Wert von 10. Machen wir die Umkehrrechnung. Wenn ich 10 Franken zu 10 Prozent anlegen kann, erhalte ich jedes Jahr einen Franken Ertrag.

An diesem simplen Beispiel können wir sehr einfach erklären, wie wichtig der Zins für die Bestimmung der

Werte von Anlagen ist. Stellen wir uns vor, dass das Zinsniveau nun von 10 auf 1 Prozent ($= 0.01$) sinkt. Der Wert der Anlage steigt nun von ursprünglich 10 auf 100! Meine Aktie hat sich also im Wert massiv nach oben entwickelt und das, obwohl ich ja immer noch nur einen Franken pro Jahr als Ausschüttung erhalte.

Genau dieser Zusammenhang erklärt unsere historische Beobachtung zum US-Aktienmarkt und, wie wir sehen werden, auch die aktuelle Entkoppelung verblüffend gut. Tatsächlich ist die Phase des Zurückbleibens der Aktienkurse in den siebziger Jahren zeitgleich mit dem Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus erfolgt. Das Aufholen der Kurse in den achtziger und neunziger Jahren war im Wesentlichen den wieder fallenden Zinsen geschuldet. Tatsächlich befinden sich die Aktienkurse nach der Finanzkrise, als das Zinsniveau wieder die Werte der frühen sechziger Jahre erreicht hat, auf dem Niveau des Volkseinkommens. Und ganz aktuell stellen wir fest, dass die Zinsen noch tiefer liegen als am Anfang unserer Untersuchung und die Aktienkurse stärker gestiegen sind als das Volkseinkommen. Von einer anomalen Entwicklung des Aktienmarktes finden wir also keine Spur.

Der «faire Wert» des Aktienmarktes

Dies wird noch deutlicher, wenn man den Zusammenhang von Volkseinkommen, Zinsen und Aktienkursen in einem ganz simplen Modell zur Bewertung des Aktienmarktes formalisiert. Abbildung 2 vergleicht den so ermittelten «fairen Wert» mit der tatsächlichen Entwicklung des amerikanischen Marktes. Ganz gut erkennen wir jetzt, dass die Entkoppelung in den siebziger Jahren grösstenteils durch den Zinsanstieg erklärt werden kann. Die Stagnation des Marktes trotz starken nominalem Wachstums war damit die Folge steigender Zinsen. So betrachtet erscheint einzig die Aktienblase des Jahres 2000 noch als sehr deutliche Abweichung des Marktes von seinem fairen Wert.

Die aktuelle Entwicklung scheint dagegen keine Übertreibung des Marktes von seinem fairen Wert darzustellen. Im Gegenteil würde eine faire Bewertung nach diesem simplen Modell sogar noch ein kleines Stück höher ausfallen als die aktuellen Kurse. Wobei man festhalten muss, dass dieses Modell so einfach ist, dass sich daraus weder eine Prognose noch eine Anlageempfehlungen ableiten lassen. Darum geht es in dieser Analyse auch nicht. Wir wollen einfach nur verstehen, wo-

durch die wahrgenommene Entkoppelung von Wirtschaftswachstum und Aktienkurse ausgelöst ist. Wollte man eine solche Handlungsempfehlung aus den hier präsentierten Daten herleiten, müsste man darüber hinaus noch Volkseinkommen und Zinsen der Zukunft prognostizieren. Das ist hier aber nicht machbar.

Es geht also nicht um eine Prognose der Zukunft, sondern um die Bewertung der aktuellen Situation. Abbildung 3 macht deutlich wie stark der Zinseffekt bei der Bewertung ist. Dargestellt ist ein Index für die Wertentwicklung einer konstanten Einkommenszahlung, die mit dem Zins bewertet wird, den Unternehmen in den Vereinigten Staaten für langlaufende Schulden bezahlen mussten. Da es sich um eine logarithmierte Grösse handelt, muss man bei einer Interpretation der Zahlen ein wenig vorsichtig sein. Tatsächlich war die Wirkung des Zinsanstiegs in den siebziger Jahren aber dramatisch. Wäre nicht gleichzeitig aufgrund der hohen Inflation das nominale Volkseinkommen kräftig gewachsen, wäre es an der Börse wohl zu einem grossen Crash gekommen.

Klar ersichtlich ist auch der Rückenwind, den die Börse seit Anfang der achtziger Jahre durch die sinkenden Zinsen erhalten hat. Tatsächlich hat sich seit dieser Zeit der faire Wert des Aktienmarktes verfünfunddreissigfach. Unterteilt man diesen Wert in Zins- und Volkseinkommenseffekt, entfallen 5/12 des Anstiegs allein auf die fallenden Zinsen. Allein seit Ende 2018 hätten die gefallen Zinsen einen Wertanstieg des Aktienmarktes von gut 70 Prozent auslösen müssen. Tatsächlich sind die amerikanischen Börsenkurse über diesen Zeitraum aber «nur» um vierzig Prozent angestiegen. Mit anderen Worten: Die US-Börse reflektiert sehr wohl, dass es wirtschaftlich deutlich schlechter geht, aber der Zinseffekt hat das mehr als kompensiert. Wie man aus der Abbildung erkennen kann, ist ein solcher Anstieg des fairen Wertes des Aktienmarkts aufgrund von fallenden Zinsen in so kurzer Zeit einmalig.

Zinssenkungen als Ursache der Entkoppelung

Abbildung 4 macht diesen Zusammenhang noch deutlicher. Dort ist die Zinsentwicklung für Unternehmensanleihen für die sieben Rezessionen, die es seit 1960 in Amerika gegeben hat, wiedergegeben. Wir messen dabei den Zinsanstieg oder die Zinsabnahme relativ zu dem Zins der im Monat gegolten hat, in dem die Rezession begonnen ist. Zusätzlich eingetragen ist die durch-

schnittliche Entwicklung über alle sieben Rezessionen und der aktuelle Verlauf der Zinsen.

Auf den ersten Blick sehen wir, dass der Zinsverlauf nicht in jeder Rezession gleich ist. Im Schnitt steigen aber die Zinsen, die Unternehmen zu zahlen haben, in einer Rezession. Dies passiert, obwohl die Zentralbanken häufig über Zinssenkungen für die Liquiditätsbeschaffung der Geschäftsbanken versuchen die Rezession zu bekämpfen. Dadurch fallen häufig auch die Zinsen für andere als sicher betrachtete Anlagen, wie zum Beispiel für Anleihen des Staates.

Abbildung 5 zeigt, wie in einer Rezession dennoch die Verzinsung von Unternehmensanleihen steigen konnten. Wenn man den Mehrzins, den eine Unternehmung im Vergleich zum Staat zahlen muss, als ein Mass dafür betrachtet, wieviel unsicherer den Anlegern die Firma als Schuldner im Vergleich zum Staat erscheint, wird verständlich, was passiert. In der Rezession erscheinen die Unternehmen deutlich unsicherer, weil die Gefahr besteht, dass sie ihre Schulden nicht bedienen können. Damit steigt der verlangte Zins.

Eine solche Entwicklung lässt sich in allen Rezessionen seit 1960 beobachten. Die einzige Ausnahme von der Regel ist die Corona-Krise. Dies liegt daran, dass den Zentralbanken der Wirtschaftseinbruch diesmal so gross erschien, dass sie nicht nur die Refinanzierungsbedingungen der Geschäftsbanken günstiger gestaltet haben. Sie haben darüber hinaus in wichtigen Ländern auch direkt am Markt für Unternehmensanleihen gegen einen Zinsanstieg interveniert. Mit einem Herkulesaufwand wurden damit nicht nur die Obligationenrenditen für den Staat, sondern auch die für die Unternehmensanleihen gesenkt.

Ein Blick auf Abbildung 4 zeigt uns den Effekt dieser historisch betrachtet grössten Intervention der Zentralbanken. Nach einem schnellen Anstieg der Zinsen im ersten Monat der Rezession wurden die Zinsen in kurzer Zeit sogar unter das Ausgangsniveau gedrückt. Aktuell sind die Zinsen so tief, wie in keiner Rezession zuvor. Anstatt einer historischen durchschnittlichen, geldpolitischen Reaktion, die einen Anstieg des Zinsniveaus für Unternehmensanleihen zum Beginn dieses Jahres um 0.75 Prozentpunkte gesehen hätte, sind die Zinsen um 0.50 Prozentpunkte gefallen.

Das erscheint dem einen oder anderen Beobachter vielleicht ein geringer Unterschied. Auf diesem tiefen Zinsniveau ist der Effekt auf die faire Bewertung des Ak-

tienmarktes aber dagegen sehr gross. Abbildung 6 gibt die Zahlen zu unserem langfristigen Bewertungsmodell und der tatsächlichen Börsenentwicklung wiederum auf der relativen Zeitachse zum aktuellen Rezessionsbeginn wieder. Sehr gut ist der Börseneinbruch vom vergangenen Frühjahr zu erkennen und ebenso sehen wir die starke Erholung der vergangenen Monate.

Woher diese kommt, erkennen wir ebenfalls, wenn wir auf die durchgezogene rote Linie achten, die den Verlauf einer fairen Bewertung des Aktienmarktes wiedergibt. Diese liegt, wie oben bereits beschrieben, leicht über dem augenblicklichen Niveau der Kurse. Die gestrichelte Linie gibt dagegen die faire Bewertung des Aktienmarktes unter der Annahme einer historisch durchschnittlichen Entwicklung der Unternehmenszinsen wieder. Die Schere, die sich zwischen den beiden roten Linien auftut, ist erheblich. Hätten die Zentralbanken nicht zu so ausserordentlichen Massnahmen gegriffen, sondern sich verhalten wie im Schnitt der vorherigen Rezessionen, lägen die Aktienkurse nicht 15 Prozent über dem Wert vor Ausbruch der Rezession, sondern 15 Prozentpunkte tiefer. Oder noch anders ausgedrückt: Die Entkoppelung von Wirtschaft und Finanzmärkten ist die Folge einer aussergewöhnlichen Geldpolitik und entspringt nicht einem vermeintlichen Realitätsverlust der Finanzmärkte.

Schlussfolgerungen

Rechnen ist nicht jedermanns Sache. Die hier präsentierten Zusammenhänge und Zahlen werden vielen Nicht-Ökonomen vielleicht verwirrt erscheinen. Eine virale Erkrankung zu verstehen ist aber auch nicht jedermanns Sache. Und dennoch erwarten wir von den Experten, dass Sie uns versuchen zu erklären, was Ihre Analyse für Schlussfolgerungen zulässt. Gleiches gilt für die Ökonomie. Manche Zusammenhänge sind etwas komplizierter als sie dem Laien erscheinen. In diesem Sinne sollte diese Ausgabe der W&P Perspektiven versuchen zu erläutern, warum der blosser Vergleich von Wirtschaftswachstum und Börsenentwicklung zu falschen Schlussfolgerungen führen kann, wenn man den Einfluss der Zinsentwicklung vernachlässigt.

Mit dem dazu verwendeten einfachen Modell lassen sich die groben Züge der Entwicklung gut erfassen. Dabei sollten Grössenordnungen und nicht Kommastellen erklärt werden. Dementsprechend sollte auch nicht versucht werden zu beurteilen, ob die Märkte die Wirtschaftsentwicklung aktuell realistisch beurteilen. Vie-

les spricht dafür, dass das nicht der Fall ist. Und dennoch sind diese Grössenordnungen aktuell beeindruckend.

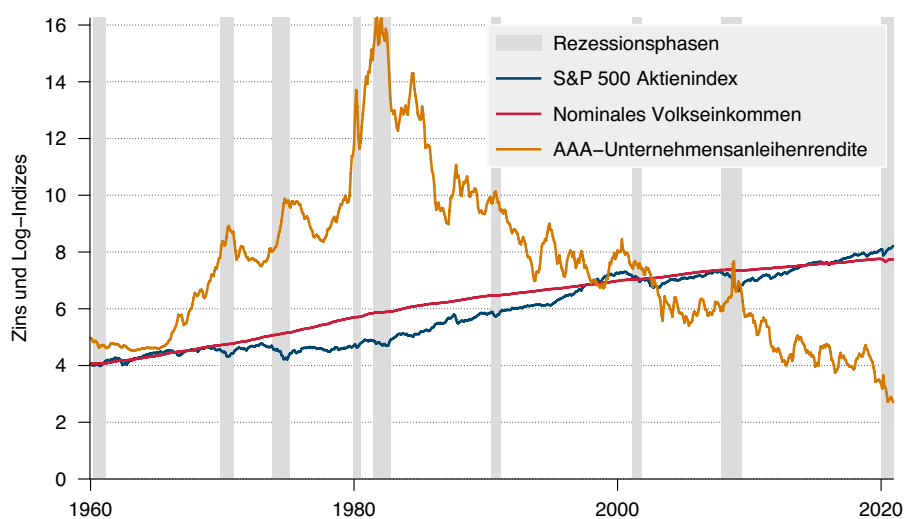
Wir sehen, dass die aussergewöhnliche Geldpolitik, die für einmal nicht nur die Zinsen am Geldmarkt beeinflusst, oder wie in der Finanzkrise auch die Zinsen für Staatsanleihen manipuliert, sondern auch direkt die Unternehmensanleihen zu einem Instrument und einer Zielgrösse gemacht hat, erhebliche Nebenwirkungen hat. Diese Nebenwirkungen erscheinen vielen Beobachtern kurzfristig sogar positiv. Wer würde sich nicht freuen, wenn seine Finanzanlagen trotz Krise eine positive Rendite abwerfen würden? Gleichzeitig wissen wir, dass diese Renditen künstlich aufgrund einer Staatsintervention resultieren und nicht nachhaltig sind.

Insbesondere wissen wir, dass in dem Moment, indem sich die Zinsentwicklung wieder normalisiert, aus dem Bewertungseffekt der Zinsen den Finanzmärkten erheblicher Gegenwind droht. Mit anderen Worten: Das, was wir an ausserordentlicher Rendite entgegen der Wirtschaftsentwicklung jetzt erhalten haben, werden wir an zukünftiger Rendite weniger haben. Vielleicht werden dann die Finanzmarktrenditen über einen Zeitraum so wie in den siebziger Jahren stagnieren oder sich sogar negativ entwickeln.

Über den starken Anstieg der Börsenkurse hat die aktuelle Geldpolitik eine starke Umverteilungswirkung. Diejenigen, die die aktuellen Institutionen entworfen haben, haben der Geldpolitik nie eine solche Rolle zugedacht. Wenn Ökonomen lange Zeit davon überzeugt waren, dass Zentralbanken unabhängig sein sollten, dann vor allem auch deswegen, weil ein solcher geldpolitischer Eingriff, wie wir ihn aktuell erleben, unvorstellbar gewesen ist. Die Grösse der nicht beabsichtigten Nebenwirkung unserer Krisenpolitik wird eine solche Diskussion nun aber erzwingen.

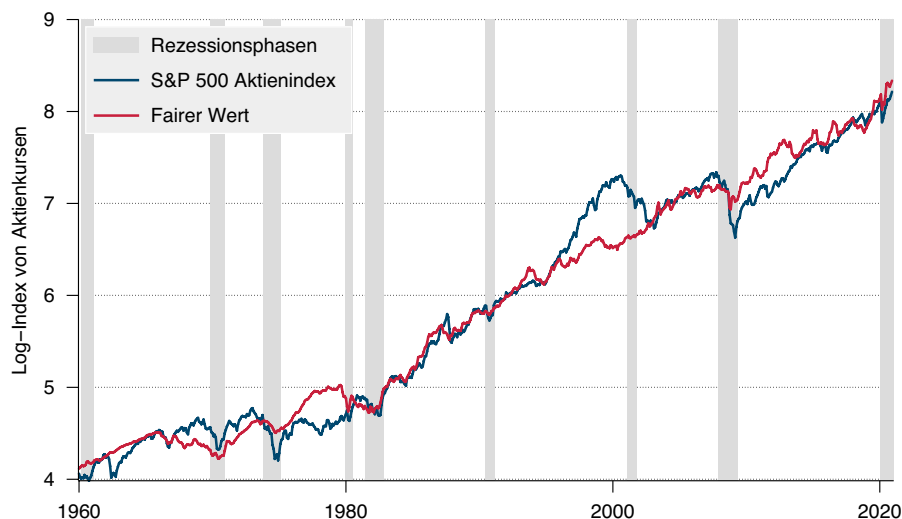
Die Zentralbanken der westlichen Industrienationen haben damit nicht nur Anlass zu Diskussion ihrer Rolle und Unabhängigkeit gegeben. Die politische Wirkung der scheinbaren Entkoppelung der Finanzmärkte von der Wirtschaftsentwicklung ist darüber hinaus problematisch. Die Legitimation des Systems der Marktwirtschaft leidet gewaltig, wenn eine Wirkung der aktuellen Politik eine starke Zunahme der Ungleichheit in der Bevölkerung ist. Wir sind besorgt um den sozialen Zusammenhalt zwischen besser Verdienenden und weniger gutverdienenden Menschen, mehr noch aber zwischen Jung und Alt.

Abbildung 1: Zusammenhang Aktienmarkt, Wirtschaftsleistung und Zins



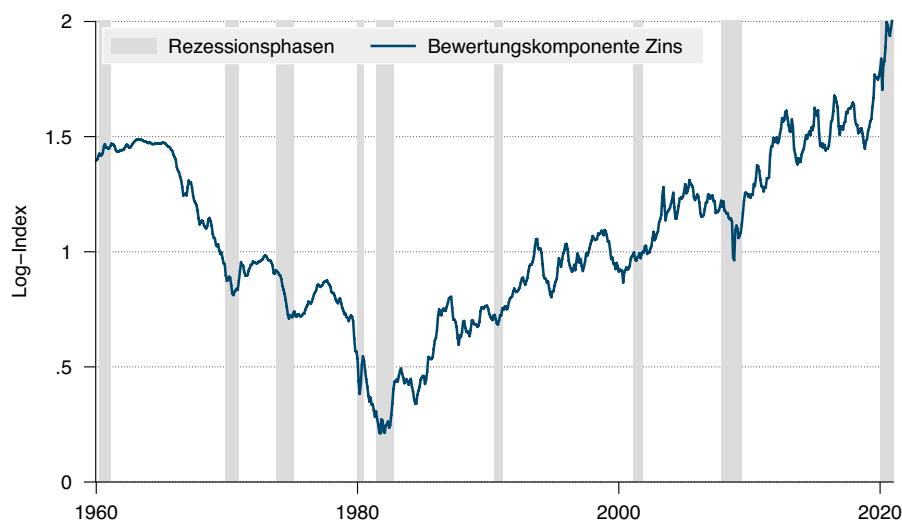
Die Abbildung gibt den Verlauf des nominalen, also nicht-inflationsbereinigten, Volkseinkommens, des breiten US-Aktienindex S&P 500 und der Rendite von langlaufenden Unternehmensanleihen wieder. Deutlich zu erkennen ist, dass über den betrachteten Zeitraum Aktienmarkt und Volkseinkommen in etwa gleich stark zugenommen haben. Eine Entkoppelung dieser Entwicklung gab es auch früher und ist im Wesentlichen die Folge der Zinsentwicklung.

Abbildung 2: Ökonomisch faire Bewertung des Aktienmarktes



Dargestellt ist die Entwicklung des US-Aktienmarktes und des Wertes, den ein einfaches Modell, das Volkseinkommen und Zinsentwicklung als Einflussgrößen reflektiert, als fairen Wert des Aktienmarktes berechnen würde. Das Modell erklärt die Entwicklung des Aktienmarktes zu den meisten Zeitpunkten gut. Aktuell liegt der Markt unter seinem fairen Wert.

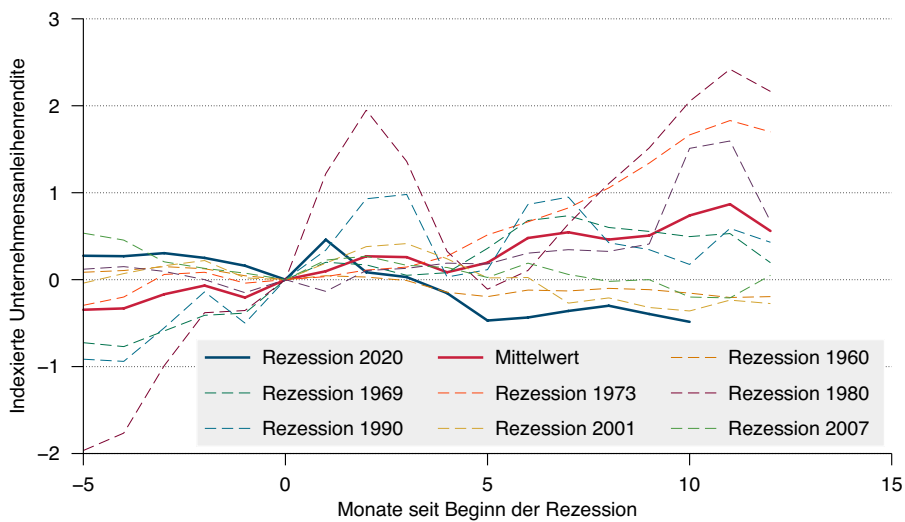
Abbildung 3: Zinskomponente der Aktienbewertung



Der Effekt der Zinsen auf die Höhe der Aktienpreise ist quantitativ viel bedeutender als die meisten Menschen denken. Fast die Hälfte des Anstiegs des Aktienmarktes der letzten vierzig Jahre ist den fallenden Zinsen geschuldet. In den vergangenen zwei Jahren war der Anstieg dieser Bewertungskomponente so gross wie nie zuvor. Dahinter steht eine Geldpolitik, die mit Anleihenkäufen die Zinsen der Unternehmensanleihen gesenkt hat.

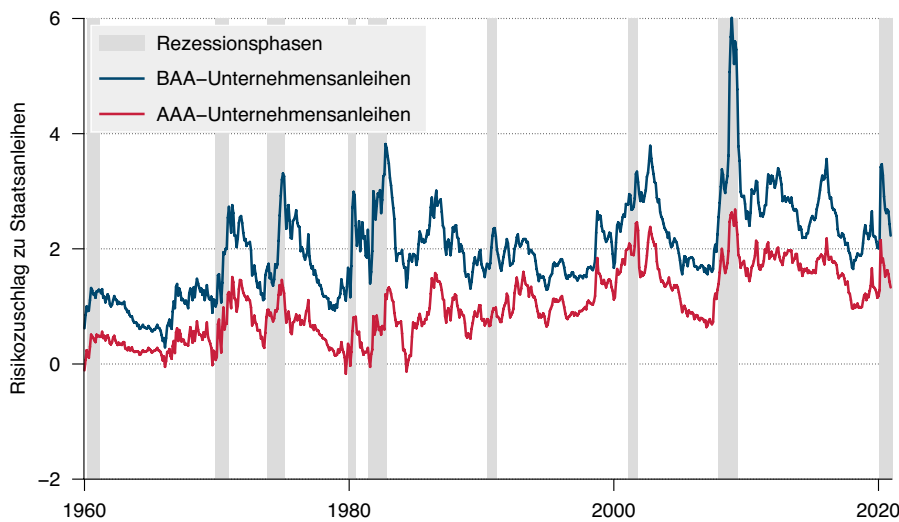
Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, Wellershoff & Partners

Abbildung 4: Verzinsung von Unternehmensanleihen in Rezessionen



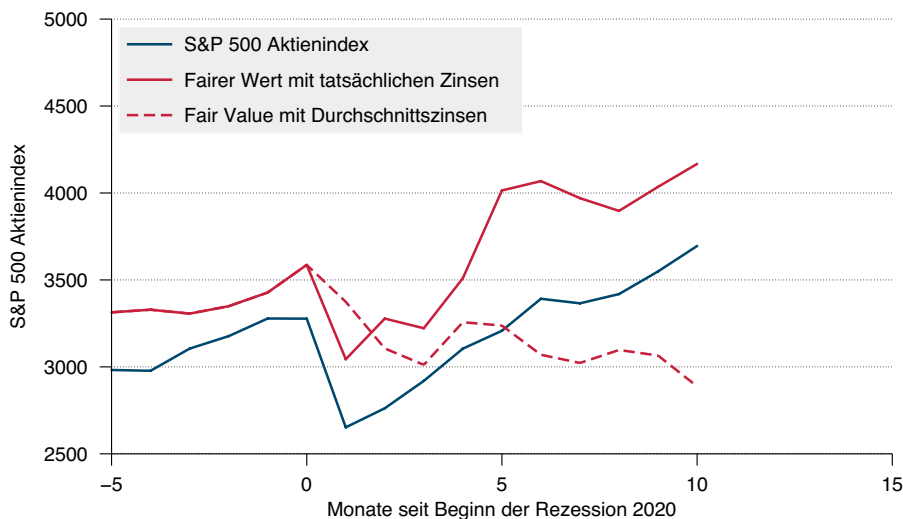
Die Grafik gibt die Entwicklung der Renditen von langlaufenden US-Unternehmensanleihen relativ zu ihrem Wert zu Beginn der Rezession wieder. Dargestellt sind alle sieben Rezessionen seit 1960 und die Corona-Krise, sowie der durchschnittliche Verlauf in den Rezessionen. Historisch betrachtet steigen die Zinsen auf Unternehmensanleihen im Schnitt in der Rezession an. In keiner Rezession zuvor lagen sie so tief wie heute.

Abbildung 5: Risikozuschlag auf Unternehmensanleihen



Man kann die Zinsentwicklung von Unternehmensanleihen auch relativ zu den Zinsen auf Staatsanleihen messen. Diese Massgrösse ist für zwei unterschiedliche Güteklassen von Schuldern dargestellt. Schuldner minderer Qualität (BAA) zahlen einen höheren Zins, weil das Ausfallrisiko dieser Schuldner höher ist. In Rezessionsphasen steigen die Risikozuschläge beider Kategorien regelmässig an, aktuell ist das Gegenteil der Fall.

Abbildung 6: Was wäre wenn?



Die Grafik gibt den Verlauf der fairen Bewertung des Aktienmarktes unter zwei Zinsszenarien wieder. Die durchgezogene rote Linie reflektiert die tatsächliche Zinsentwicklung. Die gestrichelte Linie reflektiert die Annahme, die Zinsen hätten sich in der Corona-Rezession genau wie im Schnitt aller anderer Rezessionen verhalten. Man sieht deutlich, dass in diesem Fall der faire Wert des Aktienmarktes unter dem Ausgangsniveau von Ende 2019 liegen würde.

Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, Wellershoff & Partners

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde durch Wellershoff & Partners Ltd. zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von Wellershoff & Partners Ltd. weder reproduziert noch vervielfältigt werden. Wellershoff & Partners Ltd. untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. Wellershoff & Partners Ltd. ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

Impressum

Herausgegeben von // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich
Autoren // Prof. Dr. Klaus W. Wellershoff, klaus.wellershoff@wellershoff.ch
Konzeption // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich
Gestaltung // Feinmass Kommunikationsdesign, Luzern

Die W&P Perspektive erscheint in deutscher Sprache.

Redaktionsschluss: 28. Januar 2021