

Die W&P-Perspektive: Vom Unsinn der «technischen Rezession»

Jüngste Wachstumszahlen verschiedener Industrie- und Schwellenländer haben enttäuscht. Ab wann darf davon gesprochen werden, dass eine Volkswirtschaft sich in einer Rezession befindet? Zur Beantwortung dieser Frage haben wir eine einfache Regel entwickelt, die dem Konzept der «technischen Rezession» deutlich überlegen ist. // Adriel Jost, Klaus W. Wellershoff und Lêzan-Noé Calis

«Italien ist schon wieder in der Rezession!» So lautete die Einschätzung vieler sogenannter Wirtschaftsexperten nach der Veröffentlichung der italienischen Wachstumszahlen zum vierten Quartal 2018. Wer besonders sophisticated erscheinen wollte, sprach von einer «technischen Rezession», nachdem das italienische Volkseinkommen in den letzten zwei Quartalen erst um -0.1 und dann um -0.2 Prozent gesunken war. Dies getreu der Definition, dass eine Rezession zwei oder mehr aufeinander folgenden negativen Wachstumsquartalen entspricht.

In der deutschen Wirtschaft lief es ebenfalls nicht viel besser. Dort erreichten die Wachstumszahlen im vierten Quartal gerade einmal eine schwarze Null und das nachdem auch bei unseren nördlichen Nachbarn das Wachstum im dritten Quartal negativ ausfiel. Ist Italien tatsächlich bereits in einer Rezession und Deutschland nur «haarscharf an einer Rezession vorbeigeschlittert»?

Was ist eine Rezession?

Die leider sehr verbreitete Definition einer Rezession als eine Episode von zwei oder mehr aufeinanderfolgenden negativen Quartalswachstumsraten ist wenig hilfreich. Dies lässt sich leicht am Beispiel Chinas illustrieren. China ist in den vergangenen Jahrzehnten stark gewachsen. Ab welcher Wachstumsrate würden Sie sagen, dass die chinesische Volkswirtschaft sich in einer Rezession befindet? Braucht es dafür eine negative Zahl?

Natürlich nicht! Tatsächlich beurteilen seriöse Konjunkturforscher die Frage, ob eine Volkswirtschaft in einer Rezession ist, nicht einfach anhand einer einzigen Statistik. Seit den bahnbrechenden Arbeiten von Arthur Burns und Wesley Mitchell in den vierziger Jah-

ren des vergangenen Jahrhunderts wird eine Rezession viel breiter definiert. So schrieben die beiden Amerikaner in ihrem Standardwerk über die Messung von Konjunkturzyklen:

«A cycle consists of expansions occurring at about the same time in many economic activities, followed by similarly general recessions, contractions, and revivals which merge into the expansion phase of the next cycle.»¹

Zentral in dieser Definition ist, dass viele Bereiche der wirtschaftlichen Aktivität gleichzeitig in einer Expansion bzw. Rezession sein müssen, um von einem Konjunkturzyklus sprechen zu können. Etwas flapsiger könnte man sagen: der bloße Rückgang einer einzigen Statistik macht noch keine Rezession.

Tatsächlich hat das für die offizielle Terminierung von Wendepunkten der US-Konjunktur zuständige *National Bureau of Economic Research* (NBER) diese Definition aufgenommen und so umgesetzt, dass eine Vielzahl von Wirtschaftsstatistiken beobachtet werden, um die verschiedenen Konjunkturphasen zu bestimmen.

Dies wird intuitiv mit der Frage verständlich, welche Entwicklungen – abgesehen von der Entwicklung des Volkseinkommens – wir in den unterschiedlichen Bereichen der Wirtschaft in einer Rezession erwarten würden. Als gutes Beispiel dazu dient der Arbeitsmarkt. In einer Rezession würden wir erwarten, dass einige Arbeitnehmer ihren Arbeitsplatz verlieren. Eine Rezession sollte also mit einem Anstieg der Arbeitslosigkeit verbunden sein. Gerade dieser Zusammenhang ist es wohl, der die meisten Menschen eine Rezession als etwas Schlechtes empfinden lässt. Auch in der Produk-

¹ Burns und Mitchell (1946). *Measuring business cycles*, National Bureau of Economic Research.

tion von Industriegütern sollte sich eine Rezession widerspiegeln. So ist damit zu rechnen, dass die Kapazitäten der Industrie nicht mehr voll ausgelastet sind, wenn die Wirtschaft in eine Rezession gerät. Das NBER stützt sich bei der Bestimmung von Rezessionen neben dem Wachstum des Volkseinkommens dementsprechend auch auf die Entwicklung der Arbeitslosigkeit, der Kapazitätsauslastung der Industrie und viele andere Statistiken.

Eine solche Analyse einer Vielzahl von Statistiken ist zugegebenermassen etwas für Spezialisten und bleibt für eine breitere Öffentlichkeit kaum nachvollziehbar. Dies erklärt wohl, warum Medien, aber auch die Finanzmärkte sich auf das Wachstum des Volkseinkommens fokussieren.

Zum Glück lassen sich diese Überlegungen der Konjunkturforschung aber auch auf das Wachstum des Volkseinkommens einfach übertragen, und zwar anhand einfacher Erkenntnisse der Wachstumstheorie. Die vergangenen Jahrzehnte haben dank intensiver Forschung zum Thema des langfristigen Wachstums eine empirisch bewährte Methode zur Bestimmung des sogenannten Trendwachstums hervorgebracht. Das Trendwachstum einer Volkswirtschaft ist die Wachstumsrate, welche die jeweilige Volkswirtschaft nachhaltig an den Tag legen kann. Es beschreibt damit einen Wachstumspfad, bei dem es in der Wirtschaft

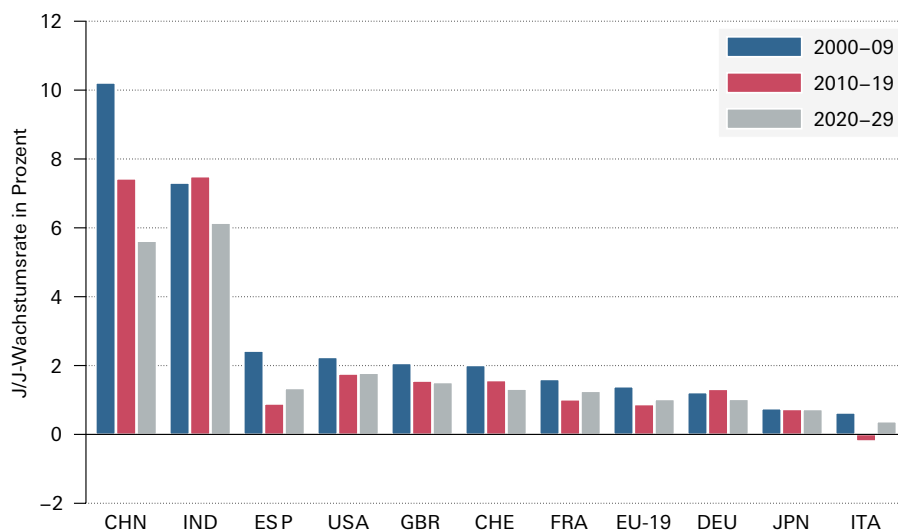
weder zu Unterbeschäftigung noch zu Überhitzung kommt und die Inflation so nicht ansteigt.

Volkswirtschaften unterscheiden sich

Dieses Trendwachstum wird bestimmt durch die Entwicklung der geleisteten Arbeitszeit, der Kapazitäten von Maschinen, Anlagen und Infrastruktur sowie durch die Produktivität. Diese Entwicklungen und damit die Trendwachstumsraten lassen sich interessanterweise deutlich besser prognostizieren als die Wachstumsraten einzelner Jahre. Langjährige Kunden von Wellershoff & Partners wissen z.B., dass wir den deutlichen Wachstumsrückgang in China auf die heutigen Werte bereits im Jahr 2010 fast punktgenau antizipiert hatten.

In Abb. 1 stellen wir unsere aktuellen Schätzungen für das Trendwachstum der wichtigsten Industrienationen sowie der zwei grössten Schwellenländer, China und Indien, dar. Ohne Überraschung werden Sie feststellen, dass unterschiedliche Volkswirtschaften unterschiedliche Trendwachstumsraten aufweisen. Sämtliche Industrienationen weisen ein tieferes Trendwachstum auf als Indien oder China. Das liegt in erster Linie an einem deutlich tieferen Wachstum der Produktivität in den einkommensstärkeren Volkswirtschaften. Das heisst, dass Länder mit tieferem Durchschnittseinkommen mehr Wachstumspotenzial haben.

Abb. 1: Trendwachstumsraten



Die Abbildung zeigt die durchschnittlichen Trendwachstumsraten verschiedener Volkswirtschaften seit 2000. Die Industrienationen weisen ein deutlich tieferes Trendwachstum auf als Indien und China. Diese zwei grossen Schwellenländer dürften damit auch in Zukunft eine relativ hohe Wachstumsdynamik aufweisen.

Quelle: Penn World Tables, UN, Wellershoff & Partners

Auch die Demografie spielt eine wichtige Rolle. So wird die indische Bevölkerung noch auf viele Jahre hinaus deutlich schneller wachsen als diejenigen der westlichen Industrienationen. Aber auch China kämpft mit einer schrumpfenden Anzahl erwerbsfähiger Menschen, was eine Spätfolge der früheren Ein-Kind-Politik ist. Aus diesem Grund und dem weiterhin deutlich tieferen aktuellen Pro-Kopf-Einkommen rechnen wir damit, dass die indische Volkswirtschaft in den kommenden zwanzig Jahren schneller wachsen wird als die chinesische.

Die demografische Entwicklung erklärt auch den Unterschied zwischen der Trendwachstumsrate der USA und der Eurozone. Tatsächlich wächst die US-Bevölkerung um ca. 0.6 Prozent schneller als diejenige Europas. Damit kann die US-Volkswirtschaft im Trend deutlich schneller wachsen. Pro Kopf werden die Wohlstandsfortschritte in diesen grossen Industrieregionen aber aller Voraussicht nach vergleichbar sein. Wenn Sie mehr über dieses Thema und damit zum Beispiel über Absatzmarktpotenziale wissen wollen, verweisen wir auf das für den Sommer 2019 geplante Update unserer Trendwachstumsschätzungen in unseren *Critical Perspectives*.

Trendwachstum als Anker der Konjunkturbeobachtung

Für die Konjunkturbeobachtung lassen sich dank diesen Trenderwartungen sehr interessante Ableitungen

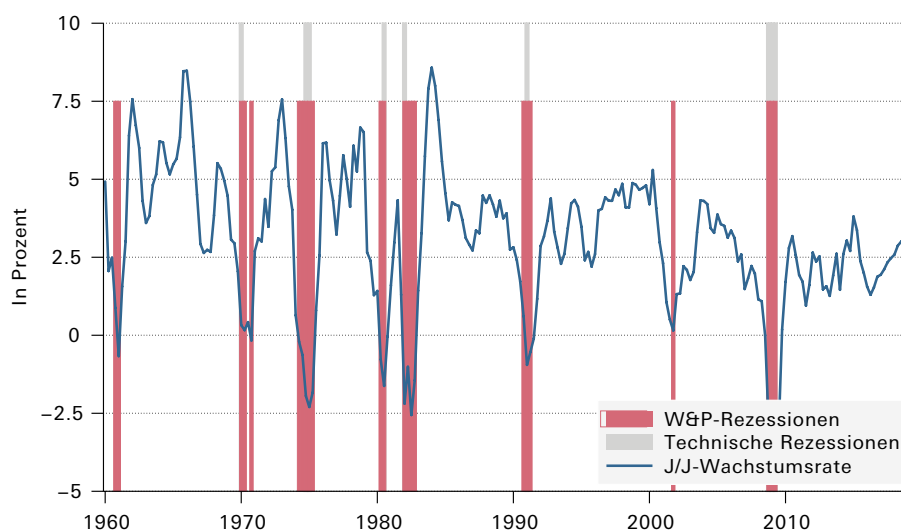
machen. So stellen wir fest, dass Wachstum über Trend in der Regel mit rückläufiger Arbeitslosigkeit und steigender Kapazitätsauslastung der Industrie verbunden sind. Umgekehrt gilt, dass Wachstumsraten unter Trend auch in vielen anderen Statistiken zur Wirtschaftsentwicklung negative Spuren hinterlassen.

Rezessionen sollten also nicht anhand der Nullwachstumsgrenze definiert werden, sondern anhand der Abweichung des aktuellen Wachstums vom Trend. Die entscheidende Frage lautet darum, ab welcher Differenz des aktuellen Wachstums von der Trendwachstumsrate wir von einer Rezession sprechen sollten. Hier kann uns eine einfache statistische Beobachtung helfen. Tatsächlich wissen wir, dass im langfristigen Mittel über verschiedene Volkswirtschaften hinweg das Verhältnis von Expansions- zu Rezessionsphasen in etwa 5:1 entspricht.² Anders gesagt befinden sich die Volkswirtschaften im langfristigen Mittel in etwa einem Sechstel der Zeit in einer Rezession.

Nimmt man nun an, dass Wachstumsraten einer statistischen Normalverteilung folgen, dann lässt sich

² Folgt man der Rezessionsterminierung durch das Economic Research Cycle Institute (ECRI), so war die durchschnittliche Expansionslänge seit dem zweiten Weltkrieg in den Vereinigten Staaten, Japan, Deutschland, Grossbritannien, Frankreich, Italien und der Schweiz 5.7 mal länger als die durchschnittliche Rezession. ECRI (2019). Business Cycle Peak and Trough Dates.

Abb. 2: Rezessionen der US-Wirtschaft (gemäss «technischer Rezessionsregel»)



Die Abbildung zeigt die Jahreswachstumsraten der amerikanischen Wirtschaft sowie die Rezessionen gemäss der «technischen Rezessionsregel» und gemäss unserer in dieser W&P-Perspektive vorgestellten Regel. Die «technischen Rezessionsregel» versäumt es, die Rezessionen von 1960 und 2001 als solche zu bezeichnen.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Penn World Tables, UN, Wellershoff & Partners

das in eine sehr einfache Regel umformulieren. Solche Verteilungen haben nämlich die Eigenschaft, dass etwa ein Sechstel aller Beobachtungen unterhalb dem Mittelwert minus eine Standardabweichung liegen. Gleichzeitig schwanken die Wachstumsraten der Volkswirtschaften um das jeweilige Trendwachstum herum, das somit den Mittelwert der Verteilung der Wachstumsraten darstellt. So lässt sich eine einfache Daumenregel aufstellen. Wir nehmen an, dass eine Wirtschaft sich dann in einer Rezession befindet, wenn ihre Wachstumsrate eine Standardabweichung unter ihrem Trendwert liegt. Genauer gesagt soll gelten, dass das durchschnittliche annualisierte Wachstum der letzten zwei Quartale und die letzte Jahreswachstumsrate kleiner als unser Grenzwert gewesen sein muss.

Natürlich ist ein solches Vorgehen kein wissenschaftliches Verfahren. Dafür würden unsere akademischen Kollegen die tatsächliche Verteilung von Wachstumsraten viel genauer untersuchen. Dabei würden sie feststellen, dass das Trendwachstum und damit der angenommene Mittelwert der Verteilung nicht konstant ist. Sie würden untersuchen, ob die Schwankungsbreite des vergangenen Wachstums wirklich ein guter Massstab für die Berechnung der Grenze ist. Und sie würden am Ende bestimmt mit einer Methode aufwarten können, die deutlich ausgefeilter ist.

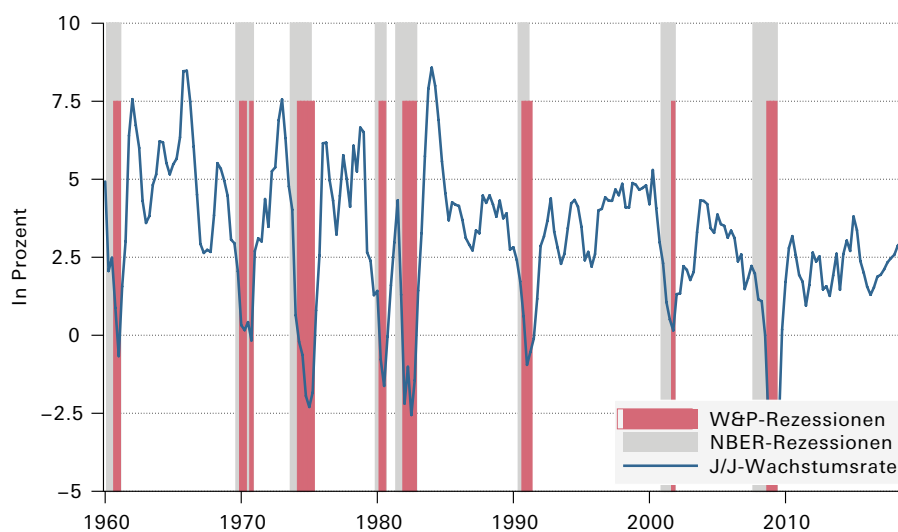
Wichtig ist uns an dieser Stelle anzumerken, dass das Ziel unserer Daumenregel nicht ist, eine wissenschaftlich fundierte Antwort auf die Frage zu geben, wann eine Volkswirtschaft in der Rezession ist. Die Antwort auf diese Frage erscheint uns sowieso nicht mit einem einzigen Indikator berechenbar zu sein. Wir versuchen lediglich eine klugere und trotzdem zeitnahe Alternative zu der weit verbreiteten und offensichtlich mangelhaften Definition von den zwei oder mehr negativen Wachstumsquartalen zu geben.

«Truth is what works»

Gelingt uns das mit der vorgeschlagenen Regel? Dies lässt sich ganz einfach daran testen, ob die Regel vernünftige Aussagen zulässt. Zu diesem Zweck haben wir in Abb. 2 das Jahreswachstum der Vereinigten Staaten dargestellt. Die roten Bereiche sind die Quartale, für die unsere Daumenregel eine Rezession in der amerikanischen Wirtschaft anzeigt. Die grau eingezeichneten Bereiche zeigen die Ergebnisse der «technischen Rezessionsregel».

Tatsächlich können wir mit unserer Definition die Abfolge der Rezessionen gut darstellen. Auch wenn die «technische Rezession» in einem Fall die Rezession früher angezeigte, als unsere Regel es tat, erscheint sie doch deutlich weniger gut geeignet, um Rezessionen zu terminieren. Insbesondere hat sie es versäumt, die

Abb. 3: Rezessionen der US-Wirtschaft (gemäss NBER-Definition)



Die Abbildung zeigt die Jahreswachstumsraten der amerikanischen Wirtschaft sowie die Rezessionen gemäss dem NBER und gemäss die in dieser W&P-Perspektive vorgestellten Regel. Unsere Regel scheint spät im Erkennen von Rezessionen. Ziel ist aber, im Gegensatz zum NBER möglichst zeitnah und anhand von nur einer Zahl das Ergebnis abzuschätzen.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, NBER, Penn World Tables, UN, Wellershoff & Partners

Rezessionen von 1960 und 2001 überhaupt als Rezessionen zu bezeichnen.

Abb. 3 gibt den Vergleich mit den Terminierungen des NBER wieder. Offensichtlich erwischen wir zwar mit unserer Regel die Entwicklung der jeweiligen Rezessionen gut, scheinen aber im Vergleich jeweils spät im Erkennen von Rezessionen. Mit Ausnahme der Rezessionen von 1981 und 2008 ist das allerdings der Tatsache geschuldet, dass das NBER mit Monatsdaten arbeitet und dadurch im Nachhinein Quartale als Rezessionsquartale bewertet, in denen die Rezession nicht vom ersten Monat an stattgefunden hat.

Trotzdem ist unsere Daumenregel für die Vereinigten Staaten attraktiv. Dies liegt daran, dass das NBER in der Regel mit einer erheblichen Verzögerung und häufig erst nach Abschluss der Rezession anhand von vielen Statistiken bestimmt, wann eine Rezession begonnen hat. Unser Ziel ist es dagegen, möglichst zeitnah und anhand von nur einer Zahl das Ergebnis einer

solchen Untersuchung abzuschätzen. Noch attraktiver wird eine solche Regel dementsprechend dann, wenn man sie auf Länder anwendet, in denen kein so grosser Aufwand bei der Konjunkturzyklusbestimmung getrieben wird wie in den Vereinigten Staaten.

Wo stehen wir heute?

Eine solche Bestimmung wollen wir nun anhand aktueller Daten vornehmen. Tab. 1 zeigt dazu die Trendwachstumsraten, die aktuellen Wachstumsraten sowie die Grenzwerte, die gemäss unserer neuen Regel eine Rezession in einer Volkswirtschaft anzeigen. Die beiden letzten Spalten geben wieder, ob wir anhand der «technischen Rezessionsregel» und anhand unserer Regel aktuell von einer Rezession in den betrachteten Volkswirtschaften ausgehen können.

Betrachten wir zunächst unsere Grenzwerte. Auffällig ist, dass bei allen dargestellten Industrienationen der Schwellenwert unter null liegt. Das ist angesichts

Tab. 1: Übersicht zur aktuellen Konjunkturzyklusbestimmung

	2018	Trend	Grenze	J/J-Wachstum	Q/Q-Wachstum (ann.)	Techn. Rez.	W&P-Rez.
Schweiz	Q3	1.5%	-0.3%	2.1%	-1.0%	Nein	Nein
	Q4	1.5%	-0.3%	1.5%	0.7%	Nein	Nein
Vereinigte Staaten	Q3	2.0%	-0.5%	3.0%	3.4%	Nein	Nein
	Q4	2.0%	-0.5%	3.1%	2.6%	Nein	Nein
Eurozone	Q3	1.2%	-0.6%	1.6%	0.6%	Nein	Nein
	Q4	1.2%	-0.6%	1.2%	0.8%	Nein	Nein
Deutschland	Q3	1.4%	-0.6%	1.2%	-0.8%	Nein	Nein
	Q4	1.4%	-0.6%	0.6%	0.1%	Nein	Nein
Italien	Q3	0.4%	-1.8%	0.6%	-0.5%	Nein	Nein
	Q4	0.4%	-1.7%	0.1%	-0.9%	Ja	Nein
Spanien	Q3	1.6%	-0.8%	2.4%	2.2%	Nein	Nein
	Q4	1.6%	-0.8%	2.4%	2.8%	Nein	Nein
Frankreich	Q3	1.3%	-1.0%	1.3%	1.0%	Nein	Nein
	Q4	1.3%	-1.0%	0.9%	1.0%	Nein	Nein
Grossbritannien	Q3	1.8%	-0.5%	1.6%	2.5%	Nein	Nein
	Q4	1.8%	-0.5%	1.3%	0.7%	Nein	Nein
Japan	Q3	0.8%	-1.7%	0.1%	-2.6%	Nein	Nein
	Q4	0.8%	-1.7%	0.0%	1.4%	Nein	Nein
China	Q3	6.1%	3.9%	6.2%	-	-	Nein
	Q4	6.0%	3.9%	6.1%	-	-	Nein
Indien	Q3	7.1%	4.8%	7.2%	-	-	Nein
	Q4	7.1%	4.7%	-	-	-	Nein

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Penn World Tables, UN, Wellershoff & Partners

der in den letzten Jahren zu beobachtenden fallenden Trendwachstumsraten keine Überraschung. Selbst in den Vereinigten Staaten, wo das Trendwachstum immerhin noch knapp 2 Prozent beträgt, liegt der Grenzwert aktuell bereits bei -0.5 Prozent. In der Eurozone sollten wir aufgrund der demografisch bedingten tieferen Trendrate erst bei -0.6 Prozent von einer Rezession ausgehen. Die gleiche Grenze gilt für Deutschland. Deutschland ist also weiter von einer Rezession entfernt, als die «technische Rezessionsregel» signalisiert.

In Italien, wo das Trendwachstum nach unserer Schätzung gerade einmal 0.4 Prozent beträgt, muss das Volkseinkommen sogar mit einer annualisierten Rate von 1.7 Prozent fallen, ehe wir von einer eigentlichen Rezession reden dürfen. Das mag für den einen oder anderen Beobachter ein überraschender Wert sein. Tatsächlich sehen wir aber, dass im vierten Quartal 2018 trotz Wachstumsraten leicht unter Trend und zuletzt sogar unter null die Arbeitslosigkeit rückläufig gewesen ist. Damit wagen wir keine Prognose über die weitere Entwicklung der italienischen Wirtschaft. Wir wollen lediglich feststellen, dass die von den Vertretern der «technischen Rezession» ausgerufene italienische Rezession wohl keine ist.

Wie sieht es in der Schweiz aus? Nach -0.3 Prozent im dritten Quartal wuchs die Wirtschaft im letzten Quartal des letzten Jahres gemäss erster Schätzung um 0.2 Prozent. Selbst bei einem Null- oder sogar leichten Negativwachstum hätten wir allerdings nicht von einer Rezession reden müssen. Denn bei uns liegt die Schwelle für die Beurteilung der Wachstumswerte bei -0.3 Prozent.

Wenden wir uns schliesslich den Schwellenländern zu. Für einige Schwellenländer, und insbesondere China, sind kaum verlässliche Quartalswachstumsraten erhältlich. Wir müssen uns daher auf die Jahreswachstumsraten verlassen, um unsere Regel zu verfolgen. In China sind gleichzeitig auch die Jahreswachstumsraten von zweifelhafter Qualität. Für die Beurteilung der chinesischen Wirtschaft benützen wir darum unsere eigene W&P-BIP-Statistik. Wie eingangs erwähnt, ist die Nullwachstumsgrenze in China offensichtlich nicht sinnvoll. Gemäss unserer Regel müsste das Jahreswachstum unter 3.9 Prozent fallen, um für China eine Rezession zu signalisieren. Trotz aktueller Schwäche der chinesischen Wirtschaft sind wir doch noch ein gutes Stück davon entfernt.

Schlussgedanke

Mit diesem kurzen Beitrag wollten wir zur Versachlichung der Diskussion um die Konjunkturentwicklung beitragen. Die Definition einer Rezession als eine Phase von zwei oder mehr aufeinanderfolgenden negativen Wachstumsquartalen ergibt ökonomisch keinen Sinn. Stattdessen möchten wir anregen, bei der Beurteilung der Konjunkturentwicklung die notwendigerweise sehr unterschiedlichen Trendwachstumsraten der Volkswirtschaften zu berücksichtigen. In anderen Worten: Die chinesische Wirtschaft weist bei ganz anderen Wachstumsraten Zeichen einer Rezession auf als die italienische. Von einer Rezession wollen wir dann reden, wenn das aktuelle Wachstum einer Volkswirtschaft mehr als eine Standardabweichung unter ihrem Trendwachstum liegt – und nicht wenn die Nullgrenze erreicht ist.

Mit dieser W&P-Perspektive versuchen wir keine Prognose über die Weltwirtschaft. Nimmt man unsere Definition als Massstab, stellen wir anhand der aktuellen Zahlen lediglich fest, dass die Weltwirtschaft bis jetzt noch weit von einer als Rezession einzustufenden Entwicklung entfernt ist. Vielleicht erscheint das als keine grosse Leistung. Wir meinen dennoch, dass es sich in einer Zeit gewachsener Unsicherheit lohnt, nicht nur über die Zukunft zu spekulieren, sondern auch die Gegenwart sauber zu beschreiben.

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 // Adriel Jost, adriel.jost@wellershoff.ch

Klaus W. Wellershoff, klaus.wellershoff@wellershoff.ch

Lêzan-Noé Calis, ln.calis@wellershoff.ch

Konzeption // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich

Gestaltung // Feinmass Kommunikationsdesign, Luzern

Die W&P-Perspektive erscheint in deutscher oder englischer Sprache.

Redaktionsschluss: 27. Februar 2019