

ANLAGEPOLITIK UPDATE

MAI 2011

Inhalt		Seite
Auf einen Blick	Unsere aktuellen anlagepolitischen Leitlinien	2
Wirtschafts- und Geldpolitik	Bebende Seelen, gebremster Schwung	3
Rohstoffe	Genug Geschenke für Kate	4
Aktien	Günstig oder nur billig	6
Anleihen	Des Kaisers Kleider	7
Devisen	Geld wie jedes andere	8
Portfoliothemen	Das Land, das nicht sein darf	9

Unsere aktuellen anlagepolitischen Leitthesen

Liquide Anlagen

- Die Verzinsung liquider Anlagen steigt wieder, dennoch verlieren sie nach Inflation und Steuern real an Wert.
- Sollte die jüngste Zinsanhebung durch die EZB tatsächlich eine Zinswende markieren, werden sich die Konditionen für kurzfristige Geldanlagen weiter verbessern.

Rentenanlagen

- Die Renditen von Bundesanleihen und Pfandbriefen bewegen sich immer noch auf Niveaus, die für langfristige Käufe nicht besonders attraktiv erscheinen.
- Das weltweit schwindende Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit von Staaten bedeutet, dass Staatsanleihen nicht durchgängig als sichere Anlage gelten dürfen. Es ist wichtiger denn je, vor einer Anlage die eigene Risikobereitschaft auszuloten und den Emittenten bewusst zu wählen. Vertrauenswürdige Staaten mit eigener Währung und auch Schwellenländer verdienen Beachtung.
- Wir empfehlen weiterhin, bei Rentenanlagen flexibel zu bleiben und breit zu streuen. Wichtige Alternativen und Ergänzungen bleiben Anleihen mit Kuponanpassungen („Floater“) oder Inflationskoppelung („Linker“), sowie Unternehmensanleihen.

Aktienanlagen

- Trotz des robusten Aufwärtstrends der letzten Woche verschlechtert sich das Umfeld der Aktienmärkte immer mehr; ihr mittelfristiges Potential erscheint begrenzt.
- Eine kräftige Abwärtswelle an den globalen Aktienmärkten ist auch kurzfristig nicht auszuschließen. Bei japanischen Aktien raten wir ausdrücklich zur Vorsicht und auf dem aktuellen Kursniveau sogar zum Verkauf.

Alternative Anlagen

- Zuletzt entwickelten sich die Preise verschiedener Rohstoffe unterschiedlich. Die Perspektive weiterer Verteuerungen ist intakt, doch die Rückschlagsrisiken sind ebenfalls beträchtlich.
- Bei den Offenen Immobilienfonds (OIFs) ist noch kein Trend zu erkennen, wie sich das Gesetz zur Reform der OIFs auswirken wird. Es empfiehlt sich, die Entwicklung in Ruhe abzuwarten.
- Das „Absolute Return“-Konzept präsentiert sich unverändert attraktiv.

Die ausführliche Begründung für unsere Thesen finden Sie nicht nur in dieser Ausarbeitung, sondern auch in unserer Publikation „Anlagepolitik 2011“ sowie in den seitdem erschienenen Ausgaben des „Anlagepolitik Update“. Gerne senden wir Ihnen diese Publikationen zu: Auf der letzten Seite finden Sie unsere Kontaktdaten.

Wirtschafts- und Geldpolitik: Bebende Seelen, gebremster Schwung

„Die Erde beruhigt sich wieder, doch die Seele bebt weiter.“ Haruki Murakami, einer der einflussreichsten japanischen Schriftsteller der Gegenwart und in Kobe aufgewachsen, drückte mit diesen Worten seine Gefühle und seinen Schmerz aus, nachdem 1995 die Erde in seiner Heimatregion gebebt hatte. Die noch gewaltigere Katastrophe, welche am 11. März die Region Tohoku im japanischen Nordosten verwüstet hat, hat menschliches Leid in unfassbarem Ausmaß ausgelöst. Doch die Beobachter gingen mehrheitlich davon aus, dass die wirtschaftlichen Schäden begrenzt bleiben würden. Das reiche Japan würde sich um die betroffenen Bürger kümmern, und die Weltwirtschaft keinen messbaren Schaden davontragen.

Inzwischen liegen die ersten Zahlen vor. Leider geben sie keinen Anlass zum Optimismus. Im März ist die Industrieproduktion Japans mit 15,3 % so stark wie nie zuvor eingebrochen, obwohl ja das erste Monatsdrittel noch unbeeinträchtigt gewesen war. Internationale Konzerne wie Toyota oder Canon haben in düstersten Tönen über ihre Geschäftsentwicklung berichtet. Zum einen verhindern die nicht endenden wollende Serie von Nachbeben und die atomare Verseuchung des Raums Fukushima die rasche Instandsetzung der Produktionskapazitäten. Zum anderen bricht die Nachfrage ein: Den Japanern steht der Sinn nicht nach Konsum, und die restliche Welt will keine Geräte kaufen, deren Herkunft radioaktive Ängste schürt.

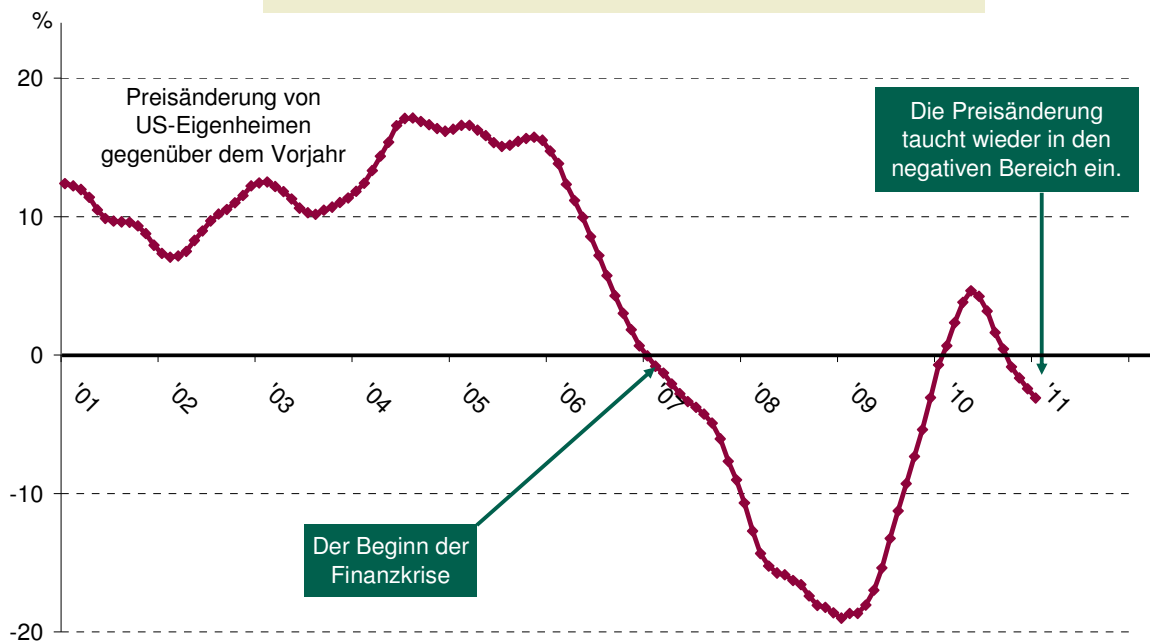
Damit dürfte die prekäre Lage Japans nun doch die Weltwirtschaft spürbar bremsen. Denn eine derart deutlich rückläufige Nachfrage schlägt durch, auch wenn der Anteil Japans am Welthandel mit rund 8% recht gering ist. Hinzu kommt: Erst seit Kurzem treffen die Schiffe ein, in denen sich japanische Lieferungen von Vorprodukten hätten befinden sollen. Darum spürt auch die deutsche Wirtschaft erst mit Verzögerung, wie die Naturkatastrophe auf die verästelte Logistik der modernen Produktionswelt wirkt. Der Schaden lässt sich nicht hochrechnen: Wenn beispielsweise bei einem Auto nur ein einziges elektronisches Steuergerät aus Japan fehlt und dieses Bauteil kurzfristig nicht ersetzbar ist, kann das Auto nicht ausgeliefert werden – egal, wie gering der Anteil des fehlenden Geräts am Gesamtwert des Autos ausfällt.

Auch aus den USA kommen derzeit keine starken Impulse für die deutsche Konjunktur, im Gegenteil. Das US-Wachstum fiel im ersten Quartal mit nur 1,8% p.a. überraschend schwach aus. Die Gründe lagen bei den Verbrauchern, die sich mit ihrem Konsum zurückhielten, und den Öffentlichen Händen, die ihre Ausgaben drosselten. Dies könnte mehr als eine Momentaufnahme sein. Denn die Amerikaner müssen angesichts der sich türmenden Schulden von „municipals“ (also vor allem der Bundesstaaten), Zentralregierung und Sozialkassen nicht nur die staatlichen Haushalte empfindlich kürzen, sondern

werden auch von schon überwunden geglaubten Problemen eingeholt: Die Häuserpreise, deren Verfall vor drei Jahren die Finanzkrise ausgelöst hatte, beginnen nach einer längeren Stabilisierung wieder

abzurutschen. Wegen der Bedeutung, welche das Eigenheim für den Wohlstand der meisten US-Bürger besitzt, sind sinkende Häuserpreise in den USA eng mit einem schwachen Konsumverhalten verknüpft.

Vom US-Häusermarkt drohen neue Probleme



Die europäische und speziell die deutsche Wirtschaft müssen also nicht nur die neuerdings steigenden Zinsen sowie den Höhenflug des Euro gegenüber dem US-Dollar verkraften. Auch die Impulse aus dem Ausland werden schwächer. Das gilt

nicht nur, wie oben skizziert, für Japan und die USA: Auch in den meisten Schwellenländern flacht das Wachstum etwas ab. Die Möglichkeit muss in Betracht gezogen werden, dass wir den Höhepunkt dieses Konjunkturzyklus bereits gesehen haben.

Rohstoffe: Genug Geschenke für Kate

Auch im April setzten die Rohstoffpreise ihren Anstieg fort. Allerdings war eine differenzierte Entwicklung zu beobachten: Während sich einige Metalle und Agrarrohstoffe verbilligten, konzentrierte sich das Interesse auf die Edelmetalle. Das Silber stahl dabei seinem „großen Bruder“, dem Gold, die Show: Um fast ein Drittel

verteuerte es sich und erreichte wieder die 50-Dollar-Marke. So teuer war Silber zuletzt vor dreißig Jahren, als die Hunt-Brüder versucht hatten, den Weltsilbermarkt unter ihre Kontrolle zu bringen.

Ganz eindeutig zu benennen sind die Gründe für die atemberaubende Aufwärts-

bewegung des Silberpreises nicht. Allerdings dürften die Witzbolde wohl irren, die einen Zusammenhang sehen wollen mit den Hochzeitsgeschenken für Catherine, die frisch gebackene Duchess of Cambridge – auch wenn der Silberpreis am Tag nach der königlichen Hochzeit deutlich nachgab. Vielmehr stand am Beginn der Silberhaussa ein Sowohl-als-Auch: Silber ist sowohl ein Edelmetall, das ebenso wie Gold einen sicheren Wertehalt verspricht, als auch ein gefragter

Industrierohstoff. Allmählich formte sich aus dieser zweifachen Nachfrage eine Preisblase, in der sich Gier und Falschmeldungen gegenseitig befeuerten. Angeblich seien die Silbervorräte der Erde bereits erschöpft, so das heißeste Gerücht. Das Ergebnis: Obwohl auch Gold auf einem neuen Rekord handelt, ist Silber gegenüber Gold so teuer wie nur zweimal zuvor in den letzten hundert Jahren. Nicht nur Kates Hochzeit, auch die Silber-Party dürfte vorbei sein.



Bei den übrigen Rohstoffen ist sicherlich bemerkenswert, dass der Ölpreis sein hohes Niveau verteidigen konnte. Allerdings bleibt die politische Unsicherheit hoch: In Libyen hat der Einsatz der NATO den Krieg befeuert statt verhindert, in Syrien verliert Baschar al-Assad trotz des Einsatzes von Gewalt immer mehr die

Kontrolle, und die neuen Machthaber in Ägypten knüpfen immer stärkere Verbindungen zu Regierungen, von denen sich Israel bedroht fühlt. Doch nicht nur im Nahen Osten droht Instabilität, auch in Nigeria kam es nach der Präsidentschaftswahl zu eskalierenden Protesten mit Hunderten von Todesopfern. Da nützt es

nichts, dass die Versorgung mit Öl derzeit nicht gefährdet ist: Der Weltmarkt schlägt

Aktien: Günstig oder einfach nur billig

Völlig losgelöst zeigten sich die globalen Aktienmärkte im April – und der DAX vorneweg. Mit einem Plus von 6,7% schaffte er es in der weltweiten Monatsrangliste hinter der Türkei auf den zweiten Platz. Zwar waren die vergangenen Wochen nicht arm an Nachrichten, die eigentlich eine Belastung für den DAX darstellen sollten. Doch es gab immer nur kleine Rückschläge, als würde sich der Index kurz schütteln, und dann kletterte er weiter nach oben. Zum Monatsende überwand er auch das im Februar markierte Dreijahreshoch. Bis zum absoluten Rekord von gut 8.100 Punkten sind es nicht einmal mehr 10 Prozent. Auch die US-Märkte schafften trotz lausiger Konjunkturdaten ein neues Jahreshoch.

Was treibt die Aktienmärkte an? Es sind die sprudelnden Unternehmensgewinne. Diese haben sowohl in den USA als auch in Europa die konjunkturelle Entwicklung überholt, weswegen Aktien sogar billig erscheinen. Derzeit kostet der DAX nur das etwa Elfache von dem, was die in ihm enthaltenen Unternehmen gemäß Schätzungen nächstes Jahr verdienen werden. Dieses sogenannte Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) liegt im langfristigen Durchschnitt eher bei 15. Daher sehen viele Anleger noch ein großes Potential gerade bei deutschen Aktien. Vorsicht jedoch ist geboten. Als Aktien zuletzt so

eine kräftige Risikoprämie auf, und hat allen Grund dazu.

billig aussahen, schrieben wir das Jahr 2007 und der DAX hatte ein Rekordniveau erreicht. Fünfzehn Monate später hatte er sich halbiert. Wie 2007 verbuchen die Unternehmen derzeit extrem hohe Gewinnmargen, die kaum auf Dauer erzielbar sein dürften. Wie 2007 die Vorboten der Finanzkrise, stehen derzeit etliche Menetekel an der Wand, die von den Anlegern noch ignoriert werden. Bremsspuren der Konjunktur, Zinsanstieg, Staatsschuldenkrisen beiderseits des Atlantiks, teures Öl und wachsende politische Instabilität: Die Risiken für die Unternehmensgewinne sind enorm.

Jahreszeitlich dürfte ein baldiger Kursrückschlag nicht überraschen, denn: „Sell in May and go away“ heißt das vielleicht bekannteste Börsenbonmot, welches außerdem empfiehlt, nach Verkäufen im Mai den späten Herbst für den Wiedereinstieg zu nutzen. Wer über die vergangenen Jahrzehnte nachrechnet, findet tatsächlich für die Sommer- und Herbstmonate eine schwächere Marktentwicklung als für Winter und Frühling. Dies hat eine klare Ursache: Die meisten Kurseinbrüche fanden zwischen Mai und Oktober statt. Wie immer man es betrachtet: Die Risiken sind gestiegen, und wir empfehlen Anlegern, in nächster Zeit dem Aktienmarkt mit Vorsicht zu begegnen. Billig muss nicht günstig sein.

Anleihen: Des Kaisers Kleider

Sie hat es getan: Die Europäische Zentralbank beschloss auf ihrer April-Sitzung, wie erwartet, erstmals seit fast drei Jahren wieder eine Zinsanhebung. Angesichts der unverändert nach oben weisenden Preistendenzen darf man davon ausgehen, dass sie den nun bei 1,25% p.a. stehenden Leitzins weiter anheben wird. Derzeit gehen die Märkte bis zum Jahresende von zwei weiteren Schritten um wieder jeweils 0,25%-Punkte aus.

Bedauerlicherweise lässt sich auch in dieser Monatsausgabe das leidige Thema „Krise der Staatshaushalte“ nicht vermeiden. Immerhin: Es kommt Abwechslung in die Angelegenheit. Bislang drehte sich ja die gesamte Aufmerksamkeit um Europas Probleme mit den Staatsfinanzen von Irland und den südlichen Euro-Staaten. Doch nun gehören auch die USA offiziell zu den Schmuttelkindern! Die Ratingagentur Standard & Poor's kündigte an, die bisher an die USA vergebene Schuldner-Bestnote von „AAA“ zu überprüfen. Damit ist ein tiefer Kratzer im Lack: Wenn eigens eine Überprüfung nötig ist, kann offenkundig keine Rede mehr davon sein, US-Staatspapiere seien die beste und risikoloseste Anlageform der Welt.

Wirklich überraschend kam dieser Schritt nicht, denn jeder Akteur an den Finanzmärkten kannte die Zahlen und wusste um die Höhe der Schulden, die auf den USA lasten. Doch Standard & Poor's hat ein Tabu gebrochen; nun darf es endlich offen

diskutiert werden: Der Kaiser USA ist, was die Finanzierung der Staatsausgaben angeht, ebenso dürftig gekleidet wie die meisten Staaten. Und Verbesserungen an dieser Garderobe sind zunächst wenig wahrscheinlich. Wegen der verschiedenen Mehrheiten in Washington haben sich die beiden großen Parteien bis zur Entscheidungsunfähigkeit ineinander verbissen, und aufgrund des näher rückenden Wahltermins 2012 bedeuten Ausgabenkürzungen nicht nur für Präsident Obama ein Risiko, das die Wiederwahl kosten kann.

Besser stehen in Europa die Dinge jedoch leider nicht, und auch hier kommt es immer mehr zum Streit. Journalisten berichten, ein baldiger Schuldenschnitt für Griechenland werde diskutiert, was den angeblichen Quellen in der Politik, den Notenbanken und dem Internationalen Währungsfonds (IWF) missfällt. Der Chefvolkswirt der EZB, mit Jürgen Stark ein gelernter Bundesbanker, warnt, ein solcher Schuldenschnitt könnte die Folgen der Lehman-Pleite in den Schatten stellen. Er tritt damit der immer häufiger zu hörenden Ansicht entgegen, Griechenland würde nicht mehr lange durchhalten. Hingegen knöpft sich der Chef des Europäischen Rettungsfonds EFSF, Klaus Regling, die Großbanken vor: Sie versuchten, den Kollaps Griechenlands herbeizureden, um dann an der Umstrukturierung zu verdienen, sagt Regling, der bis dato für seinen guten Kontakt zu institutionellen Investoren wie den Groß-

banken bekannt war. Vor dem Hintergrund der neuerlichen Querelen zogen die Kurse der Bundesanleihen im April wieder an, nachdem sie monatelang Verluste verzeichnen mussten.

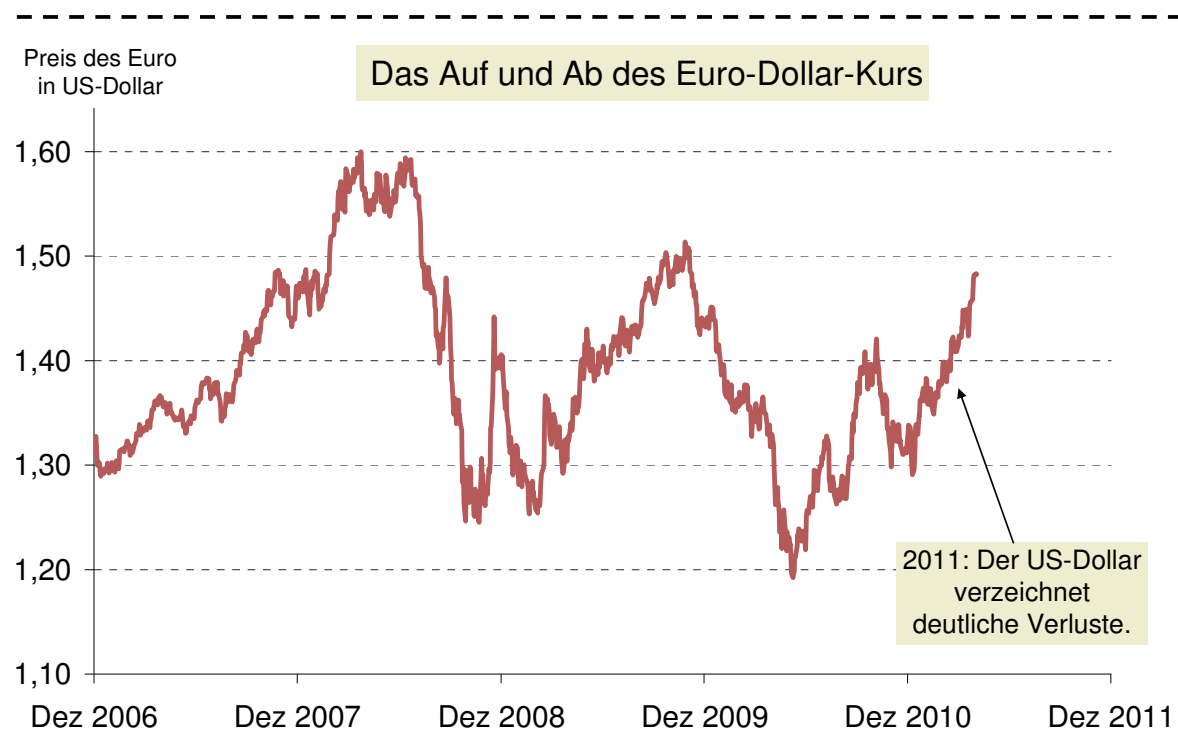
Es gibt einen, der dieses Thema am liebsten über den Sommer aussitzen möchte: Jean-Claude Trichet, der im Herbst scheidende Präsident der EZB. Nachdem Axel Weber, seit 1. Mai nicht mehr Bundesbank-Präsident, zurückgezogen hatte, läuft alles auf den italienischen Kandidaten Mario Draghi zu. Im Gegensatz zu Weber, der das Spiel auf

der politischen Tastatur nicht lernen wollte, beherrscht Draghi die Kunst, jedem das Gefühl zu geben, er sei auf seiner Seite. Daher ist unklar, wofür Draghi wirklich steht. Allerdings: Große Projekte werden oft von denen verwirklicht, denen man es nicht zugetraut hätte. Ein Italiener kann in Europa harte Entscheidungen vielleicht besser vermitteln, als es ein unter dem Generalverdacht der Besserwisserie stehender Deutscher gekonnt hätte. Die Lage der Staatsfinanzen und die sich entwickelnde Inflation werden vom künftigen EZB-Präsidenten in der Tat harte Entscheidungen verlangen.

Devisen: Geld wie jedes andere

Es war ein verheerender Monat für den US-Dollar. Gegen jede der wichtigen Währungen der Welt verlor er kräftig an Boden. Drohende Staatsbankrotte in

Europa, Mehrfachkatastrophe in Japan, wirtschaftliche Flaute in Großbritannien, alles egal: Euro, Yen und Pfund zogen gegen den Dollar an.



Der Dollar kommt von mehreren Seiten unter Druck. Zum einen hat Ben Bernanke, Chef der US-Notenbank, nochmals bekräftigt, die ultralaxe Geldpolitik mindestens bis in den Spätherbst hinein beizubehalten. Der Euro-Raum, bei dem nun eine Zinsanhebung beschlossen worden ist, erscheint da wesentlich attraktiver. Zum anderen färbt das sinkende Vertrauen in die USA als Schuldner wohl auch auf die Währung ab. Es scheint, als sei der US-Dollar, einst die stolze

Währung einer stolzen Supermacht, kein besonderes Geld mehr.

In jedem Fall handelt es sich bei der jüngsten Dollar-Schwäche nicht um eine Stärke des Euro. Denn der Euro hat einen gemischten Monat hinter sich, in dessen Verlauf er sich gegen verschiedene Währungen verbilligte. Neben der leichten Erholung des japanischen Yen war die erneute Stärke des Schweizer Franken auffällig.

Portfoliothemen: Das Land, das nicht sein darf

Es ist eine der fesselndsten Szenen der klassischen Jugendliteratur: Jim Knopf und Lukas, der Lokomotivführer, die auf der winzigen Insel Lummerland leben, sind auf der Suche nach dem versunkenen Königreich Jamballa. Der Goldene Drache der Weisheit kennt den Schlüssel: Es muss das „Land, das nicht sein darf“, in einem schrecklich gefährlichen Abenteuer zur Versenkung gebracht werden, damit Jamballa wieder ans Licht steigen kann, „wie auf dem anderen Ende einer großen Waage“. Jim und Lukas sagen ihrer „Insel mit zwei Bergen Lebewohl und segeln los. Wird alles gut ausgehen?

Szenenwechsel: Realität, hier und heute. Sicherheitsorientierte Anleger, die Risiken vermeiden wollen, erhalten seit bald drei Jahren nur noch Zinsen von Lummerland-ähnlicher Winzigkeit. Und nun finden diese Anleger in ihren aktuellen Depotauszügen oft auch noch Kursverluste vor. Wie kommt das?

Ob sich der Goldene Drache der Weisheit auch an den Kapitalmärkten auskennt, wird nicht berichtet. Aber auch an den Anleihenmärkten gibt es so etwas wie eine „große Waage“. An deren einem Ende sitzt das Zinsniveau, auf dem anderen die Kurse, die für die Anleihen bezahlt werden. Und so funktioniert die Waage: Nehmen wir an, ein Anleger besitzt eine Anleihe mit einer Verzinsung (=Kupon) von 2% p.a. Nun steige das allgemeine Zinsniveau von 2% p.a. auf immerhin 3% p.a. Damit verliert diese Anleihe an Wert. Weil nun 3% p.a. üblich sind, findet die Anleihe mit den 2% p.a. nur für einen niedrigeren Preis einen Käufer. Da ist sie schon, die Waage: ein steigendes Zinsniveau bedeutet sinkende Kurse der Anleihen. (Genauer gesagt, gilt dies nur während der Laufzeit der Anleihen; zurückgezahlt werden sie natürlich wieder zum Nennwert von 100%.)

Genau dies ist zuletzt passiert. Vom September letzten Jahres bis aktuell in den April stiegen die Zinsen an, z.B. die für 10-jährige Bundesanleihen von rund 2% p.a. auf gut über 3% p.a. Eigentlich ist es den Anlegern ja recht, wenn es endlich höhere Zinsen gibt – hohe Zinsen sind für vorsichtige Anleger das Königreich Jamballa. Aber der Weg dorthin ist eben nicht schmerzfrei: Er führt nicht an der großen Waage vorbei, daher sind höhere Zinsen nicht zu haben ohne sinkende Kurse. Bei den 10-jährigen Bundesanleihen gaben die Kurse von September bis April um rund 10% nach. Das Gemeine daran: Nachdem vorher die Zinsen nur bei 2% p.a. standen, steht diesem Kursverlust lediglich ein Zinsertrag für das halbe Jahr von etwa 1% entgegen.

Das Abenteuer mit dem schrecklichen „Land, das nicht sein darf“, erleben daneben viele Anleger, ohne es zu wissen. Denn z.B. vermögensverwaltende

Mischfonds legen meist einen großen Teil ihres Fondsvermögens in Anleihen an – aus guten Gründen, weil so langfristig eine hohe Sicherheit gegen Verluste besteht. Doch in den vergangenen Monaten drückten die sinkenden Anleihenkurse auf die Fondsperformance. Ein Beispiel: Typisch ist eine Aufteilung in ein Drittel Aktien und zwei Drittel Anleihen. Wurden mit dem Anleiheteil zuletzt marktgerechte 9% Verlust erzielt, dann sind dies, aufs Gesamte gerechnet, 6%. Um dies auszugleichen, hätte der Aktienteil ein Plus von 18% erzielen müssen – so viel hat nicht einmal der DAX geschafft.

Jim und Lukas haben das Abenteuer mit Mut, guten Nerven und ein paar Schrammen bewältigt. Auch Anleger können das schaffen, vor allem, wenn die Segel in ihrem Depot so gesetzt werden, dass die schmerzhaften Ausschläge der Waage sie nicht zu hart treffen.

Haben Sie noch Fragen?

Dann wenden Sie sich gerne an uns:

Matthias Oelze 089 2060657-74

Marius Tingau 089 2060657-50

Friedhelm von Zieten 089 2060657-35

Wir freuen uns über Ihr Feedback!

© 2011 Bankhaus von der Heydt GmbH & Co. KG
Redaktion: Dr. Stefan Klotz und Victoria von Aretin.
Stand: 3. Mai 2011.

Herausgeber: Bankhaus von der Heydt GmbH & Co. KG, Widenmayerstraße 3, 80538 München, Deutschland.
Telefon +49 89 2060657-0. Alle Rechte vorbehalten.

Die vorliegende Ausarbeitung beinhaltet kein Angebot zum Kauf von Wertpapieren, sondern dient allein Ihrer Information. Sie stellt keine Anlageberatung oder -empfehlung dar und ersetzt in keinem Fall die vor jeder Wertpapierkaufentscheidung notwendige Beratung durch die betreuende Bank. Es handelt sich um Marketing-Material, welches nicht die Anforderungen erfüllt, die an unabhängig verfasstes Investment-Research-Material zu stellen sind. Die enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Soweit nicht anders angegeben, ist Bloomberg die angegebene Quelle der Daten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen; und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. In der Vergangenheit erzielte Performance ist kein Indikator für zukünftige Entwicklungen. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder das Bankhaus von der Heydt GmbH & Co. KG noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Ausarbeitung oder deren Inhalt. Das Dokument darf nur mit der ausdrücklichen Genehmigung des Bankhauses von der Heydt GmbH & Co. KG weitergegeben, fotokopiert oder in anderer Art und Weise vervielfältigt werden.