

Halbjahres-
Kommentar

Juni 28

2023



CV INVEST PARTNERS

Deja Vu und das
Dilemma der
Zentralbanken

Deja Vu und das Dilemma der Zentralbanken

Michael Gunnarsson

Um die Jahrtausendwende erreichte die Dotcom- oder Internetblase ihren Höhepunkt. Gekennzeichnet von hohen Umsatz- und Gewinnerwartungen für die Zukunft, stiegen die Kurse der Technologiewerte in nie dagewesene Höhen. Das Internet steckte noch in den Kinderschuhen und vieles, was uns heute selbstverständlich erscheint, war damals Zukunftsmusik. Mit ihrer Einschätzung, dass das Internet die Welt verändern würde, lagen die Investoren zweifellos richtig. Aber sie machten einen großen und teuren Fehler. Sie kauften Aktien von Unternehmen, in deren Kursen ein perfektes Szenario eingepreist war.

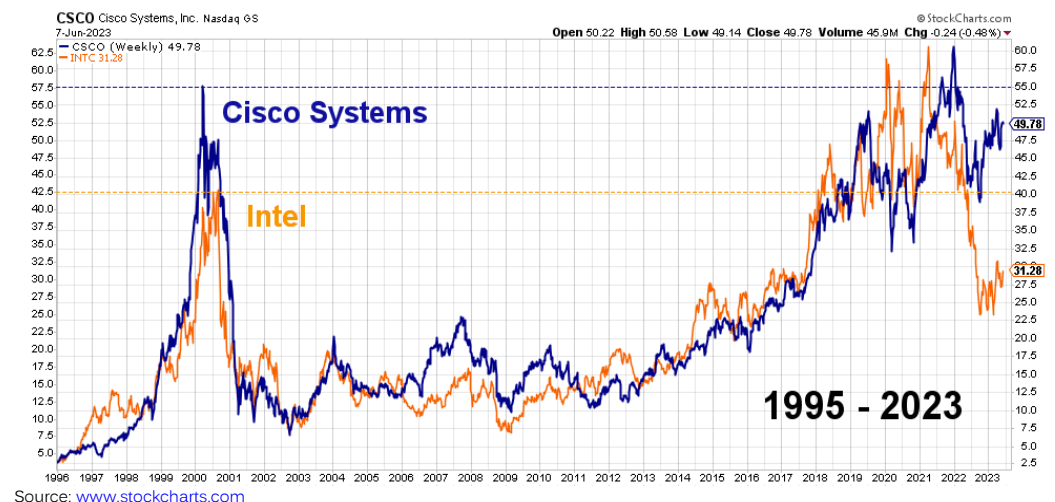
Zum Beispiel Cisco, damals das wertvollste Unternehmen der Welt. Cisco stellte Router und Switches her, die das Rückgrat des Internets bildeten. In einem zukunftsorientierten Depot kam man an diesem Unternehmen nicht vorbei. Der Kurs von Cisco war in den Jahren zuvor rasant gestiegen und notierte im März 2000 bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von fast 200. Es kam, wie es kommen musste. Der Kurs brach ein und heute, mehr als 20 Jahre später, notiert die Aktie immer noch fast 40 Prozent unter dem damaligen Allzeithoch. Dabei ist Cisco kein schlechteres Unternehmen geworden. Im Gegenteil. Die Produkte und Dienstleistungen sind heute relevanter als damals, der Umsatz ist deutlich höher, die Bilanz kerngesund, die Gewinne üppig und die Dividende 3%. Das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis: 18. Damals, im Jahr 2000, hatten die Anleger schlicht zu viel für die Aktie bezahlt.

Ein anderes Beispiel ist Intel. Intel war der erfolgreichste Chiphersteller der Welt. Zusammen mit Microsoft bildeten sie ein «unschlagbares» Duo. Denn jeder brauchte einen PC und damit Intel-Chips. Die Aktie war bei den Anlegern beliebt, wurde mit dem 14-fachen des Umsatzes und dem 60-fachen des Gewinns gehandelt. Was konnte da noch schief gehen? Wieder einmal hatte die Börse ein perfektes Szenario antizipiert, das enttäuscht wurde. Neue Konkurrenten drängten auf den Markt und heute kämpft Intel mit vielen Problemen. Wer im März 2020 Intel-Aktien gekauft hat, sitzt heute auf einem Buchverlust von fast 60%! (ohne Dividenden).

Ein paar Jahre später dominierte Nokia den Handy-Markt. Mit 90% Marktanteil galt Nokia als unanfechtbar. Heute wissen wir alle, dass es anders kam.

Fortune, May 2000
„No matter how you cut it, you've got to own Cisco“

Forbes, November 2007
„Can anyone catch the cell phone king?“

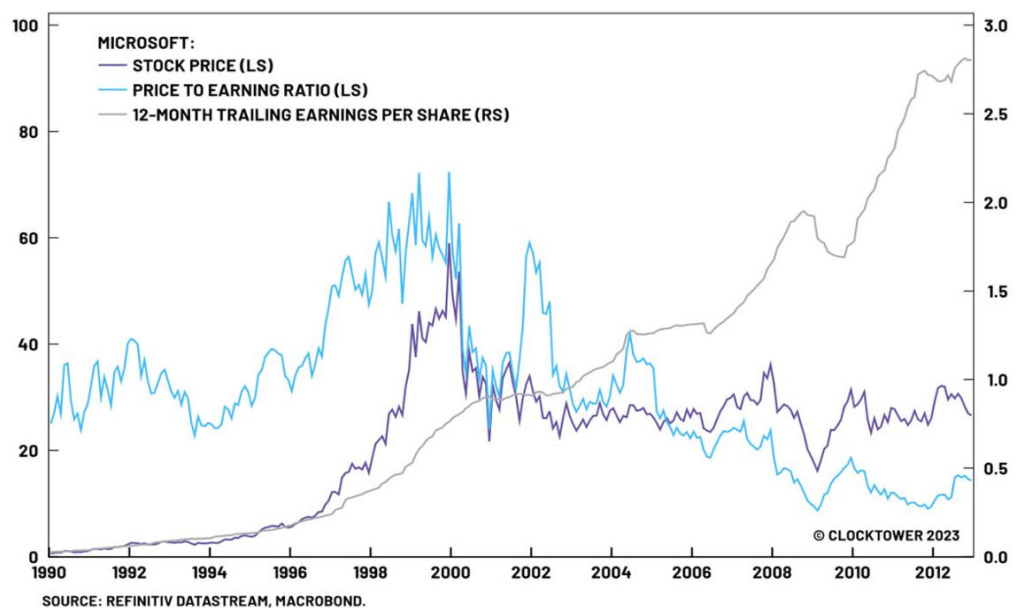


Howard Marks

„Auch das qualitativ beste Unternehmen kann ein schlechtes Investment sein, wenn seine Bewertung zu hoch ist“

Anlässlich der aktuellen Euphorie rund um das Thema künstliche Intelligenz und insbesondere Nvidia fühlen wir uns wie in einem Déjà-vu. Ja, künstliche Intelligenz wird unser Leben vermutlich in einem ähnlichen Ausmaß verändern wie das Internet, und ja, Nvidia ist hervorragend positioniert, um davon zu profitieren, stellt das Unternehmen doch mit seinen Grafikprozessoren und Chipsätzen quasi die Schaufeln und Pickel für die benötigten Hochleistungsrechner her. Derzeit scheint klar, dass die Aktie in jedes zukunftsorientierte Depot gehört. Doch werden sich die enormen Wachstumsphantasien, die bereits im Kurs eingepreist sind, tatsächlich erfüllen? Ist es sinnvoll, die Aktie eines Unternehmens zu kaufen, das ein KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) von 220 aufweist und mit dem 40fachen des Umsatzes gehandelt wird? Wir jedenfalls lassen die Finger von der Aktie. Zu ungünstig erscheint das Chance-Risiko-Verhältnis und zu präsent sind die Erfahrungen aus der Dotcom-Blase.

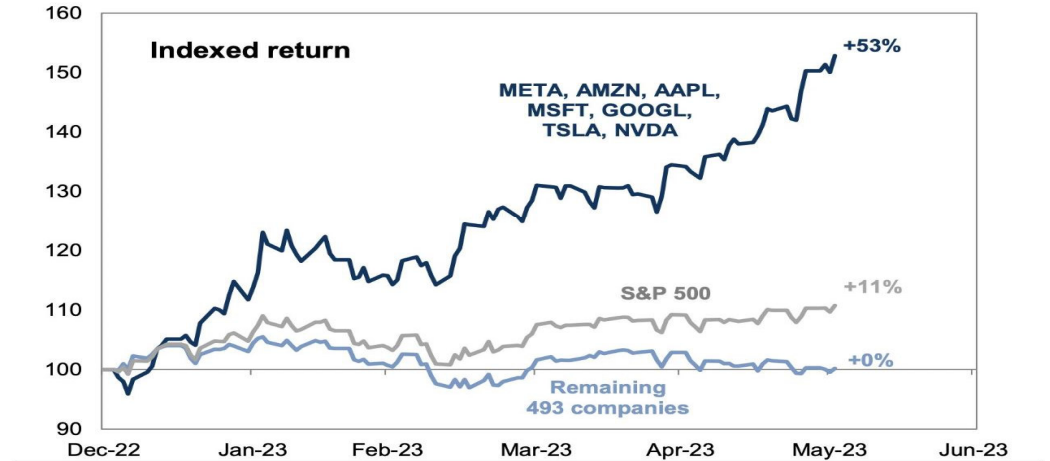
Ein gutes Beispiel dafür, wie wichtig die Bewertung einer Aktie ist, veranschaulicht untenstehende Darstellung. Microsoft wurde im Jahr 2000, also kurz vor dem Platzen der Dotcom Blase, zu einem KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) von 70 gehandelt (blaue Linie). Obwohl das Unternehmen in den Folgejahren sehr erfolgreich war und den Gewinn pro Aktie kontinuierlich steigern konnte (schwarze Linie), sackte der Aktienkurs bis 2009 stetig ab (violette Linie). Die Folge war, dass Microsoft 2009 zu einem KGV von unter 20 zu kaufen war. Wie im Beispiel Cisco hatte man im Jahr 2000 schlicht zu viel für die Aktie bezahlt.



Nvidia ist derzeit das Paradebeispiel für den Hype um künstliche Intelligenz. Im Schlepptau von Nvidia klettern Aktien wie Meta, Amazon, Apple, Alphabet, Microsoft und Tesla, die im vergangenen Jahr noch abgestraft wurden, immer höher. Da diese 7 Aktien aber mittlerweile 27% der gesamten Indexgewichtung des S&P 500 (enthält die 500 größten Unternehmen) ausmachen, spiegelt der S&P 500 ein völlig verzerrtes Bild der Realität wider. Seit Jahresbeginn ist der Index bereits um 12% gestiegen! Berechnet man die Index-Performance ohne diese 7 «KI-Titel», ergibt sich ein völlig anderes Bild. Der «S&P 493» hat sich seit Jahresbeginn kaum von der Stelle bewegt!

Solange sich nicht mehr Titel der Aufwärtsbewegung anschließen, bekräftigen wir unsere Einschätzung vom Jahresanfang, dass es sich bei der aktuellen Rally lediglich um eine Bärenmarktrally handelt und in der zweiten Jahreshälfte mit einer Wiederaufnahme des Abwärtstrends zu rechnen ist. Die Gründe dafür erläutern wir auf den folgenden Seiten.

Exhibit 2: Mega-cap tech has led the market higher YTD
as of June 1, 2023



Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

Das Rezessionsrisiko wird unterschätzt

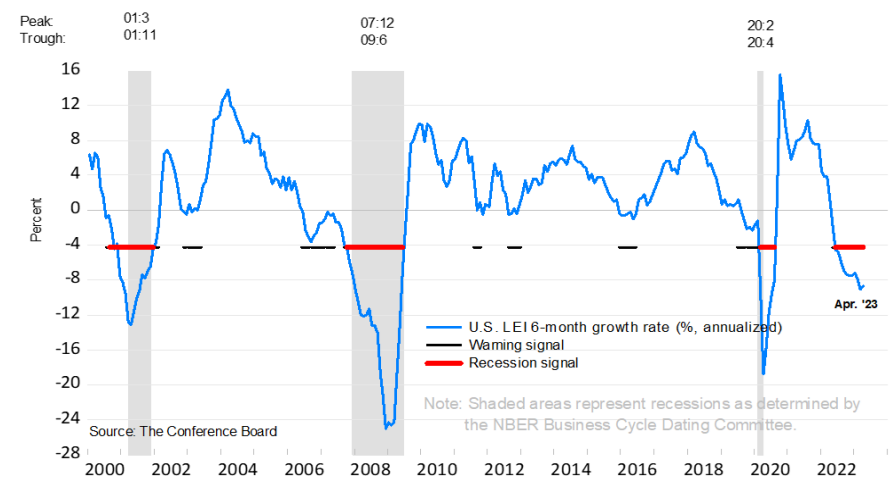
Bekanntlich haben wir in den letzten Monaten eine radikale Straffung der Geldpolitik erlebt. So schnell und aggressiv wie seit Jahresbeginn hat die amerikanische Notenbank seit den 80er Jahren nicht mehr agiert. Doch die höheren Zinsen haben Folgen und fressen sich allmählich durch das System. So gerieten im vergangenen Jahr die britischen Pensionsfonds ins Schlingern, in den USA machte im März der Zusammenbruch von Regionalbanken Schlagzeilen. Nach Jahren der Fehlallokation, ausgelöst durch eine beispiellose Liquiditätsschwemme, dürfte die Anpassung an höhere Zinsen weitere Opfer fordern. Geschäftsmodelle, die in den letzten Jahren nur von niedrigen Zinsen getragen wurden, werden verschwinden.

Warren Buffett
„Wenn die Flut zurückgeht
und die Ebbe kommt,
sieht man, wer keine
Badehose anhat“

Dass sich die höheren Zinsen auch auf die Wirtschaft auswirken und deshalb eine Rezession auch in den USA unausweichlich ist, scheint uns so gut wie sicher:

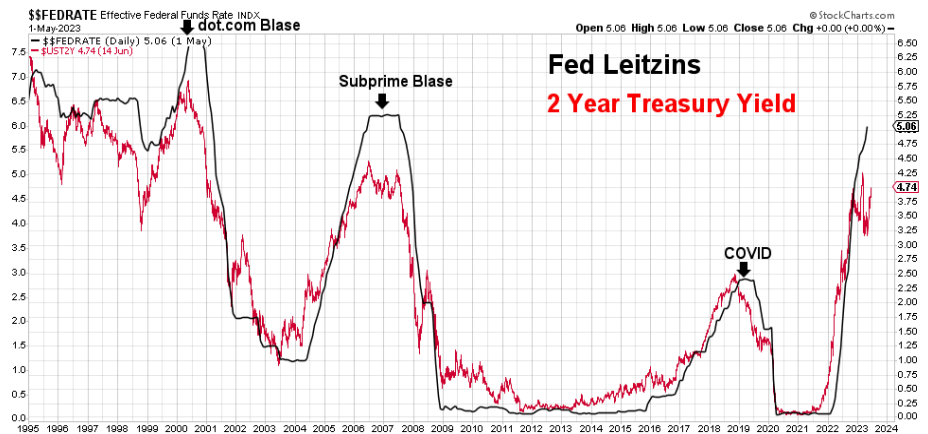
- Der vom US Conference Board publizierte Top 10 Leading Indicator Index, eine Sammlung vorausschauender Indikatoren, prognostiziert ganz klar eine Rezession. Seit 1974 hat er noch jede Rezession vorausgesagt.

Top 10 Leading Indicators (LEI)



Source: www.conference-board.org

- Der bislang so starke US-Arbeitsmarkt, zeigt erste Anzeichen einer Abschwächung
- Die amerikanischen Regionalbanken sind die wichtigste Finanzierungsquelle für den KMU-Sektor, der das Rückgrat der amerikanischen Wirtschaft bildet. Nach den Erfahrungen, die viele dieser Regionalbanken mit dem Beinahezusammenbruch gemacht haben, werden sie in erster Linie versuchen, ihre Bilanzen zu stärken, was bedeutet, dass die Kreditvergabe restriktiver wird.
- In den sieben Jahrzehnten seit dem Zweiten Weltkrieg hat die US-Notenbank 14 Zinserhöhungszyklen durchgeführt. Elf davon endeten in einer Rezession. Der Grund ist, dass Zentralbanken meistens übersteuern, d.h. zu spät handeln und dann zu weit gehen. An diesem Punkt sind wir auch jetzt wieder. Die folgende Grafik zeigt deutlich, dass es stets zu Unfällen kam, wenn die Leitzinsen (schwarz) über der Rendite der 2-jährigen Staatsanleihen (rot) lagen.



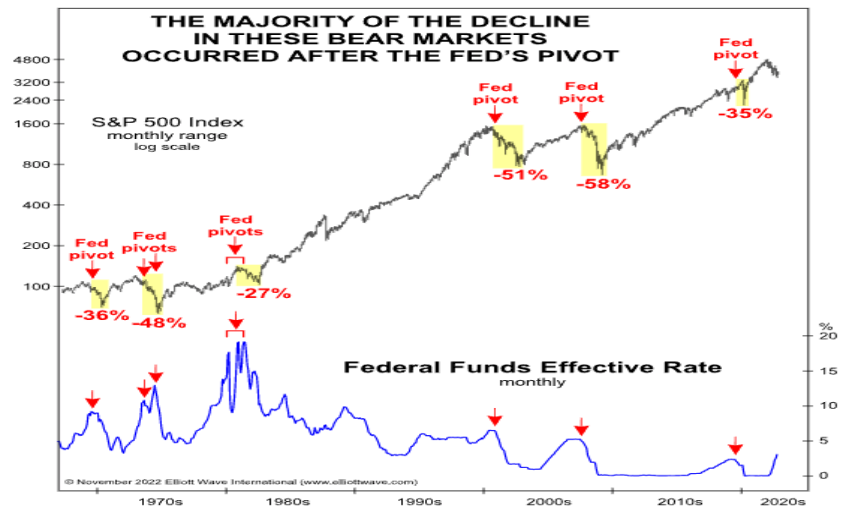
- Deutschland und die Eurozone befinden sich bereits in einer Rezession, während das schwächelnde China dieses Mal kaum als Retter der Weltwirtschaft einspringen wird

Wir halten es für sehr wahrscheinlich, dass die Fed auch dieses Mal überziehen wird. Es ist zu erwarten, dass der Stress im System weiter zunimmt und die Fed gezwungen sein wird, die Zinsen bald zu senken. Dabei steht sie allerdings vor einem Dilemma. Entscheidet sie sich dafür, die Inflation durch weitere Zinserhöhungen zu bekämpfen, riskiert sie eine schwere Rezession. Entscheidet sie sich hingegen, die Wirtschaft zu «retten» und die Zinsen zu senken, riskiert sie, dass sich die hartnäckige Inflation wieder verfestigt. Wir gehen davon aus, dass genau das passieren wird und die Inflation wieder aufflammt und sich in großen Wellenbewegungen nach oben bewegt, ähnlich wie in den siebziger Jahren. Dazu später mehr.

Der Markt geht derzeit von einem nahezu perfekten Szenario aus. D.h. weiter fallende Zinsen, eine Inflation, die sich wieder auf das Ziel von 2% einpendelt und eine weiche Landung der Wirtschaft. Eine milde Rezession wird allgemein erwartet. Deshalb wird die kommende Rezession auch als die am stärksten antizipierte aller Zeiten bezeichnet. Wir haben aus den oben genannten Gründen starke Zweifel an einer solchen sanften Landung. Für uns wäre es eine große Überraschung, wenn ein so schneller und starker Zinsanstieg nicht in einer unerwartet starken Rezession enden würde.

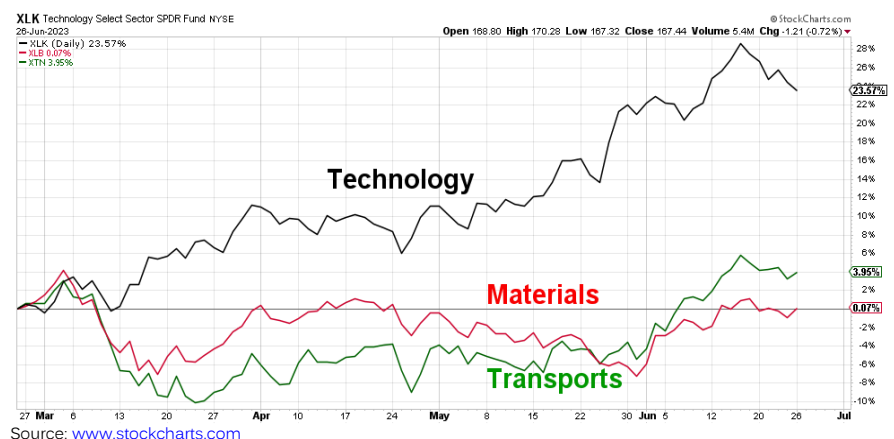
Das von den meisten Marktteilnehmern erwartete Idealszenario (sinkende Zinsen, Inflation wieder im «Normalbereich», weiche Landung) spiegelt sich auch in den stark gestiegenen

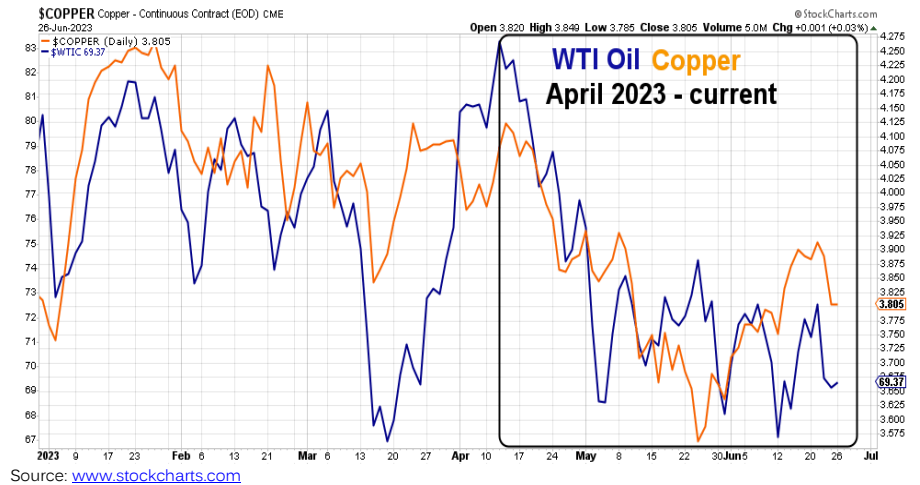
Indizes wider und erklärt einen Teil der vorherrschenden Euphorie. Dabei wird übersehen, dass eine Rezession in der Regel erst dann einsetzt, wenn die Fed ihre Zinserhöhungen beendet und meist sogar schon mit ersten Zinssenkungen begonnen hat.



Ausserdem: Schaut man etwas unter die Oberfläche der Indizes, mehrten sich die Zweifel, dass die Masse richtigliegt:

- Wie bereits erwähnt, verdankt der US-Aktienmarkt seine starke Performance einer kleinen Anzahl von Aktien, die aufgrund ihrer hohen Gewichtung den Index nach oben treiben, während sich der Großteil der Aktien sehr schwer tut. Ein gesunder Markt wird von der Mehrheit der Aktien nach oben getrieben. Solange dies nicht der Fall ist, sollte die dünne Marktbreite zur Vorsicht mahnen, denn schon den Hochs in den Jahren 2000, 2007 und 2021 ging eine immer dünner werdende Marktbreite voraus. Dies war mit ein Grund, warum wir im Januar 2022, noch vor dem Einmarsch der Russen, die Portfolios abgesichert haben. *(eine abnehmende Marktbreite beobachten wir derzeit auch in Europa)*
- Zyklische (konjunktursensitive) Aktien befinden sich seit Anfang Februar in einem Seitwärtstrend. Die konjunktursensitiven Rohstoffe Öl und Kupfer weisen seit Mitte April sinkende Preise auf. Für uns ein Zeichen, dass viele Aktien und Rohstoffe bereits eine Rezession vorwegnehmen. Da die Indizes aber dank weniger Technologie-werte weiter steigen, vermitteln sie ein trügerisches Bild der Aktienmärkte.





- Die Privatanleger sind so optimistisch wie schon lange nicht mehr (gemessen am ISEE Sentiment Index). Kleinanleger werden oft als Kontraindikator angesehen. So überwog auf dem Tiefpunkt im Oktober letzten Jahres der Pessimismus deutlich, während jetzt die Euphorie kaum noch Grenzen kennt. Auch der Greed & Fear-Indikator signalisiert inzwischen eine extreme Gier unter den Anlegern.

Warren Buffett
„Be fearful when others
are greedy and greedy
when others are fearful“



Wie weiter an den Märkten?

Aus den genannten fundamentalen und technischen Gründen halten wir an unserer negativen Markterwartung fest. Wir müssen zugeben, dass wir den aktuellen Boom an den Aktienmärkten, der vor allem durch die Euphorie rund um die künstliche Intelligenz ausgelöst wurde, unterschätzt haben. Zwar haben wir Anfang Januar in unserem Halbjahreskommentar noch geschrieben, dass die erwartete Bärenmarkttrally bis auf 4'300 im S&P 500 gehen könnte (aktuell 4'330), aber wir waren zu ungeduldig und haben in der Zeit der aufkeimenden Bankenkrise in den USA die Depots teilweise abgesichert. Das war ein Fehler. Dennoch halten wir aus den oben genannten Gründen an unserer negativen Markterwartung fest.

Für den S&P 500 sehen wir den Höchststand Ende 2021 nach wie vor als Ende der 2009 begonnenen Aufwärtsbewegung (5). Die Korrektur im Jahr 2022 ist zu einem großen Teil auf die Liquiditätsverknappung (steigende Zinsen, Ende des QE) und zu einem kleineren Teil auf den Krieg zurückzuführen. Der Oktober 2022 markiert den Tiefpunkt dieser ersten Korrekturwelle (a). Die aktuelle starke Gegenbewegung betrachten wir daher als eine typische, wenn auch sehr ausgeprägte Bärenmarkttrally (b), die bald von der zweiten, rezessionsbedingten Abwärtswelle abgelöst werden dürfte.

S&P 500 Tageschart



Source: www.stockcharts.com

Auch der STOXX 600 (Aktienindex der 600 größten europäischen Unternehmen) und der DAX stehen an einem wichtigen Widerstand. Seit dem Tief im Oktober haben sie 76.4% der gesamten Abwärtsbewegung von 2022 wieder wettgemacht. Wie schon Ende 2021 warnt eine Divergenz im RSI (untere Grafik) vor einer Trendumkehr.

STOXX 600

DAX Kursindex (exkl. Dividenden)

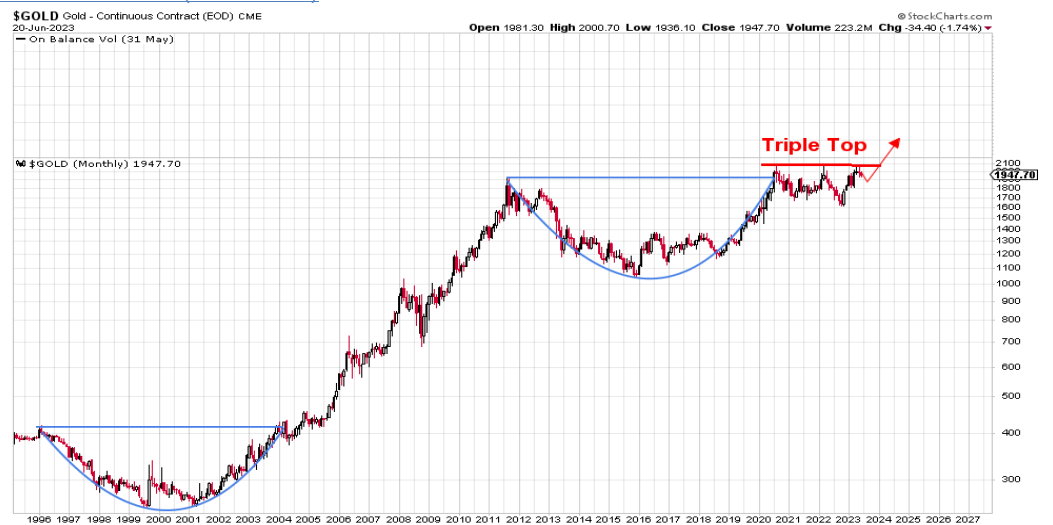


Source: Prorealtime

Gold

Seit vielen Jahren halten wir an unserer deutlichen Übergewichtung in Gold fest. Seit 2000 hat Gold in Dollar um durchschnittlich 10% zugelegt. Gegenüber anderen Währungen sind die Steigerungsraten noch höher und vor allem notiert Gold in vielen Währungen bereits auf Allzeithochs. In USD steht dies noch aus. Während ein weiterer Rücksetzer in Richtung USD 1'850 nicht auszuschliessen ist, erwarten wir, dass der Ausbruch in Richtung USD 2'400 noch in diesem Jahr gelingt.

Gold Monatschart (1995-aktuell)



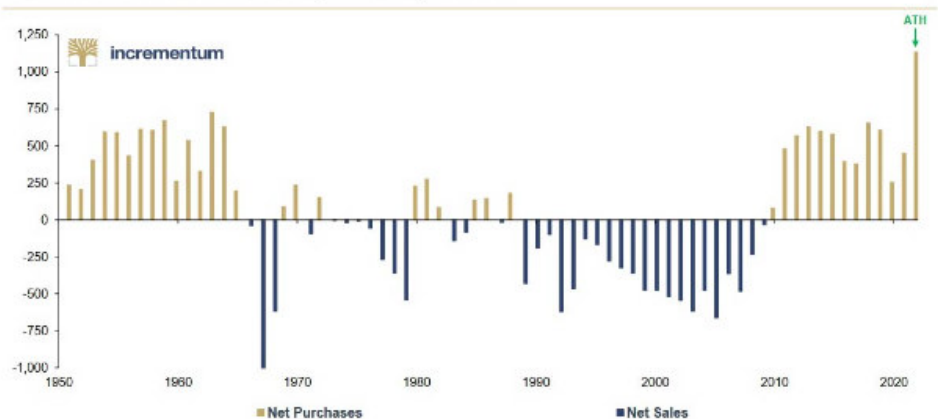
Source: www.stockcharts.com

Während die Investoren noch sehr zurückhaltend sind und kaum Interesse zeigen, treten ausländische Zentralbanken als große Goldkäufer auf, allen voran die «nicht-westlichen». Mit dem Einfrieren der russischen Devisenreserven im Frühjahr 2022 ist vielen Ländern bewusst geworden, dass sie über Nacht das gleiche Schicksal erleiden könnten, wenn sie bei den westlichen Staaten, allen voran den USA, in Ungnade fallen. Wir erwarten, dass sich die Diversifizierung weg vom Dollar fortsetzen wird.

Zentralbanken kaufen Gold wie noch nie

ATH: Central Banks Are Rediscovering Gold!

Global Central Bank Gold Purchases, in Tonnes, 1950-2022



Source: World Gold Council, Incrementum AG



Source: Incrementum

Opportunitäten

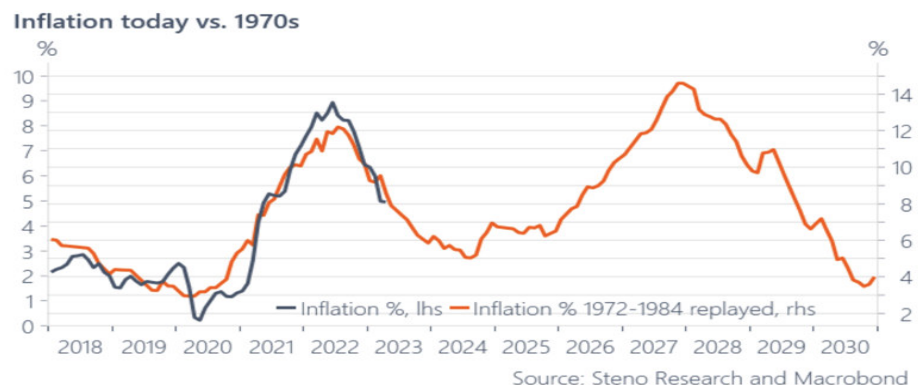
Wie bereits ausführlich beschrieben, erwarten wir für die kommenden Monate schwierige Finanzmärkte, da wir das Narrativ einer weichen Landung nicht teilen. Wenn aber der Boden erreicht ist (im 4. Quartal?), sehen wir viele Chancen, die allerdings ein Umdenken der Investoren erfordern. Lassen Sie uns dies kurz erläutern.

Strukturelle Inflation

Incrementum

„Obwohl Rezessionen, aber auch Einbrüche an den Kapitalmärkten disinflationär, mitunter sogar deflationär wirken, wird die Antwort darauf hochinflationär sein: QE, Zinskurvenkontrolle und Zinssenkungen“

Die Inflation in den westlichen Ländern geht zurück. Während die Verbraucherpreise in Deutschland bereits stark rückläufig sind, halten sie sich in den USA hartnäckiger. Dennoch ist mit einem weiteren Rückgang zu rechnen, da sich die Konjunktur abkühlt, sich die Lieferketten normalisieren und vor allem der Basiseffekt die Inflationsbekämpfung unterstützt. Allerdings haben wir große Zweifel, ob es der Fed gelingen wird, die Inflationsrate wieder auf das von den Märkten erwartete Ziel von 2% zu drücken, ohne eine schwere Rezession oder eine neue Finanzkrise auszulösen. Und sollte die Fed auf die kommende Rezession mit Zinssenkungen reagieren, ist davon auszugehen, dass die Inflation bald wieder anziehen wird. Es könnte also zu einer ähnlichen Entwicklung wie in den 1970er Jahren kommen:



Vieles spricht dafür, dass die kommenden Jahre von einer strukturell höheren Inflation geprägt sein werden. Die Inflation wird uns also noch länger beschäftigen als allgemein angenommen, und wir erwarten, dass die Zeiten von Inflationsraten unter 2 % vorbei sind und wir uns eher an 3 bis 5 % gewöhnen müssen. Die Gründe dafür sind vielfältig:

Peter Frech, Quantex

„Inflation ist wie Ketchup – erstmal rausgelassen, kriegt man es ohne Sauerei nicht mehr in die Tube rein“

- Die Pandemie hat schmerzhaft gezeigt, wie störanfällig komplexe Lieferketten geworden sind. Dies und die zunehmenden geopolitischen Spannungen führen zu einer Verlagerung der industriellen Produktion nach Amerika und Europa oder in befreundete Länder (Reshoring, Friendshoring). Dieser Trend verteuert die Produktion und wird noch viele Jahre anhalten. Ein gutes Beispiel ist die Verlagerung der Halbleiterproduktion.
- Diese Verlagerung von Produktionsstätten wird erhebliche private und öffentliche Kapitalinvestitionen erfordern (Zement, Kupfer, Stahl usw.). Der von den USA verabschiedete Inflation Reduction Act (IRA) ist ein gutes Beispiel dafür.
- Die Pandemie hat auch zu einem Ende billiger Arbeitskräfte geführt, weil die Menschen eine andere Einstellung zum Leben haben. Wer künftig Arbeitskräfte benötigt, wird deshalb mehr Lohn zahlen müssen
- Der Pool an (billigen) Arbeitskräften in den wichtigen Volkswirtschaften schrumpft (Demografie)
- Billige Energie gehört der Vergangenheit an

Unknown

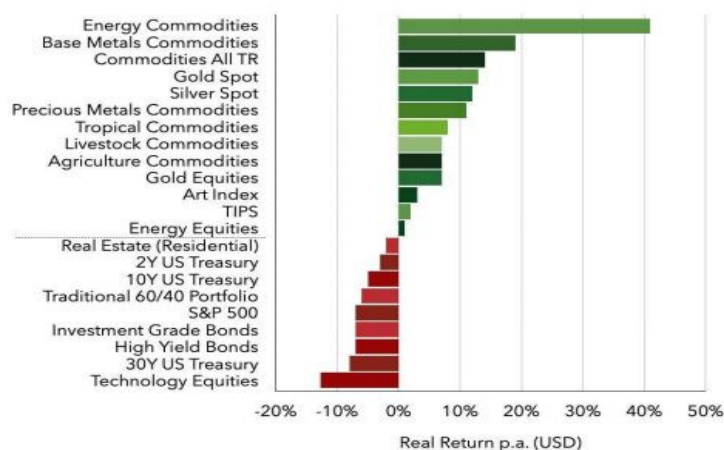
„The end of globalization (cheap labor), re-shoring from China (less cheap “stuff”) and now the end of cheap energy from Russia means secular changes are occurring. Just waiting is not going to fix these issues. The economy must be restructured for this new reality.“

- Für die Dekarbonisierung und Elektrifizierung der Weltwirtschaft im Rahmen des Klimaschutzes werden große Mengen an Metallen wie Kupfer, Nickel, Aluminium oder Kobalt benötigt. Aufgrund jahrelang unterlassener Investitionen trifft eine stark steigende Nachfrage auf ein strukturell knappes Angebot.
- Der Energiesektor (Öl & Gas) steht vor ähnlichen Problemen. Auch hier ist mit einer strukturellen Angebotsverknappung zu rechnen, da die Förderkonzerne kaum Anreize haben, in neue Förderkapazitäten zu investieren und die Nachfrage vor allem in den Schwellenländern noch deutlich steigen wird. Der Substitutionsprozess wird noch viele Jahre in Anspruch nehmen.

All diese Faktoren wirken preistreibend, weshalb wir von einer strukturell höheren Inflation ausgehen, die uns in den nächsten Jahren begleiten wird. Ein Umfeld mit höherer Inflation und tendenziell steigenden Zinsen (wir haben in früheren Ausgaben wiederholt auf das Ende des 40-jährigen Zinssenkungstrends hingewiesen) erfordert eine andere Vermögensallokation als in den letzten Jahrzehnten, die von Disinflation und sinkenden Zinsen geprägt waren (siehe Grafik unten). In dieser Zeit profitierten vor allem Wachstumswerte aus dem Technologiesektor, deren Bewertungen in teilweise schwindelerregende Höhen getrieben wurden. In einem Umfeld höherer Inflation und steigender Zinsen werden jedoch Unternehmen mit weit in der Zukunft liegenden Cash Flows, die zum Teil noch nicht einmal Gewinne erwirtschaften, neu bewertet. Wir erwarten daher, dass die Gewinner der letzten Jahre nicht die Gewinner der Zukunft sein werden. Vielmehr dürften attraktiv bewertete Unternehmen mit geringer Verschuldung und sprudelnden Cashflows, also Value-Aktien, wieder in den Fokus rücken.

Aktien aus dem Rohstoffsektor fallen in diese Kategorie. Für viele Investoren gelten sie aus ESG-Gründen als nicht investierbar und werden gemieden (Apple hat mit rund 7,5% ein höheres Gewicht im S&P 500 als alle Aktien aus dem Energie- und Grundstoffsektor zusammen, zu denen Schwergewichte wie Exxon Mobil, Chevron oder Freeport-McMoRan gehören). Dass für die angestrebte Dekarbonisierung und Elektrifizierung der Welt enorme Mengen an Rohstoffen benötigt werden, wird dabei gerne ausgeblendet. Aber: Rohstoffe sind grundsätzlich knapp und der Ressourcennationalismus nimmt zu. Dem Thema Rohstoffe werden wir uns voraussichtlich in der nächsten Ausgabe widmen. Denn aus unserer Sicht ebnet die aktuelle Schwäche bei Rohstoffen und Rohstoffaktien den Weg für deutlich höhere Notierungen in den nächsten Jahren. Noch sind tiefere Kurse wahrscheinlich, vor allem wenn die Weltwirtschaft, wie von uns erwartet, in eine tiefere Rezession rutschen sollte. Aber wir sind mehr denn je davon überzeugt, dass das Rohstoffjahrzehnt gerade erst begonnen hat.

Real Returns in Inflation Regimes (1920-2020)



Fazit

Die kommenden Monate werden für die Finanzmärkte und die so genannten Währungshüter anspruchsvoll. Letztere stehen vor einem Dilemma. Entweder sie kämpfen weiter gegen die Inflation und riskieren eine schwere Rezession oder sie senken die Zinsen und retten die Wirtschaft, was früher oder später zu einem Wiederaufflammen der Inflation führen wird. Wir erwarten Letzteres, da die Zeichen auf eine deutliche Abschwächung der Konjunktur hindeuten. Zudem dürfte der politische Druck, die Zinsen zu senken, zunehmen. Gut ein Jahr vor den US-Wahlen wünscht sich kein amtierender Präsident eine Rezession.

Das Narrativ der Finanzmärkte ist immer noch, dass wir bald wieder zur «Normalität» zurückkehren, d.h. sinkende Zinsen, Inflation im Zielbereich von 2% und eben eine sanfte Landung. Eine tiefere Rezession als erwartet scheint uns aber unausweichlich. Zu viel spricht dafür. Sorglosigkeit gepaart mit viel Euphorie rund um das Thema künstliche Intelligenz haben die Aktienindizes in den letzten Monaten nach oben getrieben, allerdings wurde dieser Anstieg nur von wenigen Aktien angeführt.

Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass es sich bei der im Oktober begonnenen Aufwärtsbewegung um eine Bärenmarktrallye handelt und sich der Abwärtstrend des letzten Jahres eher fortsetzen wird. Eine mögliche Bodenbildung im 4. Quartal dürfte jedoch hervorragende Anlagechancen bieten. Da wir in den kommenden Jahren mit einer strukturell höheren Inflation rechnen, dürften insbesondere Aktien aus dem Rohstoffsektor ein interessantes Investment darstellen.

Disclaimer

This document has been prepared by CV Invest Partners AG. It is not considered as financial analysis regarding the SBA directives aimed at guaranteeing independence in financial analysis. As such, these directives do not apply to it. The information contained herein is based on sources believed to be reliable, but no assurance can be given that such information is current, accurate or complete. This document is for information purposes only and shall not be construed as an offer, invitation or solicitation to enter into any particular transaction or trading strategy. This document does not take into account the investment objectives, financial situation or particular needs of any particular investor. Investors should obtain individual financial advice based on their own particular circumstances before making an investment decision on the basis of the recommendations in this document. Opinions and references to prices and yields expressed are subject to change at any time without notice. CV Invest Partners AG may from time to time, on their own behalf or on behalf of third parties, engage in transactions in the financial instruments described herein, take positions with, perform or seek to perform investment banking or other services for any company mentioned herein or any of its parents, subsidiaries and/or affiliates. This document is intended only for the recipient named. It may not be photocopied or otherwise reproduced, or distributed without the prior permission of CV Invest Partners AG. The delivery of this document to any US person shall not be deemed a recommendation of CV Invest Partners AG to affect any transactions in the securities discussed herein or an endorsement of any opinion expressed herein. CV Invest Partners AG may furnish upon request all investment information available to it supporting any recommendations made in this document. This document is not for distribution to Private Customers in the United Kingdom and investments mentioned in this report will not be available to such persons. Email transmission cannot be guaranteed to be secured or error-free as information could be intercepted, corrupted, lost, destroyed, arrive late or incomplete, or contain viruses. The sender does not therefore accept any liability as a result. If you are not the intended recipient of this message, please immediately notify the sender and delete this message. Any disclosure, copy and/or distribution thereof is prohibited.

© 2015, CV Invest Partners AG