QC • PARTNERS QuartalsUpdate

INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

August 2022 – November 2022 | *Märkte 2022 – "Parallel nach unten"* 15. November 2022

Die drei Monate seit dem letzten Quartalsbericht waren an den Kapitalmärkten unverändert turbulent. Der Krieg in der Ukraine bleibt das zentrale gesellschaftliche und politische Thema. Auch wirtschaftlich ist der Krieg weiterhin in vielen Facetten zugegen. An den Kapitalmärkten machen sich die direkten und unveränderten Folgen des Krieges unverändert in erhöhter Unsicherheit und hohen Schwankungen bemerkbar.
Besonders herausfordernd war dabei, dass die Schwankungen unterschiedlicher Assetklassen parallel nach unten gerichtet waren. Die bestimmenden Einflussfaktoren haben insbesondere auf Aktien und Renten gleichzeitig und gleichermaßen negativ gewirkt. Historisch gültige Gesetzmäßigkeiten und Diversifikationseffekte galten nicht mehr. Bei deutlichen Kursverlusten lag die Korrelation zwischen dem DAX und dem Bund Future in den drei Monaten von Ende Juli bis Ende Oktober bei plus 0,6. Zum Vergleich: in den vorhergehenden beiden Jahren von Ende Juli 2020 bis Ende Juli 2022 lag sie bei minus 0,2.

Aktienmarkt

Trotz eines überwiegend positiven Oktobers entwickelten sich im 3-Monats-Zeitraum von Ende Juli bis Ende Oktober praktisch alle großen Aktienindizes negativ.

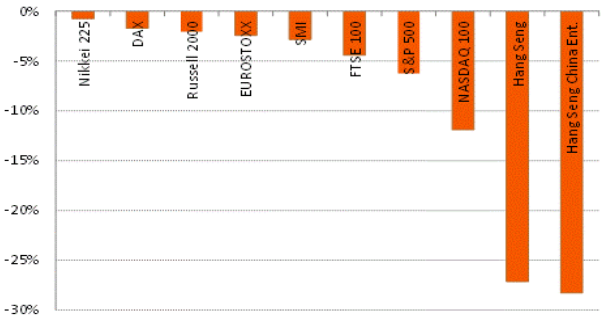

Abb 1: Entwicklung Aktienindizes; 31.07.2022 – 31.10.2022; Quelle Bloomberg

Erst die Einbeziehung der bisherigen Novemberhandelstage lässt die Kursentwicklung insbesondere in Europa freundlicher erscheinen. Sichtbar sind diese Schwankungen - in beide Richtungen - an den europäischen Aktienmärkten beispielsweise am DJ EUROSTOXX 50, der im September zunächst auf ein neues Jahrestief und seinen tiefsten Stand seit November 2020 fiel, ehe er im November als einer der ersten großen Indizes über seine 200-Tage-Linie kletterte.

Abb 2: DJ EUROSTOXX 50; 30.06.2020 – 11.11.2022; Quelle Bloomberg

Hauptgründe für die Trendwende der Euro-Indizes nach oben waren der deutliche Rückgang des Gaspreises und zuletzt der unerwartet starke Rückgang der US-Inflationsrate.

Abb 3: Gaspreis 1-Monat-Forward; 30.06.2021 – 11.11.2022; Quelle Bloomberg

Dagegen hat sich der US-Technologieindex NASDAQ 100 bisher kaum vom tiefsten Stand seit Juli 2020 erholt.

Abb 4: NASDAQ 100; 30.06.2020 – 10.11.2022; Quelle Bloomberg

Der Schwerpunkt des aktuellen Quartalsupdates soll jedoch auf einer anderen Region liegen. Denn die Schwankungen der Aktienindizes in Hong Kong waren zuletzt noch einmal deutlich höher als die Schwankungen der großen europäischen und auch US-amerikanischen Aktienindizes.

Der Drawdown des Hang Seng China Enterprise Index seit dem Jahreshoch aus dem März beläuft sich mittlerweile auf 44%, vom Verlaufshoch aus dem Jahr 2021 weg auf 60% und vom Allzeithoch aus dem Jahr 2007 weg auf 76%. Ende Oktober fiel der Hang Seng China Enterprise Index auf seinen tiefsten Schlusskurs seit dem Jahr 2005.

Seitdem ging es zwar um gut 900 Punkte bzw. knapp 20% nach oben. Das große Bild ändert dies jedoch nicht. Der Drawdown vom 2021er-Hoch liegt weiterhin jenseits der 50%.

Abb 5: Hang Seng China Enterprise Index; 31.12.2003 – 11.11.2022; Quelle Bloomberg

Natürlich führen politische Risiken wie der Taiwan-Konflikt zu Risikoabschlägen. Tech- und Immobiliensektor kämpfen weiterhin gegen ihre eigenen Probleme an. Und die strenge Zero-Covid-Policy macht sich in einem langsameren Import- und Export-Wachstum bemerkbar und führt letztendlich zu einem langsameren Wirtschaftswachstum.

Allerdings zeigen die Zahlen auch: Importe, Exporte und Wirtschaftsleistung wachsen zwar deutlich langsamer als in der Vergangenheit. Aber: sie bewegen sich im Bereich der bisherigen Rekordwerte. Damit alleine sind Kursverluste in dieser Höhe also nicht zu rechtfertigen.

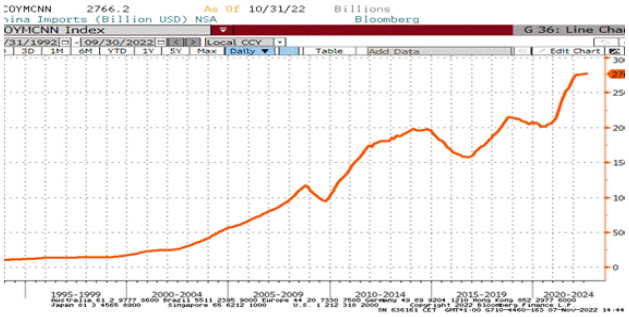

Abb 6: Importe China in Mrd. USD; 30.12.1992 – 31.10.2022; Quelle Bloomberg

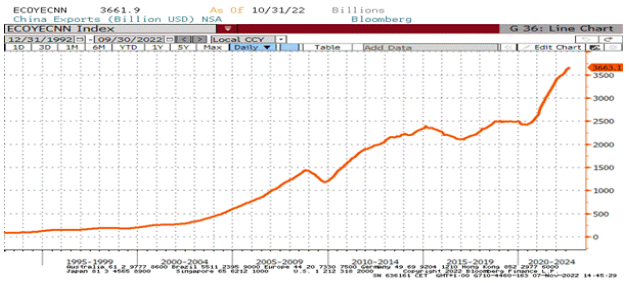

Abb 7: Exporte China in Mrd. USD; 30.12.1992 – 31.10.2022; Quelle Bloomberg

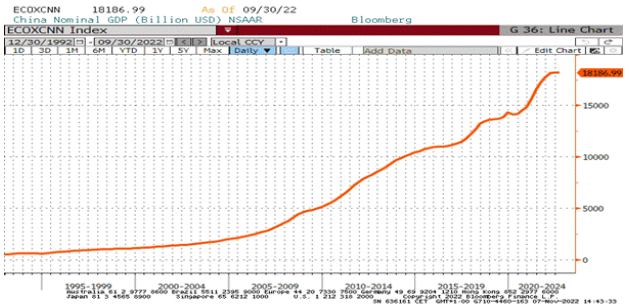

Abb 8: BIP China in Mrd. USD; 30.12.1992 – 31.10.2022; Quelle Bloomberg

Die Unternehmensgewinne haben sich vom Covid-Einbruch aus den Jahren 2020/2021 erholt.

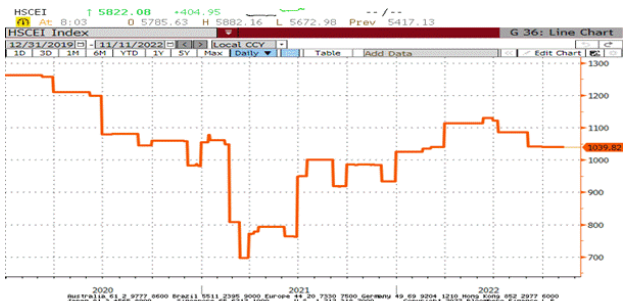

Abb 9: Unternehmensgewinne Hang Seng China Enterprise Index; 31.12.2019 – 11.11.2022; Quelle Bloomberg

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Damit liegen sie zwar unter den historischen Rekordwerten. Aber: In Verbindung mit dem aktuellen Kursniveau führt dies zu einer historisch nie dagewesenen Bewertung. Seit Beginn der Datenverfügbarkeit im Jahr 2001 war das historische Kurs/ Gewinn-Verhältnis (Ende Oktober bei 4,8) nie billiger. Noch auffälliger ist die Betrachtung des Kurs/ Buchwert-Verhältnis (Ende Oktober bei 0,54). Während vergangene Ausverkäufe stehts im Bereich des Buchwertes endeten, unterschreiten die aktuellen Kurse die Buchwerte signifikant.

Aufgrund der längeren Historie betrachten wir hier zusätzlich den Hang Seng Index, dem auch mehr als zwei Drittel der Titel aus dem Hang Seng China Enterprise Index angehören. Und auch in der fast 30-jährigen Betrachtung stellt der 31.Oktober den Tag mit den bisher günstigsten Bewertungen in der Historie dar.

Abb 10: Kurs/ Gewinn-Verhältnis Hang Seng Index; 30.09.1993 – 31.10.2022; Quelle Bloomberg

Abb 11: Kurs/ Buchwert-Verhältnis Hang Seng Index; 30.09.1993 – 31.10.2022; Quelle Bloomberg

Interessant ist an dieser Stelle ein Vergleich zwischen den in Hong Kong gehandelten H-Shares und den in Shanghai und Shenzhen gehandelten A-Shares. Langfristig bewegen sie A-Shares und H-Shares in einem Gleichlauf, wie der 15-Jahreszeitraum von 2004 bis 2018 zeigt.

Abb 12: Hang Seng China Enterprise Index vs. CSI 300; 31.12.2003 – 31.12.2018; Quelle Bloomberg

Kurzfristig sehen wir hier jedoch eine extreme Entkopplung. Eine Analyse ab 2021 zeigt im ersten Halbjahr, in dem die Kurse per saldo stagnierten, noch eine ähnliche Entwicklung. Danach ging es für den Hang Seng China Enterprise Index um 51% nach unten, für den Shanghai Shenzhen CSI 300 um 30% - eine Underperformance des Hang Seng China Enterprise Index um mehr als 20%.

Abb 13: Hang Seng China Enterprise Index vs. CSI 300; 31.12.2020 – 31.10.2022; Quelle Bloomberg

Die Antwort auf die Frage des warum finden wir auf dem Future-Markt. Um sich mit Future-Positionen für fallende Kurse zu positionieren, wählen Anleger/-innen den liquideren und weniger regulierten Markt in Hong Kong. Wie stark die Wetten auf fallende HSCEI-Notierungen angestiegen sind, zeigt ein Blick auf das Open Interest, die Anzahl der ausstehenden Kontrakte. In der Geschichte des HSCEI-Futures war dieses Open-Interest nie höher als Ende Oktober. Selbst während des Weihnachts-Crashs 2018 wurde das aktuelle Level nicht erreicht.

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Abb 14: Aggregate Open Interest HSCEI-Future; 31.12.2003 – 11.11.2022; Quelle Bloomberg

Klar ist, dass alle Future-Kontrakte, die leerverkauft wurden, irgendwann zurückgekauft werden müssen. Anfang 2019 führte dieses short-covering zu einem Plus von 20% innerhalb von zwei Monaten und gleichzeitig zu einem deutlichen Rückgang der ausstehenden Kontrakte. Im Zuge der aktuellen Erholung ist die Zahl der ausstehenden Kontrakte zwar leicht gesunken, liegt aber noch immer auf dem Niveau von Weihnachten 2018. Diesmal reicht die Erholung des HSCEI noch nicht aus, um das Open Interest nachhaltig zu senken. Es liegt weiterhin auf dem Niveau von Weihnachten 2018.

Spannend ist auch ein Blick auf die implizite Volatilität des Hang Seng China Enterprise Index, die in den letzten Monaten deutlich angestiegen ist. Mit einem Oktober-Spitzenwert von 49 notiert der Volatilitätsindex des Hang Seng China Enterprise, der HSCEI Volatility Index, signifikant höher als seine europäischen Pendants.

Abb 15: HSCEI Volatility Index; 30.06.2022 – 11.11.2022; Quelle Bloomberg

Noch interessanter ist jedoch die Volatilitätsstruktur. Die Volatilitätskurve ist invers, die kurzfristig erwarteten Schwankungen sind höher als die langfristig erwarteten. Im Oktober lag die implizite 1-Monats-Volatilität zeitweise 8% oberhalb der impliziten 1-Jahres-Volatilität.Trotz der aktuellen Erholung ist die Volatilitätskurve unverändert invers.

Abb 16: Hang Seng China Enterprise Index: implizite Volatilität 1 Jahr – implizite Volatilität 1 Monat; 30.06.2022 – 11.11.2022; Quelle Bloomberg

Mittelfristig erwarten Anleger/-innen also eine Beruhigung im Reich der Mitte. Eine inverse Volatilitätsstruktur kündigte bislang alle großen Trendwenden nach oben an: nach der Finanzkrise 2008, nach dem Weihnachtscrash 2018 und nach dem Covid-Crash 2020.

Rentenmarkt

Darüber hinaus lohnt es sich, auch in diesem Quartals-update ein Blick auf die Inflations- und Zinsentwicklung zu werfen. Denn auch hier gibt es neue Rekordwerte zu vermelden.

Der seit Jahresbeginn bestehende Trend steigender Renditen setzte sich auch in den vergangenen Monaten weiter fort. Treibende Faktoren sind weiterhin die hohen Inflationsraten sowie die darauf mit restriktiverer Geldpolitik reagierenden Zentralbanken. In Deutschland rangiert die Inflationsrate oberhalb der Marke von 10%, in den USA immerhin bei etwas weniger als 8%. Zudem ist in den letzten Monaten ein leicht abnehmendes Inflationsniveau in den USA zu beobachten, während der Trend in Deutschland aktuell noch nach oben zeigt. Auch die generell schwankungsärmeren Kerninflationen, bei der Energie- und Nahrungsmittelpreisentwicklung nicht eingerechnet werden, zogen sowohl in Deutschland als auch in den USA nochmals deutlich an. In den USA verzeichnet sie allerdings mit 6,3% einen deutlich größeren Anteil an der Gesamtinflation. Im Gegenzug zeichnet sie sich mit 5,1% für einen deutlich geringeren Anteil verantwortlich. Dies verdeutlicht den großen Effekt der Energie- und Lebensmittelpreisentwicklung in der EU.

Um dieser Dynamik entgegenzuwirken hat die EZB seit Beginn des Zinssteigerungszyklus im Juli den Leitzins für die Eurozone bereits auf 2% angehoben, zuletzt sogar mit

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Schritten von 0,75%. Erwartet wird ein weiterer Anstieg auf 3% bis Mitte nächsten Jahres. Auch in den USA stiegen die Leitzinsen auf aktuell 3,75-4%. Hier wird marktseitig ebenfalls ein weiterer Anstieg auf rund 5% erwartet. In beiden Märkten werden somit rund 4 weitere Zinsschritte eingepreist.

Langfristig gehen die professionellen Anleger für den Euroraum von einer Inflation unter dem aktuellen Niveau, aber leicht über dem Ziel der EZB aus. Die 5Y5Y Breakeven-Rate, welche die Inflationserwartung für den 5-Jahreszeitraum, der in fünf Jahren beginnt, berechnet, liegt aktuell bei 2,24 %.

Abb. 17: 5y5y Breakeven-Rate; 30.12.2021 – 11.11.2022; Quelle: Bloomberg

In Deutschland sorgte diese Gemengelage für einen Anstieg über die komplette Zinsstrukturkurve hinweg, wobei die Renditen im kurzen Laufzeitbereich relativ gesehen besonders stark anstiegen sind. In der Spitze verzeichneten die 2-jährigen Renditen seit ihrem Verlaufstief Anfang März dieses Jahres einen Anstieg von rund 300 BP und markierten mit 2,35% zeitweise auch den höchsten Stand seit Ende 2008. Von diesen Höchstständen kamen sie zuletzt wieder ein wenig zurück. Auslöser hierfür waren geringer als erwartete Steigerungen der US-Verbraucherpreise, was der Fed mehr Spielraum für einen flacheren Zinssteigerungspfad lässt. Die kürzeren Laufzeiten reagieren auf Leitzinsänderungen sensitiver.

Abb. 18: Remdite 2-jährige deutsche Staatsanleihe; 30.12.2021 – 11.11.2022; Quelle: Bloomberg

Die 10-jährigen Renditen erreichten mit 2,53% den höchsten Wert seit dem 3. Quartal 2011, wobei dieses Verlaufshoch schon Mitte Oktober und damit früher als bei den kurzen Laufzeiten erreicht wurde. Auch lässt sich im aktuellen Umfeld feststellen, dass die Strukturkurve abgesehen vom extrem kurzen Bereich in den kurzen und mittleren Laufzeiten sehr flach tendiert und in den längeren Laufzeiten mittlerweile invers ist. Zudem weisen Anleihen mit einer Laufzeit von rund einem Jahr einen deutlichen Renditepeak auf.

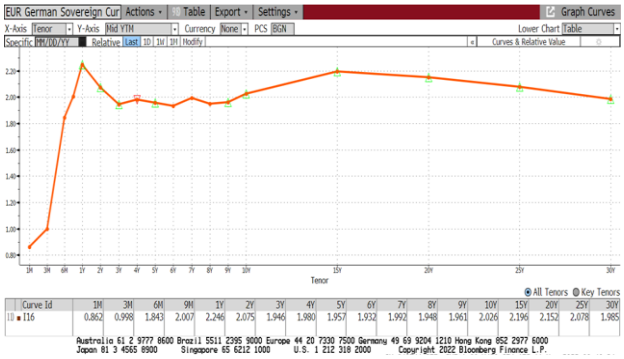

Abb. 19: deutsche Zinsstrukturkurve; Stand: 11.11.2022; Quelle: Bloomberg

Werfen wir einen Blick auf die Wertentwicklung von Staatsanleihen. Entsprechend des starken Zinsanstieges gaben die Preise der Anleihen deutlich nach. Exemplarisch verdeutlicht dazu die nächste Grafik die Entwicklung der im August 2031 fälligen deutschen Staatsanleihe seit Beginn dieses Jahres mit einem relativen Preisrückgang von knapp 20% in der Spitze. Bei längeren Laufzeiten war der Wertverlust aufgrund des Durationseffekts entsprechend größer.

Abb. 20: Kursentwicklung GER 08/2031; 30.12.2021 – 11.11.2022; Quelle: Bloomberg

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Auch die Entwicklung der Risikospreads zwischen 10-jährigen Bunds und anderen Ländern in der Eurozone war besonders für griechische und italienische Anleihen volatil, wenngleich die Werte aus dem Juli nichtmehr merklich getoppt wurden. Hier hat die Ankündigung der EZB ein neues Tool zur Vermeidung von extremen Risikoaufschlägen erste Spuren hinterlassen. Allerdings ist für alle Länder unisono zu beobachten, dass die Risikoaufschläge zusammen mit den Renditeanstiegen seit Beginn dieses Jahres teils deutlich größer wurden. Im historischen Kontext sind wir bei den Risikoaufschlägen jedoch noch weit von den Ständen während der Finanzkrise bzw. der Eurokrise entfernt.

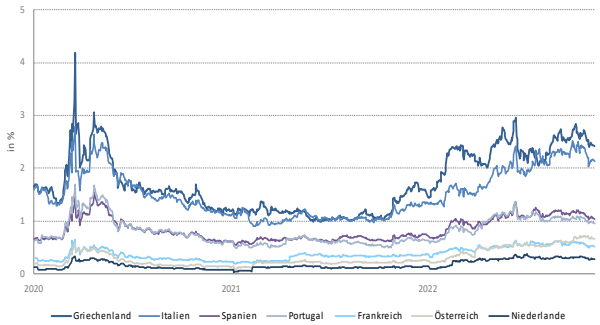

Abb. 21: Risikoaufschläge Euroländer-Anleihen vs. Deutsche Bundesanleihen; 30.12.2021 – 11.08.2022; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Portfolio PremiumIncome

Im Optionsportfolio unseres Publikumsfonds QCP PremiumIncome wurden die Basispreise der Optionen angesichts der lange Zeit negativen Entwicklung an den Aktienmärkten schrittweise abgesenkt. Zuletzt konnte das Portfolio so ausgerichtet werden, dass die oberen Basispreise der Collar im Durchschnitt wieder über einen positiven Sicherheitspuffer verfügen.

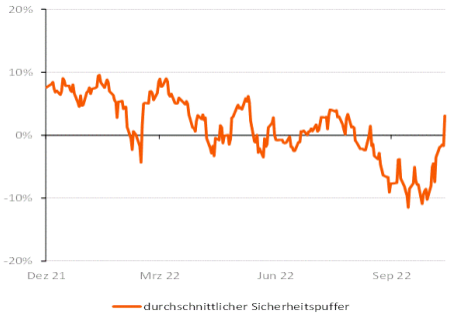

Abb. 22: durchschnittlicher Sicherheitspuffer; 30.12.2021 – 11.11.2022; Quelle Bloomberg, eigene Berechnungen

Dadurch kann ein großer Teil der Optionsprämie auch im stagnierenden Aktienmarkt performancewirksam realisiert werden.

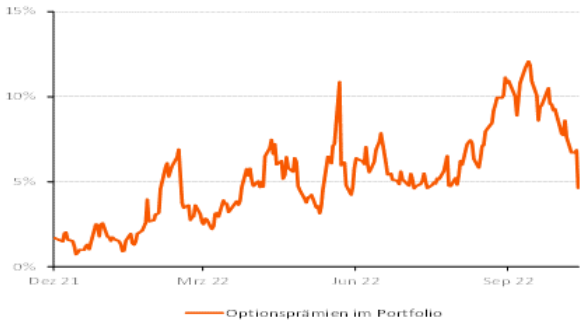

Abb 23: Optionsprämien im Portfolio; 30.12.2021 – 11.11.2022; Quelle Bloomberg, eigene Berechnungen

Die durchschnittliche Laufzeit der einzelnen Collar liegt weiterhin im Bereich von 2 Monaten

Abb 24: durchschnittliche Restlaufzeit Optionsportfolio; 30.12.2021 – 09.11.2022; Quelle Bloomberg, eigene Berechnungen

Im Optionsportfolio bleiben Collar auf asiatische Indizes leicht übergewichtet. Dieses Übergewicht wurde in den drei Monaten seit dem letzten Quartalsupdate jedoch zum Teil abgebaut. Im Gegenzug wurde die ebenfalls schwache Entwicklung der US-Indizes zum Aufbau neuer Positionen genutzt.

Europa	26,42%
Amerika	35,03%
Asien/ Pazifik	38,55%

Abb 24: regionale Allokation Optionsportfolio; Stand: 11.11.2022; Quelle Bloomberg, eigene Berechnungen

Die Duration des Rentenportfolios blieb seit der im letzten Quartalsupdate ausführlich vorgestellten Neuausrichtung konstant.

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

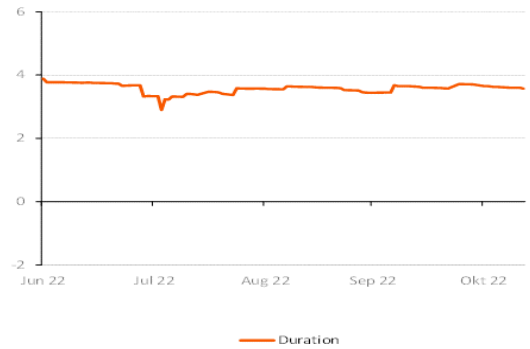

Abb 25: Duration Rentenportfolio; 30.06.2022 – 11.11.2022; Quelle Bloomberg, eigene Berechnungen

Trotz der konstanten Duration stieg die p.a. Rendite des Rentenportfolios weiter an. Während dies einerseits zuletzt die Entwicklung des Fondspreises belastet hat, ist andererseits das perspektivisch vorhandene Performancepotenzial weiter angestiegen.

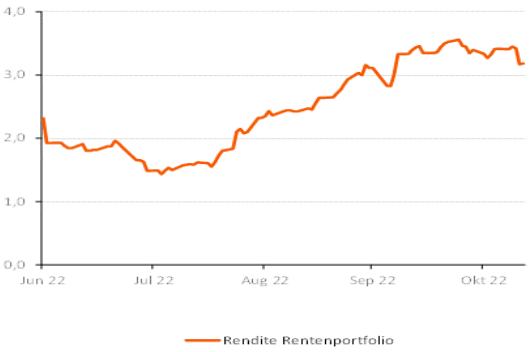

Abb 26: Rendite Rentenportfolio; 30.06.2022 – 11.11.2022; Quelle Bloomberg, eigene Berechnungen

Der erneute Anstieg der p.a. Rendite resultiert sowohl aus dem bereits beschriebenen Zinsanstieg als aus einem erneuten Spreadanstieg bei vielen im Portfolio gehaltenen Anleihen.

Betrachten wir exemplarisch die im letzten Quartalsupdate ausführlicher vorgestellte 2027 fällige senior preferred Anleihe der finnischen OP Corporate Bank, die im Juni erworben wurde. Von S&P wird diese mit AA- eingestuft. Zu Jahresbeginn lag der Renditespread bei 0,7%, zum Kaufzeitpunkt bei 1,7%. Im Oktober ist dieser bis auf 2,1% angestiegen.

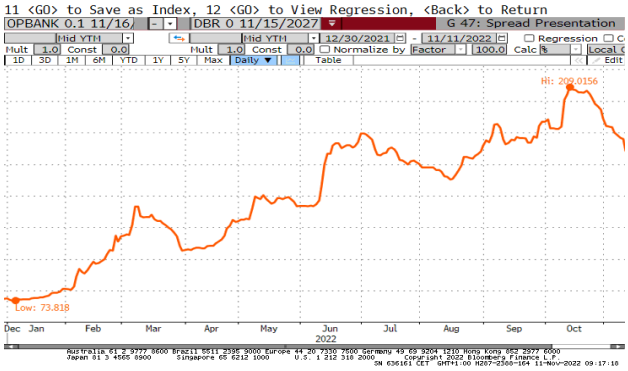

Abb 27: Spread OP BANK 2027 gegenüber Bundesanleihe; 24.01.2022 – 11.11.2022; Quelle Bloomberg

Dadurch ist die p.a. Rendite der Anleihe im Oktober bis auf 4,3% gestiegen.

Abb 28: p.a.-Rendite OP BANK 2027; 30.12.2021 – 11.11.2022; Quelle Bloomberg

Auch bei Pfandbriefen bzw. verwandten europäischen Emissionen haben die Renditespreads im Oktober ein neues Hoch erreicht. Bei der im Januar 2025 fälligen und von Moodys mit Aaa eingestuften DNB Sparebank 1 Boligkreditt Hypothekenanleihe erreichte der Spread gegenüber Bundespapieren im Oktober einen Spitzenwert von 1,2%.

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Abb :28 Spread Sparebank 1 Boligkreditt 2025 gegenüber Bundesanleihe; 30.12.2022 – 11.11.2022; Quelle Bloomberg

Dadurch kletterte die p.a. Rendite bei zwei Jahren Restlaufzeit bis auf 3,1%.

Abb 29: p.a. Rendite Sparebank 1 Boligkreditt 2025; 30.12.2021 – 11.11.2022; Quelle Bloomberg

Für die Zukunft stehen dem QCP PremiumIncome mit dem Aktien- und dem Rentenportfolio zwei attraktive Renditequellen zur Verfügung.

Vielen Dank für das uns entgegengebrachte Vertrauen!

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Ihre Ansprechpartner

Harald Bareit
Geschäftsführender Partner
Telefon: 069/505000 - 671
Mobil: 0172 684 0289
Harald.Bareit@qcpartners.com

Dirk Jung
Director Relationship Management
Telefon: 069/505000 - 674
Mobil: 0172 657 3666
Dirk.Jung@qcpartners.com

Disclaimer: Dieses Dokument wurde mit größter Sorgfalt erstellt. Bei diesen Strategien müssen Anleger bereit und in der Lage sein, Verluste des eingesetzten Kapitals bis hin zum Totalverlust hinzunehmen. Dieser Bericht ist kein Verkaufsprospekt und enthält kein Angebot zum Kauf oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Kaufangebots für die vorgestellten Produkte und darf nicht zum Zwecke eines Angebots oder einer Kaufaufforderung verwendet werden. Alleinige Grundlage für den Anteilserwerb sind die Verkaufsunterlagen der Fonds (die aktuellen Verkaufsprospekte, die „Wesentlichen Anlegerinformationen", die aktuellen Jahresberichte und – falls diese älter als acht Monate sind – die aktuellen Halbjahresberichte), die für den QCP Funds – RiskProtect bei der Verwaltungsgesellschaft LRI Invest S.A. (9A, rue Gabriel Lippmann, 5365 Munsbach, Luxembourg; www.lri-group.lu) und für den QCP PremiumIncome bei der Verwaltungsgesellschaft HANSAINVEST, Hanseatische Investment-GmbH (Kapstadtring 8, 22297 Hamburg) kostenfrei angefordert werden können. Sitzstaat des QCP Funds – RiskProtect ist Luxemburg. Sitzstaat des QCP PremiumIncome ist Deutschland. Darüber hinaus können diese Informationen für alle Fonds bei der Informationsstelle in der Bundesrepublik Deutschland (QC Partners GmbH, Goethestraße 10, D-60313 Frankfurt am Main) sowie bei der jeweiligen Informations- und Zahlstelle in Österreich (QCP Funds – RiskProtect: Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Am Belvedere 1, A-1100 Wien | QCP PremiumIncome: UniCredit Bank Austria AG, Schottengasse 6-8, A-1010 Wien) kostenlos bezogen werden. Performance-Ergebnisse der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investmentfonds zu. Insbesondere, wenn sich die Performance-Ergebnisse auf einen Zeitraum von unter zwölf Monaten beziehen (Angabe von Year-to-date-Performance, Fondsauflage vor weniger als 12 Monaten), sind diese aufgrund des kurzen Vergleichszeitraums kein Indikator für künftige Ergebnisse. Ausgabe- und Rücknahmespesen werden in den Performancedaten nicht mitberücksichtigt. In die Zukunft gerichtete Voraussagen und Angaben basieren auf Annahmen. Da sämtliche Annahmen, Voraussagen und Angaben nur die derzeitige Auffassung über künftige Ereignisse wiedergeben, enthalten sie natürlich Risiken und Unsicherheiten. Entsprechend sollte auf sie nicht im Sinn eines Versprechens oder einer Garantie über die zukünftige Performance vertraut werden. Alle Angaben sind ohne Gewähr. Berechnungs- oder Rechenfehler und Irrtum vorbehalten. Die steuerliche Behandlung der Fonds hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein. Das durch QC Partners im Rahmen dieses Dokuments betriebene Marketing stellt keine Anlageberatung dar. Das Dokument wird für die persönliche Information des Empfängers mit dem ausdrücklichen, durch den Empfänger anerkannten Verständnis bereitgestellt, dass sie kein direktes oder indirektes Angebot, keine Empfehlung, keine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf sowie keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Erwerb der Fonds darstellt. Die Fonds dürfen weder direkt noch indirekt in den USA vertrieben noch an US-Personen verkauft werden.
Wir haben uns verpflichtet, den ethischen Standesrichtlinien und Grundsätzen des CFA Instituts zu folgen.

Quellen
Grafiken 1-24: Bloomberg
Grafiken 25-27: Bloomberg & eigene Berechnungen