Q 1/26

Eine Wette, die aufgehen muss

aramea

Nur für institutionelle Investoren

Bitte beachten Sie die Hinweise auf der letzten Seite



Hamburg, den 19.12.2025

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

die Dimensionen des KI-Trends sind immer schwerer zu greifen. Zu gigantisch sind die Summen, die Amazon, Meta, Oracle & Co. zuletzt in immer neue Datencenter-Projekte gesteckt haben. Klar ist nur, dass es im kommenden Jahr noch mehr wird. Ich versuche es ihnen einmal so zu veranschaulichen: Insgesamt wird bis 2030 mit Investitionen in Datenzentren sowie der dazugehörenden KI-Infrastruktur von fünf bis sieben Billionen US-Dollar gerechnet. Das ist – wenn auch über fünf Jahre verteilt – rund ein Fünftel des gesamten US-BIPs. Man darf also mit Fug und Recht von einem enormen Wagnis sprechen, das – wenn schon nicht aus Sicht jedes einzelnen beteiligten Unternehmens – dann doch bitte zumindest aus Sicht der US-Wirtschaft insgesamt dringend aufgehen sollte.

Das Problem bei der Sache ist: Ob die Rechnung aufgeht, werden wir sehr wahrscheinlich frühestens in ein paar Jahren wissen. Und mit aufgehen meine ich Produktivitätszuwächse in vielen Bereichen der Volkswirtschaften weltweit bei gleichzeitig ausreichend hoher Zahlungsbereit der Kundschaft für das „Produkt“ künstliche Intelligenz.

Mit dieser Unsicherheit umzugehen, ist die Aufgabe für uns Anleger. Diskussionen über eine vermeintliche Blase führen aus meiner Sicht so lange in die Irre, bis nicht wirklich klar ist, wie groß der Kuchen sein wird, den die Unternehmen später unter sich aufteilen werden. Daraus lässt sich ableiten: Besteht bis auf weiteres die Bereitschaft der Hyperscaler massiv in den Ausbau von Datenzentren zu investieren und sind diese gleichzeitig nach wie vor in der Lage ihre Gewinne zu steigern, besteht aus meiner Sicht keine ernsthafte Gefahr, dass der KI-Hype abebbt. Ganz im Gegenteil.

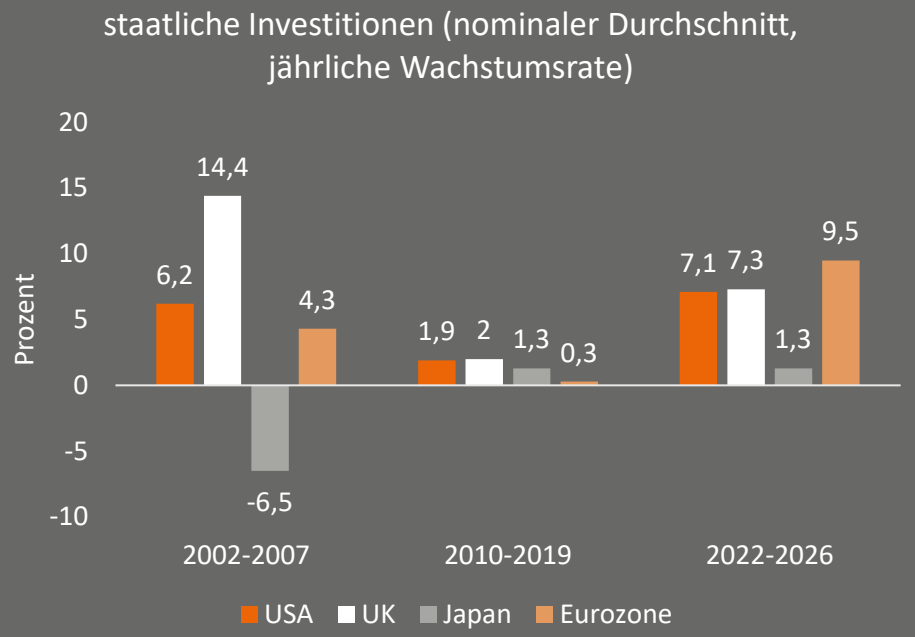
Neben dem KI-Trend wird das Jahr 2026 ganz klar im Zeichen der steigenden Staatsausgaben stehen, was den Märkten ebenfalls schmecken dürfte. Die Fiskalpolitik übernimmt dabei im kommenden Jahr den Staffelstab von der Geldpolitik, die zuletzt durch Zinssenkungen die Wirtschaft angeschoben hat (und in den USA vielleicht sogar auch noch zu Beginn des Jahres 2026 tun wird). In Deutschland wurde ein Paket geschnürt, das vom Volumen her jenem nach der Wiedervereinigung gleicht. Auch in UK und Japan soll das Geld des Staates wieder mit volleren Händen ausgegeben werden. Den Vogel abschießen – wie soll es anders sein – werden natürlich wieder einmal die USA. Dank des „One Big Beautiful Bills“ bleibt das Staatsdefizit unverändert hoch und damit nicht nur die Frage, ob Trump sich den Sieg in den Midterms kaufen kann, sondern auch, wie ernsthaft die Diskussion über die Schuldentragfähigkeit in den USA wieder aufs Tapet gehoben wird.

Viel Spaß bei der Lektüre und ein erholsames Weihnachtsfest wünscht ihnen Ihr



Felix Herrmann, CFA
Chefvolkswirt Aramea Asset Management AG

Was ist von den Fiskalpaketen in den USA und Deutschland zu erwarten?



Quelle: OECD

1. US-Technologiesektor trägt rund die Hälfte zum US-Wachstum bei und hält den „US Exceptionalism“ am Leben.
2. US-Wachstum dürfte im Jahr 2026 positiv überraschen. Die Inflation kommt allerdings auch zurück.
3. Das deutsche Fiskalpaket begünstigt stärker einzelne Branchen als das US-Paket, welches durch Steuersenkungen und Rückerstattungen eine breitere Schicht an Begünstigten hat.

Weder in den USA noch in der Eurozone geht es den Volkswirtschaften derzeit wirklich gut. Auf unserem Kontinent bremst vor allem die deutsche Volkswirtschaft und jenseits des Atlantiks wäre das Wachstum ohne die massiven KI-Investitionen – die im Jahr 2025 rund einen Prozentpunkt zum Wachstum beigetragen haben – in etwa auf dem Niveau von der vor sich dahin vegetierenden Eurozone. Es gibt allerdings Hoffnung auf Besserung. Aufgrund der massiven Fiskalpakete in den USA und Deutschland steht zu erwarten, dass die Ökonomien im kommenden Jahr einen spürbaren Anschub erfahren. Vor allem in Deutschland dürfte es aber schwer werden, die Gelder einer produktiven Verwendung zuzuführen.

In den USA ist derzeit viel die Rede von einer „K shaped economy“. Damit ist eine Volkswirtschaft gemeint, die eigentlich aus zwei Volkswirtschaften besteht. Auf der einen Seite sind da die großen erfolgreichen Unternehmen in der Tech-Branche. Auf der anderen Seite steht das „normale“ Amerika, dem es schon lange nicht mehr so gut geht und das kaum noch Gewinnwachstum erfährt. Gleichzeitig geht auch die Schere in Sachen Vermögen der Privathaushalte in den USA auf recht dramatische Art und Weise immer stärker auseinander. In den USA auf Durchschnittswerte zu schauen, ist daher kein sonderlich zielführender Analyseansatz.

Trumps „One Big Beautiful Bill“ wird die Schere nicht schließen. Sein Gesetzespaket ist nach Analyse vieler Experten die größte Umverteilung von Arm zu Reich in der Geschichte der USA. Dennoch wird das Fiskalpaket den Konsum in den USA, dem es aktuell nicht sonderlich gut geht, anheizen und den Anstieg der Arbeitslosigkeit begrenzen. Hohe Steuerrückerstattungen im ersten Quartal, weitere Begünstigungen sowie die Tatsache, dass jene 20% der Amerikaner, die über das höchste Einkommen verfügen für rund 40% des gesamten US-Konsums stehen, lassen einen spürbaren Effekt erwarten.

Auch die Steuerentlastungen für die Unternehmen dürften über den Jahresverlauf und insbesondere pünktlich zu dem Midterm Elections im November ordentlich Momentum entfachen.

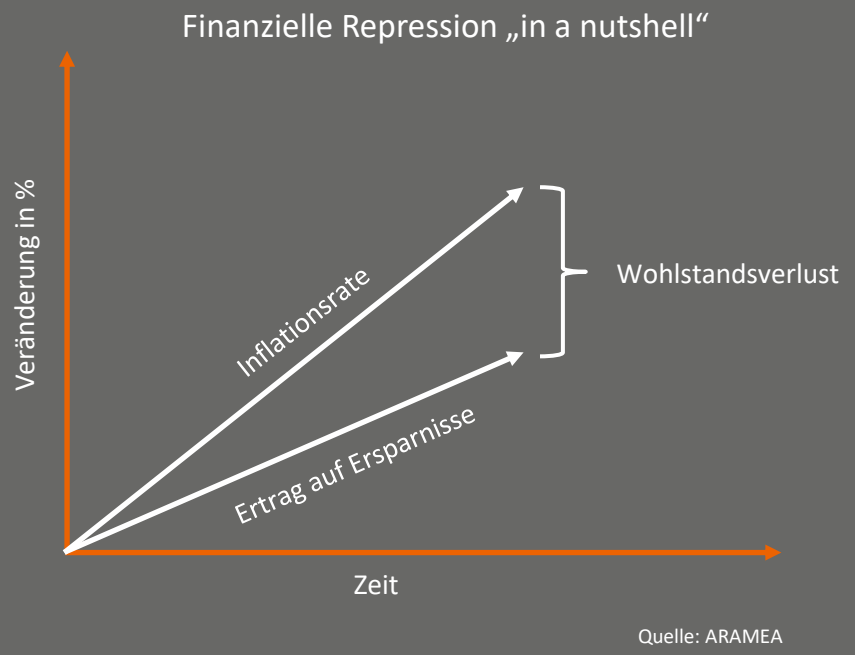
Dazu kommt in den USA der ungebremste Hype bei der künstlichen Intelligenz. Mit einer Gesamtsumme von voraussichtlich fast 400 Milliarden Dollar investieren die sechs größten Tech-Konzerne der Welt in diesem Jahr so viel in langfristige Vermögenswerte wie noch nie. In den kommenden Jahren soll das hohe Wachstum der Investitionen anhalten.

Wir erwarten daher, dass sich viele Wachstumsprognosen für die USA als etwas zu vorsichtig erweisen werden und gehen für das Jahr 2026 eher von einem Wachstum aus, dass am oberen Ende der Prognoserange von etwa 1,8% bis 2,5% liegen wird.

Anders als in den USA wird das deutsche Investitionspaket voraussichtlich viel stärker einige wenige Branchen begünstigen. Vor allem die Industrie bzw. der Bausektor werden von den vielen Milliarden profitieren.

Die größte Gefahr für das Jahr 2026 besteht aus unserer Sicht in einem erneuten Aufflackern der Inflation. Die USA sind hier zunächst stärker gefährdet als die Eurozone, da zollbedingte Preiseffekt noch ausstehen. Aber auch in der Eurozone könnte mehr schuldenfinanziertes Wachstum für einen Inflationspush sorgen, den viele nicht auf dem Zettel haben. Inflation ist vor allem dann eine Gefahr, wenn niemand ernsthaft mit ihr rechnet und beim Blick auf die Inflationsprognosen der allermeisten Ökonomen kann man den Eindruck gewinnen, dass dem so ist.

Wie geht der neue Fed-Chef mit einem Wiederaufflackern der Inflation um?



Quelle: ARAMEA

1. US-Notenbank schwimmt im Jahr 2026 international gegen den Strom.
2. Finanzielle Repression voraus? Inflation ist langfristig die einzige Möglichkeit für die USA sich zu entschulden. Die US-Notenbank wird dies unter neuer Führung begünstigen.
3. Die EZB ist in ruhigerem Fahrwasser. Die Inflationsgefahren lauern in etwas weiterer Ferne als in den USA.

Die US-Notenbank wird im Jahr 2026 nach Lage der Dinge gegen den Strom schwimmen. Während in der Eurozone, Australien oder auch in Kanada das Ende der Leitzinssenkungszyklen erreicht sein dürfte und die Prognosen für das Jahr 2026 eher in Richtung zarter Zinsanhebungen deuten, plant das FOMC (zumindest im Median) weitere Zinssenkungen. Ob es so kommen wird, dürfte auch von der Wahl des neuen Vorsitzenden abhängen. Die Spatzen pfeifen den Namen Keven Hassett seit geraumer Zeit von den Dächern. Bereits jetzt dürfte feststehen: Es kommt eine herausfordernde Zeit auf ihn zu.

Die Uneinigkeit innerhalb des FOMC ist so hoch wie seit Jahren nicht. Eine Uneinigkeit, die sich auch im jüngsten Voting zur Zinssetzung manifestierte. Zwei der Mitglieder stimmten angesichts der nach wie vor zu hohen Inflation gegen weitere Zinssenkungen. Stephen Miran, Trumps Supertaube im Notenbankrat, warnte hingegen sogar davor, die „Phantominflation“ als Argumentation dafür zu missbrauchen, um die Zinsen nicht noch deutlicher zu senken.

Tatsache ist, dass der Inflationsimpuls durch die höheren Zölle bis dato weiterhin erstaunlich klein ausfällt. Einiges spricht jedoch dafür, dass ein Effekt noch aussteht. Auch die Effekte des „One Big Beautiful Bill“ und die Beschneidung der Migration dürften die Inflation in den USA eher befeuern als bremsen.

Langfristig – und das wird die ganz entscheidende Frage aus Notenbanksicht in den nächsten Jahren sein – bleibt den USA vermutlich nur die Inflation als Ausweg aus der Schuldenmisere. Weder steigende Steuern noch fallende Staatsausgaben präsentieren sich als realistische Optionen. Auch die Hoffnung, dass die USA aus den Schulden (bspw. dank der künstlichen Intelligenz) herauswachsen können, dürfte sich als problematisch erweisen, da die Erfahrung aus der Vergangenheit zeigt, dass die Realzinsen sich mittel- und langfristig an der Entwicklung des Produktivitätswachstums orientieren – und das zumeist sogar stärker als im Verhältnis 1:1.

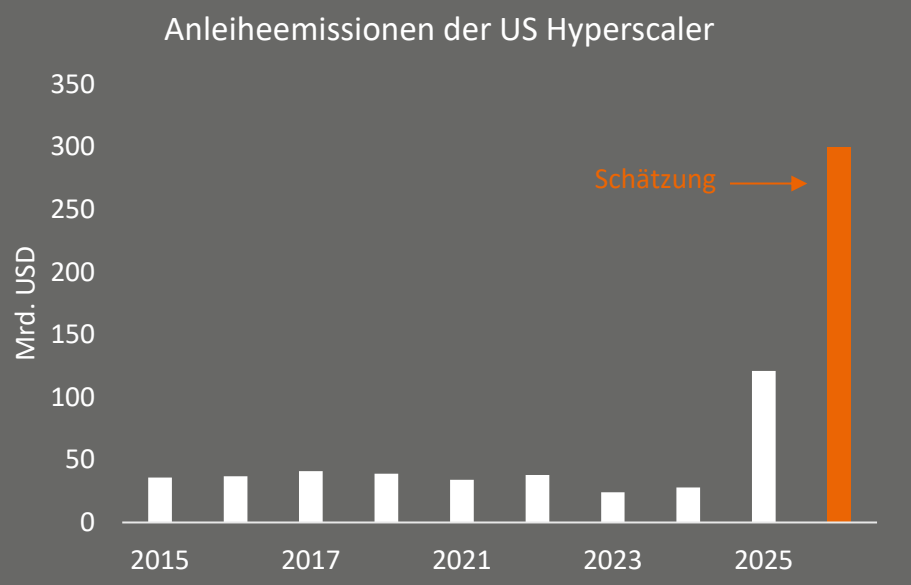
Mit anderen Worten: Wir gehen davon aus, dass die US-Inflation in den nächsten Jahren erhöht bleiben wird. Gleichzeitig – und das ist unsere Erwartung – wird die US-Notenbank jedoch unter einem Notenbankchef von Trumps Gnaden strukturell zu niedrige Zinsen ansetzen. Das Ergebnis wird eine finanzielle Repression sein, die den öffentlichen Sektor begünstigt und Sparer benachteiligt.

Derartige Sorgen scheinen in der Eurozone weit weg zu sein. Tatsächlich sind die kurzfristigen Inflationsgefahren bei uns spürbar geringer als in den USA. Auch wenn die Dienstleistungsinflation mit 3,5% jüngst auf den höchsten Stand seit April geklettert ist. Der starke Euro und fallende Energiepreise sprechen gegen einen zeitnahen Inflationsanstieg.

Perspektivisch sehen wir jedoch auch in der Eurozone die Gefahren für die Inflation ganz klar auf der „Oberseite“. Ähnlich wie in den USA bleibt letztlich nur die Inflation als Mittel der Wahl um die Schuldenstandquoten wieder zu reduzieren.

Hinzu kommt: Sollte die US-Notenbank die US-Wirtschaft in eine finanzielle Repression zwingen, wird dies nicht spurlos am US-Dollar vorbeigehen. Der Greenback dürfte tendenziell weiter abwerten und so die Wettbewerbsfähigkeit in den anderen Währungsräumen unterwandern. Die EZB andere Zentralbanken könnten gezwungen sein, ihrerseits die Zinsen zu senken, um diesen Nachteil auszugleichen.

Was bedeuten enge Spreads für die optimale Positionierung am Rentenmarkt?



Quelle: JP Morgan, ARAMEA

1. Hohes Emissionsvolumen der US-Hyperscaler im Jahr 2026 zu erwarten.
2. EUR-Unternehmensanleihen mit gestiegener relativer Attraktivität im Vergleich zu EUR-Staatsanleihen.
3. Wandelanleihen starten mit guten Aussichten ins neue Jahr.

Die Rentenmärkte stehen vermutlich vor einem spannenden Jahr. Einerseits sind da die enormen Emissionen der US-Techfirmen, die der Markt absorbieren muss. Zum anderen suchen unter anderem auch das US-Treasury sowie die Finanzagentur des Bundes im Jahr 2026 verstärkt nach Käufern, da die Fiskalpakete schließlich irgendwie bezahlt werden wollen. Gleichzeitig sprechen mehr Wachstum und Inflationsdruck ebenfalls für eine vorsichtige Positionierung bei Long-Duration-Assets. Aufgrund der engen Spreads dürfte es eine Nische am Rentenmarkt sein, die sich 2026 zum Liebling der Anleger aufschwingt.

Anleihen mit einem Gesamtvolumen von um die 300 Milliarden US-Dollar dürften die großen US-Technologiefirmen im Jahr 2026 an den Markt bringen. Nach einer Zeit, in der die Investitionen vor allem aus dem Free Cash Flow gestemmt wurden, zapfen die Unternehmen seit 2025 vermehrt den Kapitalmarkt an – zu groß sind mittlerweile die zu stemmenden Investitionssummen. Die Auktionen dürften stark beäugt und hinsichtlich etwaiger Risse analysiert werden, die sich womöglich im Geschäftsmodell der Hyperscaler auftun.

Aufgrund der noch recht jungen Emissionshistorie der Tech-Firmen rechnen wir nicht damit, dass sich der Markt ernsthaft an der Flut an neuen Anleihen aus diesem Sektor verschluckt. Kurzfristig dürfte aus Anlegersicht die „Freude“ darüber überwiegen, dass man nun auch am Anleihemarkt ein liquides Exposure zum Megatrend KI aufbauen kann.

Am Euro-Unternehmensanleihemarkt steht uns keine derartige Neuemissionsflut ins Haus. Vielmehr sind die großen europäischen Emittenten auf der Unternehmensebene aus Sicht vieler Investoren inzwischen so etwas wie die besseren Staaten, da sie – anders als bspw. der deutsche oder französische Staat – ihre Verschuldungspositionen in den letzten Jahren deutlich besser gesteuert haben.

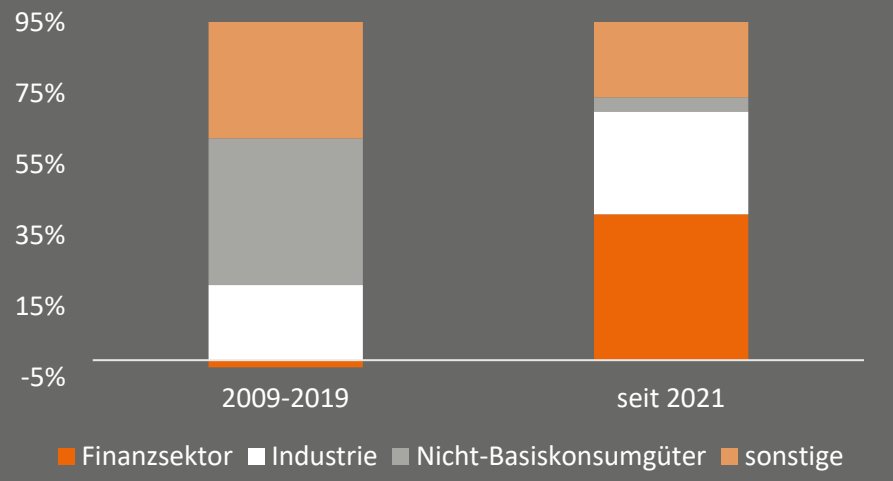
Die gestiegene Attraktivität von Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen ist ein gewichtiges Argument dafür, dass die Spreads im Euroraum eng bleiben dürften. Nach wie vor gehen wir auch davon aus, dass etwaige unterjährige Spreadausweitungen für Zukäufe genutzt werden.

Enge Spreads sind aus Unternehmenssicht natürlich ein Segen. Für Anleger können sie aber auch ein Fluch sein, da sich die rekordengen Risikoaufschläge in einem freundlichen Marktumfeld vermutlich nicht mehr so stark einengen und somit Anleihen nicht mehr den Kursertrag liefern können, wie bei einem weniger engen Spreadniveau.

Genau dieser simple Umstand lässt uns daran glauben, dass das Jahr 2026 ein Jahr für die Wandelanleihen wird. Diese haben nämlich im Gegensatz zu bspw. High-Yield-Anleihen ein symmetrischeres Ertragsprofil. Soll heißen: Entwickeln sich die Märkte für Risikoassets so positiv wie von uns erwartet, dann bekommt man mit Wandelanleihen ein besseres Exposure zu eben jenen positiven Kursentwicklungen. Hochzinsanleihen dürften hingegen im Jahr 2026 vor allem von der Carry leben – und eben weniger von Kursgewinnen.

An den Zinsmärkten rechnen wir sowohl in den USA als auch in der Eurozone eher mit Gegenwind – nicht zuletzt aufgrund der Rekordemissionen von Bund und Treasury. Die Kurven von US- Staatsanleihe- sowie Bundesanleihezinsen dürften tendenziell noch etwas steiler werden. Bei der Duration bleiben wir bis auf weiteres vorsichtig.

Geht die Tech-Rally weiter?



Quelle: Bloomberg, Macrobond

1. US-Techaktien bleiben das Maß aller Dinge – auch wenn die Evidenz von Produktivitätssteigerungen noch auf sich warten lässt.
2. Marktbreite in den USA dürfte zu- und in der Eurozone abnehmen.
3. Banken-, Industrie und Bauaktien sind unsere Favoriten im Euroraum.

Der „Bull Case“ für US-Aktien im Jahr 2026 ist recht einfach: Fiskalpolitischer Rückenwind in einem selbst für US-Verhältnisse hohen Ausmaß nebst einer weiter rollenden KI-Erfolgswelle sollten Gründe genug sein, damit auch 2026 ein erfreuliches Aktienmarktjahr wird. Europäischen Aktien ist ebenfalls ein sehr starkes Jahr 2026 zuzutrauen. Zugebenermaßen weniger aufgrund der inhärenten Stärke der Region als vielmehr einer Verbesserung des globalen Umfelds: Die handelspolitischen Risiken dürften in den Hintergrund treten, Chinas Wirtschaft kommt auf die Beine und womöglich gibt es ein wie auch immer geartetes Ende des Krieges in der Ukraine.

Gefühlt beschäftige sich jedes zweite Kapitalmarktwebinar in den letzten Monaten mit der „Blasenfrage“ bei US-Techaktien. Trotz hoher Bewertungen, Vendor Financing (Beispiel: OpenAI plant über fünf Jahre Oracle Cloudservices für rund USD 300 Mrd. zu beziehen. Oracle kauft dafür Nvidia Chips im Wert von USD 40 Mrd. und Nvidia wiederum investiert USD 100 Mrd. in OpenAI, das für sein Stargate Projekt in Texas Hardware im Wert von rund USD 500 Mrd. bestellt) und bislang fehlender Evidenz für Produktivitätssteigerungen durch die KI kamen die allermeisten Analysten zu dem Schluss, dass der KI-Hype keinesfalls mit der DotCom-Krise zu vergleich sei. Auch wir schätzen die Wahrscheinlichkeit als sehr hoch ein, dass wir durch die künstliche Intelligenz die nächste große technische Revolution erleben. Sicher wird es hier und da Unternehmen geben, für die die Rechnung am Ende nicht aufgeht. Wichtig aus Gesamtmarktsicht ist vielmehr, ob die Produktivität der Volkswirtschaften auf das nächste Level gehoben wird – und hier sind wir mehr als optimistisch.

Gleichzeitig denken wir, dass Hoffnungen auf rasche KI-bedingte Produktivitäts-steigerungen übertrieben sind, obwohl die Adoptionsrate bei der KI höher ist als bei anderen Megatrends in der Vergangenheit. Da wir jedoch davon ausgehen, dass die Gewinne der KI-Firmen weiter sprudeln und die Investitionen in KI-Infrastruktur ungebremst weiter laufen werden, rechnen wir dennoch mit einer Fortsetzung der KI-Rally – wenngleich mit etwas weniger Dampf.

Anlegern sollte nur bewusst sein, dass sich der Einkommensstrom, der heute mit den großen Technologieaktien in den USA erworben, deutlich von dem von vor drei oder fünf Jahren unterscheidet. Durch die enormen Investitionen in KI-Infrastruktur, die mittlerweile stärker fremdfinanziert werden, kommen auf die Unternehmen große Abschreibungen zu.

Europäischen Aktien trauen wir bei insgesamt freundlichen Märkten im Jahr 2026 ebenfalls eine starke Performance zu. Während in den USA die Marktbreite etwas abnehmen dürfte, da die Tech-Aktien nicht mehr so stark herausstechen dürften, ist in Europa eher mit dem Gegenteil zu rechen. Sowohl Hoffnungen auf ein Ende der Kampfhandlungen in der Ukraine als auch die Fiskalpakete der deutschen Bundesregierung begünstigen mehr oder weniger die gleichen Branchen: Industrie, Bau, Wertstoffe und Banken.

Auch Export orientierte Unternehmen dürften besser abschneiden als im Jahr 2025 – wenngleich wir nicht an eine komplette Rückabwicklung der Trumpschen Zollpolitik durch den Supreme Court glauben.

Gegenwind für europäische Aktien ist am ehesten aufgrund der vermutlich etwas zu hoch angesetzten Gewinnerwartungen für das Jahr 2026 zu erwarten.

Welche Entwicklungen erwarten wir für die unterschiedlichen Assetklassen?

Assetklasse	Aktuell	6M-Prognose
Euro Stoxx 50	5.700	6.000
S&P 500	6.750	7.500
10J DEU	2,85%	3,00%
10J USA	4,13%	4,50%
Gold	4.325$	4.750$
Öl (Brent)	60$	55$
EUR/USD	1,17	1,20

Stand: 18.12.2025

Unsere Prognosen

Aktien Europa

Europäischen Aktien trauen wir bei insgesamt freundlichen Märkten im Jahr 2026 eine starke Performance zu. Während in den USA die Marktbreite etwas abnehmen dürfte, da die Tech-Aktien nicht mehr so stark herausstechen dürften, ist in Europa eher mit dem Gegenteil zu rechen. Sowohl Hoffnungen auf ein Ende der Kampfhandlungen in der Ukraine als auch die Fiskalpakete der deutschen Bundesregierung begünstigen mehr oder weniger die gleichen Branchen: Industrie, Bau, Wertstoffe und Banken.

Aktien USA

Der Technologiesektor dürfte bis auf weiteres das Wohl und Wehe der US-Aktienmärkte bestimmen. Wir rechnen fortgesetzt mit einer Outperformance der entsprechenden Aktien – wenngleich nicht mehr in dem dramatischen Ausmaß der Vorjahre. Die Marktbreite sollte im Vergleich zu den Vorjahren etwas zunehmen.

10-jährige deutsche Staatsanleihen

Die Zinsen dürften moderat weiter steigen. Je erfolgreicher das Geld aus dem Fiskalpaket „zur Arbeit geschickt“ werden kann, desto stärker dürfte im Jahr 2026 der Aufwärtsdruck auf zehnjährige Bundrenditen sein. Wir rechnen 2026 mit einer 3 vor dem Komma.

10-jährige US-Treasuries

Mehr schuldenfinanziertes Wachstum sowie die Erwartung, dass die Inflation in den USA noch einmal zurückkehrt spricht zunächst gegen „Long-Duration-Assets“ in den USA. Sollte die US-Notenbank dann im Verlaufe des Jahres allerdings durch eine abermals erhöhte Inflation durchschauen, könnte Duration wieder interessant werden.

Gold

Die strukturelle Nachfrage nach Gold seitens der Notenbanken und anderer institutioneller Anleger scheint ungebrochen. Das nächste Zwischenziel für den Goldpreis sollte daher die Marke von USD 5.000 sein. Nicht zuletzt auch aufgrund unserer Erwartung einer abermals steigenden Inflation in den USA.

Öl (Brent)

Wir erwarten, dass der Ölpreis unter Druck bleibt. Ursache ist ein anhaltendes Überangebot durch schwaches Nachfragewachstum und steigende Förderung. OPEC+ dürfte Produktionsausweitungen weiter pausieren, um den Markt zu stabilisieren.

EUR/USD

Der Dollar hat seine Schwächephase überwunden. Perspektivisch dürfte der Abwertungstrend des Dollars allerdings eine Fortsetzung finden. Insbesondere vor dem Hintergrund einer Notenbank, die strukturell zu niedrige Zinsen ansetzen wird.

Disclaimer

Diese Publikation wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in diesem Dokument genannten Investmentfonds dar oder einen Investmentempfehlung.
Vor Durchführung einer Transaktion sollte das jeweilig Fondsprospekt gelesen werden.
Investoren sollten sich vor Durchführung einer Transaktion über rechtliche Bedingungen und steuerliche Konsequenzen der Transaktion informieren, um über Angemessenheit und Konsequenzen des Fondsinvestments urteilen zu können.
Die Aramea Asset Management AG gibt keine Garantie, weder explizit noch indirekt, und trägt weder Verantwortung noch Haftung für Exaktheit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen.
Auf eine Änderung des Inhalts dieses Dokuments muss die Aramea Asset Management AG nicht hinweisen.
Die Aramea Asset Management AG ist ferner nicht verpflichtet, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen zu aktualisieren oder zu verändern. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine Prognosen für die Zukunft. Bei der Berechnung der Wertentwicklung werden weder Vermittlerprovisionen noch die im Zusammenhang mit der Ausgabe und Rücknahme der Fondsanteile angefallenen Kosten berücksichtigt.